

“阅兵”主题下的军工板块投资机会和发展透视

2025年08月07日

2025年6月24日，国新办举行发布会宣布，2025年9月3日，北京天安门广场将举行纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利80周年大会，包括检阅部队。在本报告中，我们将聚焦分析十八大以来共4次盛大阅兵前后的军工板块行情变化，并结合阅兵讨论装备发展趋势。

➤ **今年9月3日将举行盛大阅兵；参阅均为国产现役主战装备。** 1) **回顾：**十八大（2012年）以来，我国共有四次盛大阅兵，分别是抗战胜利70周年阅兵（2015年9月3日）、建军90周年阅兵（2017年7月30日）、海上阅兵（2018年4月12日）、国庆70周年阅兵（2019年10月1日）。2) **展望：**2025年9月3日上午，北京天安门广场将举行纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利80周年大会，包括举行盛大阅兵。据国务院新闻办公室24日举行的新闻发布会介绍，此次参阅的所有武器装备均为国产现役主战装备。

➤ **阅兵前后军工板块普遍热情高涨；板块通常有“超额行情”。**我们分析2015~2019年的四次阅兵行情发现：1) **阅兵前：**阅兵前1~2个月左右，军工板块通常会走出“独立超额行情”，以规模较为盛大的两次阅兵为例，2015年抗战胜利70周年阅兵（9月3日）前，中证军工指数在7~8月的最大涨幅达到47%；2019年国庆70周年阅兵（10月1日）前，中证军工指数在8~9月的最大涨幅有16%。2) **阅兵后：**军工板块可能会出现短期波动或调整，或在一定程度上反映了预期落地。阅兵展示了大量新型装备，如2015年84%的装备首次亮相；2017年近50%的装备首次参阅。因此，从中长期维度来看，在行业持续创新突破与发展升级的驱动下，军工具备扎实的成长逻辑和可持续的成长潜力。

➤ **军工细分板块会受到阅兵不同程度催化；今年以来地面兵装表现突出。** 1) **分板块：**细分板块角度看，航天装备、航空装备、地面兵装、航海装备、军工电子均会在不同程度上受到阅兵事件的催化。2025年以来，地面兵装走势强于其他板块，自6月以来尤为显著。2025年初截至8月5日累计上涨81%，军贸、阅兵等为其强势上涨核心催化剂。2) **未来发展：**根据6.24国新办发布会，今年阅兵在展示新一代传统武器装备的基础上，也安排部分无人智能、水下作战、网电攻防、高超声速等新型作战力量参阅。我们认为，发布会提到的“新一代传统武器装备”和“新型作战力量”构成了完整的体系，尤其是上述新型作战力量，或将成为军工装备未来的主要发展趋势之一。

➤ **投资建议：**步入2025年，军工行业基本面边际变化显著，各类催化事件密集涌现。军贸领域成果频出，军工行业市场关注度明显提升。我们认为：从历史上看，阅兵前后各子板块均较为活跃，当前8月正处于阅兵前的重要时间段，建议投资者重视。**建议关注：**

新一代传统装备：1) **航空链：**中航沈飞、中航成飞、中航西飞、洪都航空、中直股份、国睿科技、中航高科，华秦科技、西部超导、光威复材；2) **制导链：**菲利华、新雷能、盟升电子、北方导航、航天电器、国博电子、理工导航、鸿远电子、高德红外、国科军工、长城军工；3) **地面兵装：**内蒙一机、光电股份等。

新型作战力量：1) **无人智能：**光电股份、航天电子、晶品特装、智明达、广联航空、新雷能、国力股份；2) **水下作战：**长盈通、西部材料、西部超导、派克新材、航宇科技、中国海防、金天钛业、宝钛股份；3) **网电攻防：**盟升电子、北方导航、新劲刚、航天南湖、七一二；4) **高超声速：**菲利华、盟升电子等。

➤ **风险提示：**需求恢复不及预期、行业政策发生变化、历史规律可能失效等。

推荐

维持评级

**分析师 尹会伟**

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

分析师 孔厚融

执业证书：S0100524020001

邮箱：konghourong@mszq.com

分析师 冯鑫

执业证书：S0100524090003

邮箱：fengxin_yj@mszq.com

相关研究

- 1.商业航天行业事件点评：海南发射场“双工位”接力；卫星互联网加速发射-2025/08/05
- 2.军工行业 2025 年二季度公募基金持仓分析：2Q25 机构增配军工；行业拐点已经出现-2025/07/27
- 3.国防军工行业 2025 年中期投资策略：底部反转趋势确定，“双新质”或引领行情-2025/06/16
- 4.国防军工行业专题报告：海外启示录 3：中国军贸的“DeepSeek”时刻是否来临？-2025/06/13
- 5.军工行业 2024 年年报及 2025 年一季报业绩回顾：收入和利润“非线性”变化；行业“业绩底”基本确立-2025/05/08

目录

1 阅兵荣光：震撼从未褪色；今秋盛典值得翘首	3
1.1 回顾：十八大以来共计四次阅兵；热血镌刻于心.....	3
1.2 展望：2025 年盛典再盼惊艳.....	5
2 行情回顾：多维解析军工板块历史表现	6
2.1 指数复盘：阅兵事件对军工板块催化分析.....	6
2.2 市场热度：阅兵前后市场普遍热情高涨.....	10
2.3 估值位置：2025 年初以来估值一路抬升.....	11
2.4 基金持仓：军工科技属性和战略地位逐渐突显.....	12
3 方向选择与投资机会	13
3.1 分板块回顾：地面兵装受阅兵催化明显.....	13
3.2 投资建议.....	16
4 风险提示	21
插图目录	22
表格目录	22

1 阅兵荣光：震撼从未褪色；今秋盛典值得翘首

1.1 回顾：十八大以来共计四次阅兵；热血镌刻于心

2025年6月24日，国新办举行发布会宣布，2025年9月3日，北京天安门广场将举行纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利80周年大会，包括检阅部队。在本章节，我们重点回顾十八大（2012年）以来的四次盛大阅兵：

图1：十八大以来四次阅兵梳理

时间	主题	参阅装备
2015年9月3日	纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利70周年	国产99A式主战坦克、05A式两栖突击车、红箭-10反坦克导弹、11式两栖突击战车、空警-500预警机、歼-15等
2017年7月30日	庆祝中国人民解放军建军90周年	电子侦察车组、轻型全地形车、鹰击-83K空舰导弹、运-20、运-9、歼-20等
2018年4月12日	海上阅兵	战略核潜艇、驱逐舰、054A型护卫舰、901型补给舰、歼-15舰载机等
2019年10月1日	庆祝中华人民共和国成立70周年	15式轻型坦克、攻击-11无人机、东风-41洲际战略核导弹、运-8反潜巡逻机、轰-6N轰炸机、直-20战术通用直升机等

资料来源：央视新闻，民生证券研究院

阅兵一：2015年9月3日，纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利70周年阅兵式是新中国历史上第15次大阅兵，也是我国第一次举行抗战胜利日阅兵。参加受阅的共有12000名官兵，共编为50个方队，其中有27个装备方队和10个空中梯队。其中84%是首次在阅兵中亮相。

图2：2015年阅兵：国产99A式主战坦克（左图）；红箭-10反坦克导弹（右图）



资料来源：央视新闻，民生证券研究院

阅兵二：2017年7月30日，庆祝中国人民解放军建军90周年阅兵在朱日和训练基地举行，这是我军首次组织以庆祝建军节为主题的专项阅兵。参阅装备类型多样，近50%为首次参阅。此次接受检阅的共有12000名官兵、600余台装备，组成1个护旗方队、27个地面方队和9个人员方队；陆海空三军航空兵100多架战机编成1个纪念标识梯队、1个空中突击梯队和6个空中梯队。

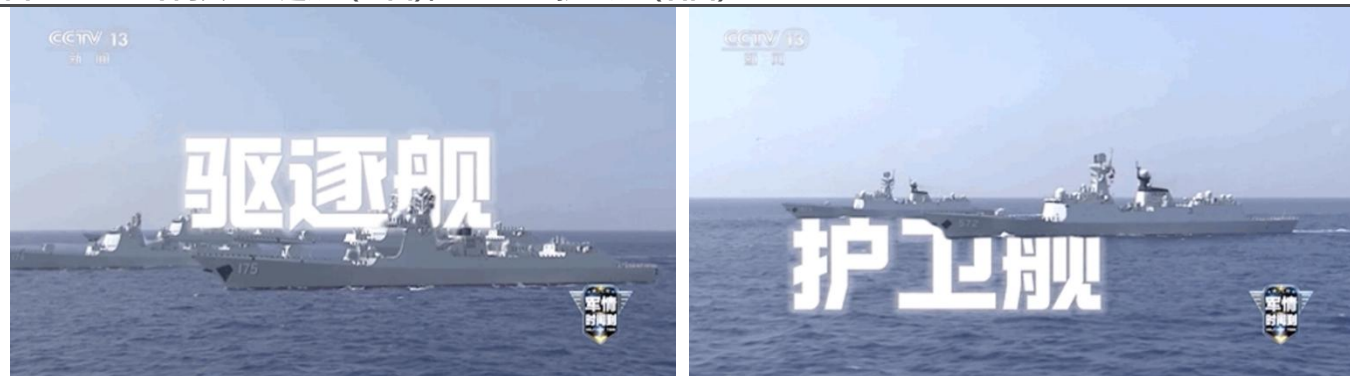
图3：2017 年阅兵：鹰击-83K 空舰导弹首次亮相（左图）；国产运输机编队首次集体亮相（右图）



资料来源：央视新闻，民生证券研究院

阅兵三：2018 年 4 月 12 日，中央军委在南海海域隆重举行海上阅兵，48 艘舰艇、76 架战机、万余官兵参加受阅。这是新中国历史上规模空前的海上阅兵。

图4：2018 年阅兵：驱逐舰（左图）；054A 型护卫舰（右图）



资料来源：央视新闻，民生证券研究院

阅兵四：2019 年 10 月 1 日，庆祝中华人民共和国成立 70 周年阅兵式在北京天安门隆重举行。此次接受检阅的有：人民解放军、武警部队和民兵预备役部队约 15000 名官兵、580 台装备组成的 15 个徒步方队、32 个装备方队；陆、海、空航空兵 160 余架战机组成的 12 个空中梯队。

图5：2019 年阅兵：攻击-11 无人机首次亮相（左图）；东风-41 洲际战略核导弹（右图）



资料来源：央视新闻，民生证券研究院

1.2 展望：2025 年盛典再盼惊艳

2025 年 6 月 24 日，国务院新闻办公室新闻发布会表示，2025 年 9 月 3 日上午，北京天安门广场将举行纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 80 周年大会，包括举行盛大阅兵。本次阅兵将由徒步方队、装备方队和空中梯队组成。在总体设计上，科学安排解放军和武警部队参阅力量，精心编组各受阅方队、梯队。

1) 徒步方队：重点展示我军改革重塑后新的军兵种结构布局，以及“三结合”的武装力量组成。

2) 装备方队：重点展示我军装备体系建设最新成果，通过群队联合、方队合成的编组方式，体现我军联合指挥、联合行动、联合保障的力量运用新模式，反映我国武器装备自主创新能力。

3) 空中梯队：重点展示我军空中作战力量的体系化水平和快速提升的先进战斗力。

参阅的所有装备均为国产现役主战装备。发布会称，本次阅兵既会体现军兵种特色，又会展现一体化联合，参阅的所有装备均为国产现役主战装备。在展示新一代传统武器装备的基础上，也安排部分无人智能、水下作战、网电攻防、高超声速等新型作战力量参阅。

图6：2015 年阅兵重点展示及 2025 年核心内容

方队类型	2015年重点展示	2025年核心内容
徒步方队	11个方队；由三军仪仗队和10个英模部队方队组成。主要由前身为八路军、新四军、东北抗联、华南游击队的现役英模部队组成	改革重塑后新军兵种结构布局、“三结合”武装力量组成
装备方队	27个方队；按照作战体系要求编组，包括地面突击、防空反导、海上攻击、战略打击、信息支援、后装保障等模块，由陆军、海军、空军、第二炮兵、武警部队和四总部直属部队联合编成	体现我军联合指挥、联合行动、联合保障的力量运用新模式
空中梯队	10个梯队；包括空中护旗方队、领队机梯队、预警指挥机梯队、轰炸机梯队、歼击机梯队、海军舰载机梯队、海上巡逻机梯队、加受油机梯队、直升机梯队	空中作战力量的体系化水平和快速提升的先进战斗力

资料来源：央视新闻，中国政府网，民生证券研究院

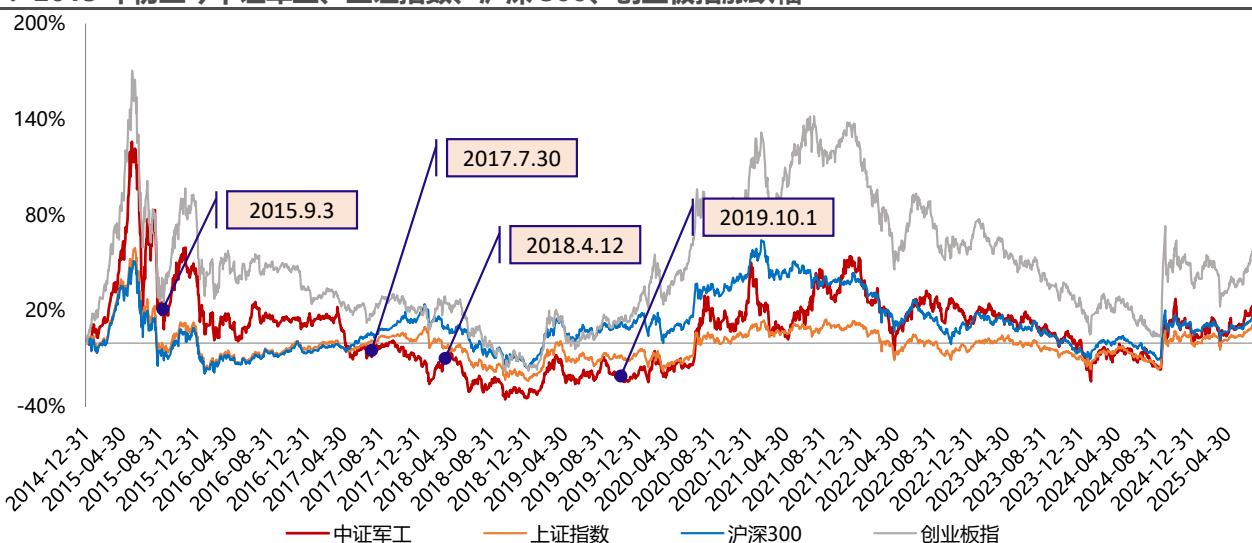
2 行情回顾：多维解析军工板块历史表现

2.1 指数复盘：阅兵事件对军工板块催化分析

2.1.1 复盘

2012 年十八大以来，我国共计四次阅兵，分别在 2015 年 9 月 3 日、2017 年 7 月 30 日、2018 年 4 月 12 日、2019 年 10 月 1 日。在本章节，我们将重点分析四次阅兵前后及其所在年份的军工行情表现。

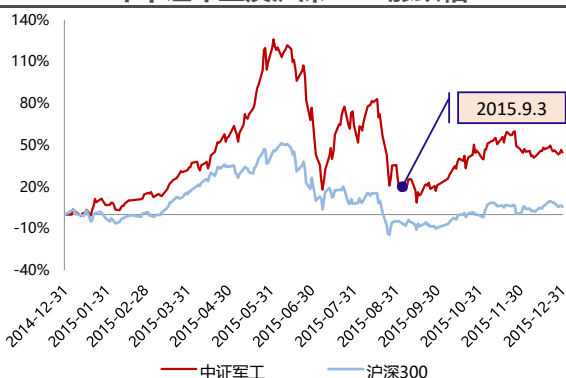
图7：2015 年初至今中证军工、上证指数、沪深 300、创业板指涨跌幅



资料来源：wind，央视新闻，民生证券研究院 注：数据统计至 2025 年 8 月 5 日收盘

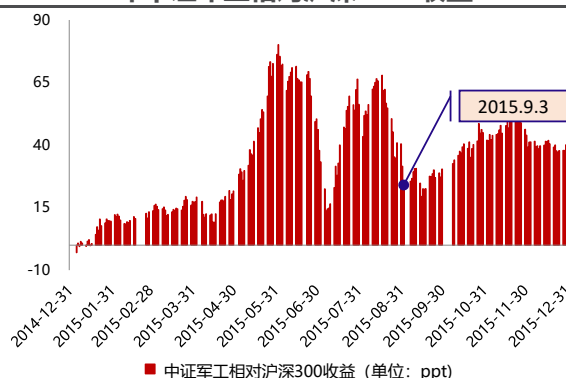
阅兵一：2025 年 9 月 3 日。2015 年上半年，中证军工大幅上涨，年初至 6 月 2 日涨幅达 126%，主要是因为市场为牛市行情，大盘上涨所致。下半年，随着市场大幅调整，中证军工也有所回调，波动较大。**1) 阅兵前：**受阅兵催化，7 月 8 日~8 月 17 日，中证军工涨幅达到 47%。**2) 阅兵后：**中证军工震荡向上，9 月 15 日~11 月 26 日，中证军工涨幅达到 36%。总体来看，2015 年，军工政策环境较好，中证军工有超额收益，全年上涨 45%，跑赢沪深 300 指数 39ppt。

图8：2015 年中证军工及沪深 300 涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2015 年中证军工相对沪深 300 收益



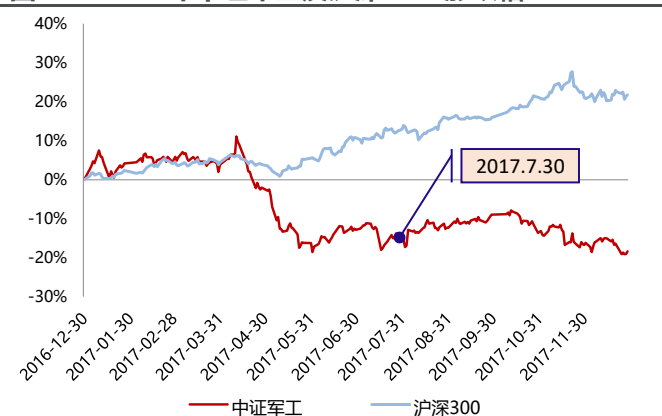
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2015 年阅兵（9 月 3 日）前后，中证军工、沪深 300 月度涨跌幅及中证军工相对沪深 300 收益

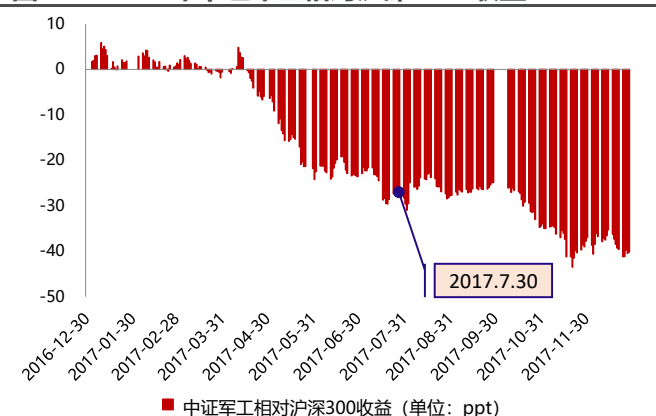
	2015年 1月	2015年 2月	2015年 3月	2015年 4月	2015年 5月	2015年 6月	2015年 7月	2015年 8月	阅兵 当月	2015年 10月	2015年 11月	2015年 12月
中证军工	6.74	7.16	15.45	18.15	34.30	-15.53	-7.20	-17.37	-10.81	19.78	1.49	-1.60
沪深300	-2.81	4.03	13.39	17.25	1.91	-7.60	-14.67	-11.79	-4.86	10.34	0.91	4.62
相对收益	9.55	3.13	2.06	0.91	32.38	-7.94	7.47	-5.58	-5.95	9.44	0.58	-6.21

资料来源：wind，民生证券研究院 注：涨跌幅单位为%；相对收益为中证军工相对于沪深 300 的收益，单位为 ppt

阅兵二：2017 年 7 月 30 日。2017 年，市场总体呈现“蓝筹股主导”的结构化行情，资金向业绩稳定、估值合理的白马股聚集，而尚处于“军改”之中的军工板块未受到市场偏好。1) **阅兵前**：受阅兵催化，6 月 1 日~7 月 7 日，中证军工指数小幅上涨 6%。2) **阅兵后**：中证军工指数明显跑输沪深 300 指数，阅兵事件本身的催化或有限，军工板块更多受到了 2017 年市场风格的影响。总体来看，2017 年，中证军工全年下跌 18%，大幅跑输沪深 300 指数 40ppt。

图11：2017 年中证军工及沪深 300 涨跌幅


资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2017 年中证军工相对沪深 300 收益


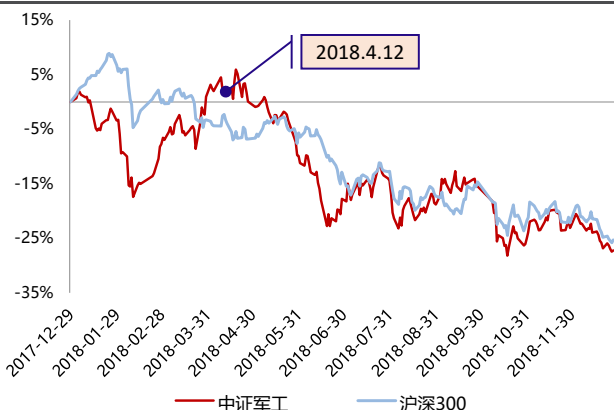
资料来源：wind，民生证券研究院

图13：2017 年阅兵（7 月 30 日）前后，中证军工、沪深 300 月度涨跌幅及中证军工相对沪深 300 收益

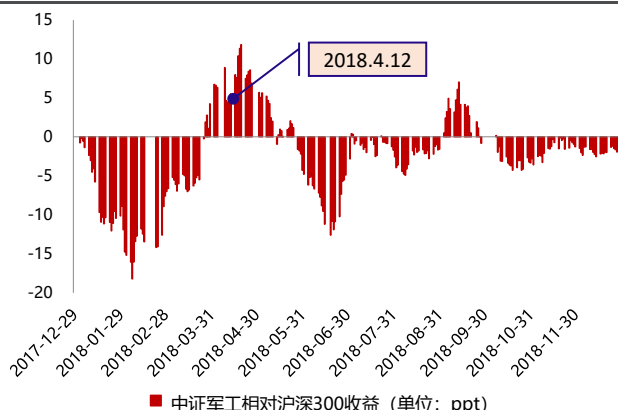
	2017年 1月	2017年 2月	2017年 3月	2017年 4月	2017年 5月	2017年 6月	阅兵 当月	2017年 8月	2017年 9月	2017年 10月	2017年 11月	2017年 12月
中证军工	4.18	0.83	-1.15	-5.67	-14.49	4.05	-2.85	3.58	3.78	-4.82	-3.91	-1.93
沪深300	2.35	1.91	0.09	-0.47	1.54	4.98	1.94	2.25	0.38	4.44	-0.02	0.62
相对收益	1.83	-1.08	-1.24	-5.20	-16.04	-0.93	-4.79	1.33	3.40	-9.26	-3.89	-2.55

资料来源：wind，民生证券研究院 注：涨跌幅单位为%；相对收益为中证军工相对于沪深 300 的收益，单位为 ppt

阅兵三：2018 年 4 月 12 日。2018 年，受到贸易摩擦等影响，市场一路调整，中证军工也随大盘持续下跌。4 月 12 日阅兵前后，中证军工指数明显跑赢沪深 300 指数。1) **阅兵前**：2 月 9 日~4 月 9 日，中证军工累计涨幅达到 21%，跑赢沪深 300 指数 25ppt。2) **阅兵后**：4 月 19 日，中证军工创年内最高。后随大盘持续调整。总体来看，2018 年，中证军工全年下跌 27%，跑输沪深 300 指数 2ppt。

图14：2018年中证军工及沪深300涨跌幅


资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2018年中证军工相对沪深300收益


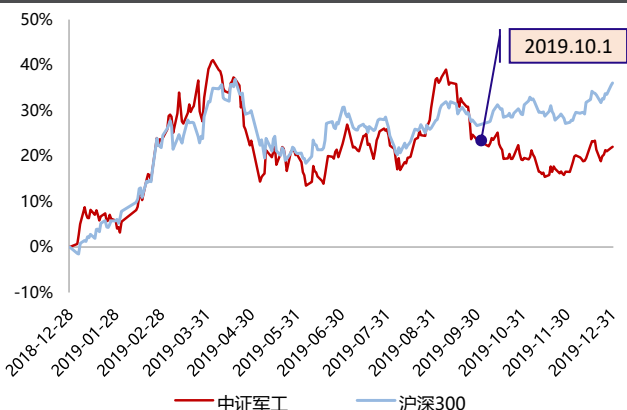
资料来源：wind，民生证券研究院

图16：2018年阅兵（4月12日）前后，中证军工、沪深300月度涨跌幅及中证军工相对沪深300收益

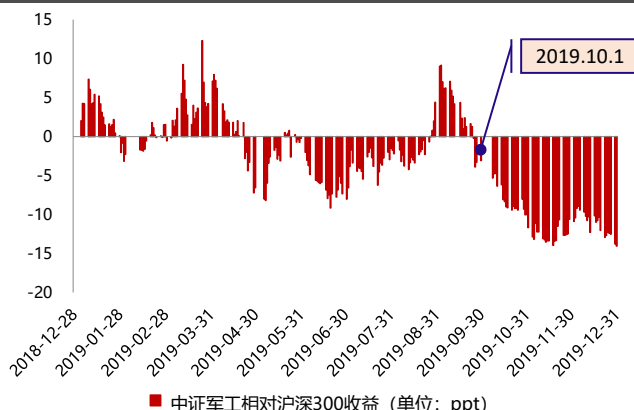
	2018年1月	2018年2月	2018年3月	阅兵当月	2018年5月	2018年6月	2018年7月	2018年8月	2018年9月	2018年10月	2018年11月	2018年12月
中证军工	-5.82	-2.05	9.43	-0.87	-9.99	-8.72	4.07	-5.14	4.12	-11.35	3.37	-6.06
沪深300	6.08	-5.90	-3.11	-3.63	1.21	-7.66	0.19	-5.21	3.13	-8.29	0.60	-5.11
相对收益	-11.90	3.85	12.54	2.77	-11.20	-1.05	3.88	0.06	0.99	-3.06	2.78	-0.96

资料来源：wind，民生证券研究院 注：涨跌幅单位为%；相对收益为中证军工相对于沪深300的收益，单位为ppt

阅兵四：2019年10月1日。2019年，大盘大幅拉升后震荡调整，中证军工趋势与大盘基本一致。年初至4月4日，中证军工累计上涨41%，跑赢沪深300指数6ppt。1) **阅兵前：**受阅兵催化，8月9日~9月9日，中证军工累计涨幅达到16%，跑赢沪深300指数8ppt。2) **阅兵后：**三季度开始，基金优先减持流动性较好的军工等高弹性板块，主动型公募基金持续低配军工且环比在持续减配（具体可参考2.4基金持仓部分内容）。总体来看，2019年，中证军工全年上涨22%，其中，四季度大幅跑输沪深300指数，全年跑输沪深300指数14ppt。

图17：2019年中证军工及沪深300涨跌幅


资料来源：wind，民生证券研究院

图18：2019年中证军工相对沪深300收益


资料来源：wind，民生证券研究院

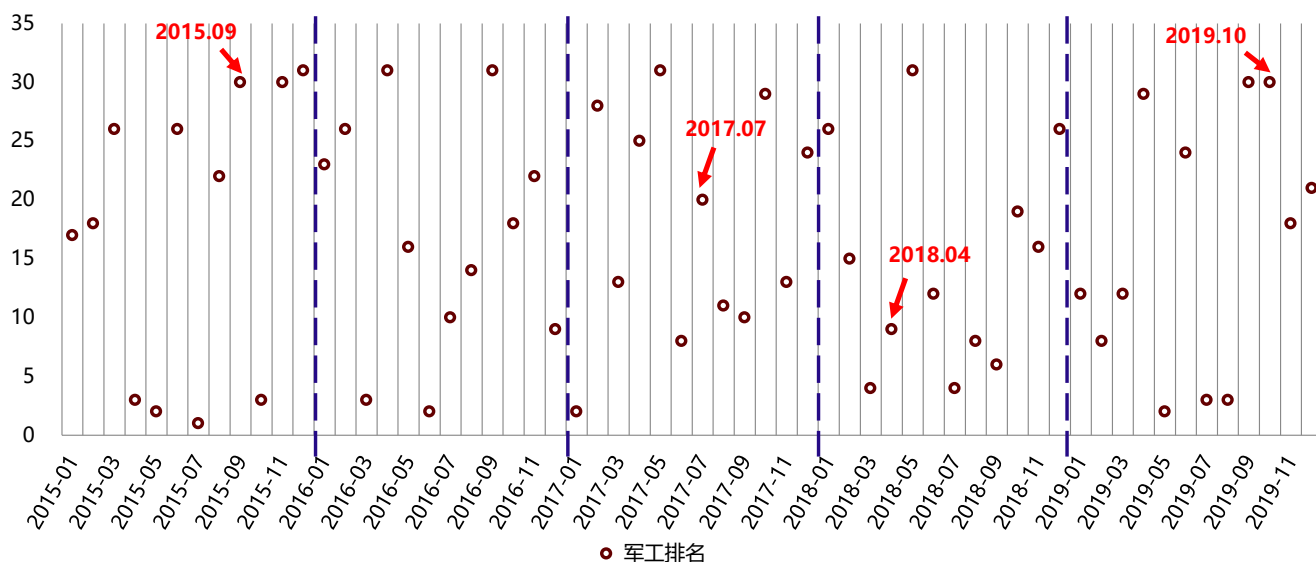
图19：2019 年阅兵（10 月 1 日）前后，中证军工、沪深 300 月度涨跌幅及中证军工相对沪深 300 收益

	2019年 1月	2019年 2月	2019年 3月	2019年 4月	2019年 5月	2019年 6月	2019年 7月	2019年 8月	2019年 9月	阅兵 当月	2019年 11月	2019年 12月
中证军工	3.19	19.62	7.63	-7.09	-2.48	-0.50	5.12	3.74	-5.34	-3.65	-2.13	4.67
沪深300	6.34	14.61	5.53	1.06	-7.24	5.39	0.26	-0.93	0.39	1.89	-1.49	7.00
相对收益	-3.16	5.01	2.09	-8.15	4.76	-5.89	4.86	4.67	-5.73	-5.54	-0.63	-2.33

资料来源：wind，民生证券研究院 注：涨跌幅单位为%；相对收益为中证军工相对于沪深 300 的收益，单位为 ppt

2.1.2 总结

我们通过对上述四次阅兵的行情分析发现：**1) 阅兵前**：阅兵前 1~2 个月左右，军工板块通常会走出“独立超额行情”，以规模较为盛大的两次阅兵为例，2015 年抗战胜利 70 周年阅兵（9 月 3 日）前，中证军工指数在 7~8 月的最大涨幅达到 47%；2019 年国庆 70 周年阅兵（10 月 1 日）前，中证军工指数在 8~9 月的最大涨幅有 16%。**2) 阅兵后**：军工板块可能会出现短期波动或调整，或在一定程度上反映了预期落地。阅兵展示了大量新型国防装备和现代化武器，如 2015 年 84% 的装备首次亮相。因此，从中长期维度来看，在行业持续创新突破与发展升级的驱动下，军工具备扎实的成长逻辑和可持续的成长潜力。

图20：2015~2019 年 SW 一级军工行业月度涨跌幅排名


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 市场热度：阅兵前后市场普遍热情高涨

2015年9月3日：阅兵前，中证军工指数换手率有较为明显的上升，市场交易活跃度大幅增加，市场对军工板块关注度提升，参与交易热情高涨。阅兵后，换手率逐渐回落，但依然在一段时间内维持在相对较高水平，市场仍对军工板块保持着一定的交易积极性。

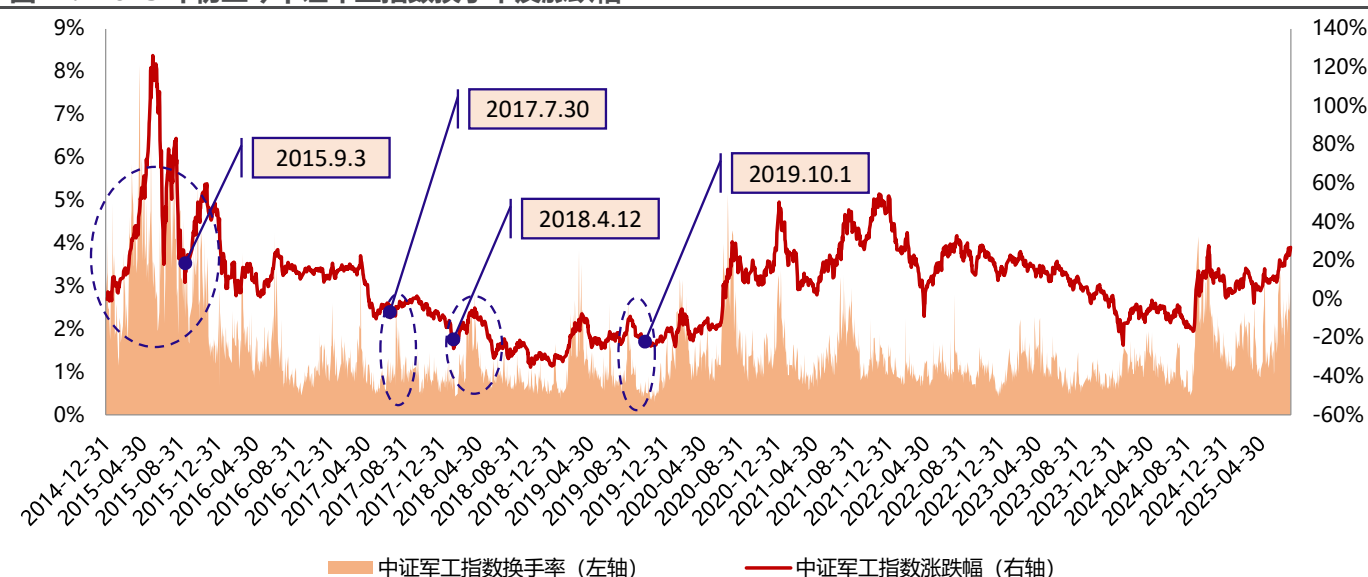
2017年7月30日：阅兵前，中证军工指数换手率同样呈上升趋势，虽然幅度没有2015年那么显著，但相比日常水平也有明显提高。阅兵后，换手率很快开始下降，一定程度上反映阅兵对军工板块交易活跃度的持续刺激作用相对较短。

2018年4月12日：阅兵前，中证军工指数换手率的变化并不十分突出。虽然在阅兵时间点附近，换手率有一定程度的波动，但相较于前两次阅兵，无论是上升幅度还是持续时间，都显得较为有限。阅兵后，中证军工反弹，换手率有所回升。

2019年10月1日：阅兵前，中证军工指数换手率开始逐步上升，市场活跃度有所提升，市场交易意愿增强。阅兵后，换手率在短期内维持在较高水平，之后逐渐回落，市场在阅兵后一段时间内仍保持较高的参与度。

总体而言，阅兵事件通常会在一定程度上提升军工板块的市场交易活跃度，但在不同年份，阅兵对换手率的影响程度和持续时间存在差异。比如，2015年和2019年阅兵对军工板块交易活跃度的提升作用相对较强且持续时间较长，而2017年和2018年阅兵的影响则相对不显著。**我们认为**，市场环境、军工行业自身发展阶段、阅兵规模等均为重要的影响因素。

图21：2015年初至今中证军工指数换手率及涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据统计至2025年8月5日收盘

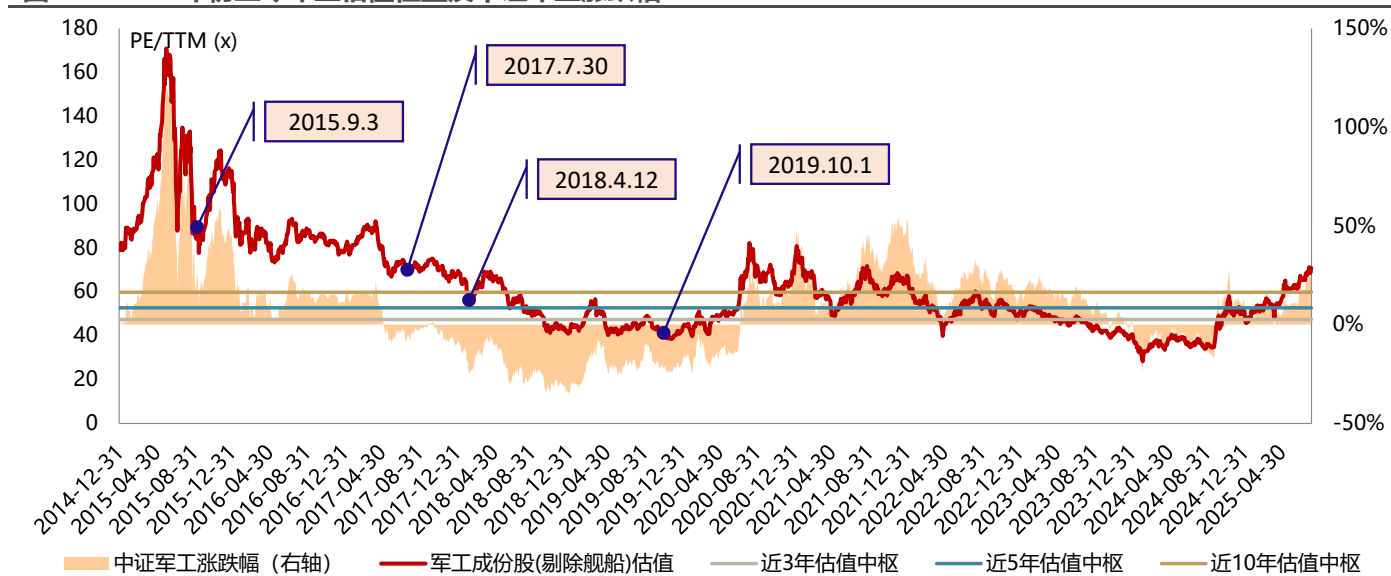
2.3 估值位置：2025 年初以来估值一路抬升

1) **2015~2016 年**：2015 年上半年，军工板块在全市场牛市、阅兵预期等催化下，估值达到历史峰值；2015 年下半年，市场大幅回调，高估值题材股首当其冲，军工板块因前期涨幅过大和市场流动性变化等原因，估值开始快速下杀。2) **2017~2019 年**：2015 年军改启动，“行业成长预期”与“企业实际盈利”出现错配，企业业绩无法支撑估值，中枢不断下移，估值回归理性。3) **2020~2022 年**：2020 年开始行业需求端快速增长，市场预期出现较大变化，导致股价快速上涨，估值也有大幅提升，板块“戴维斯双击”。21 年和 22 年业绩逐渐兑现，在一定程度上消化了 20 年快速抬升的估值。4) **2023~2024 年**：受需求下降和人事变动等多重原因，行业业绩下滑，估值中枢下移，板块“戴维斯双杀”。而从 2025 年开始，行业需求开始恢复，估值中枢也开始抬升。

总体而言，2015~2019 年五年间的四次阅兵，均在事件前后的阶段性时间内通过短期情绪提振和预期发酵对军工行情形成催化，推动板块出现脉冲式上涨，但由于缺乏持续的业绩支撑与长期逻辑强化，并未改变军工板块估值的整体下行趋势，也未对估值形成趋势性的抬升或逆转影响。

截至 2025 年 8 月 5 日收盘，军工板块 PE TTM 为 71x，高于近 3 年/5 年/10 年中枢。2025 年是“十四五”规划收官与“十五五”谋篇布局的关键交汇期，部分领域的需求已经开始恢复。同时，印巴冲突擦亮了我国军工名片，外贸逻辑进一步强化，叠加 9 月 3 日阅兵带来的催化，军工板块迎来多因素共振，估值一路抬升。

图22：2015 年初至今军工估值位置及中证军工涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院

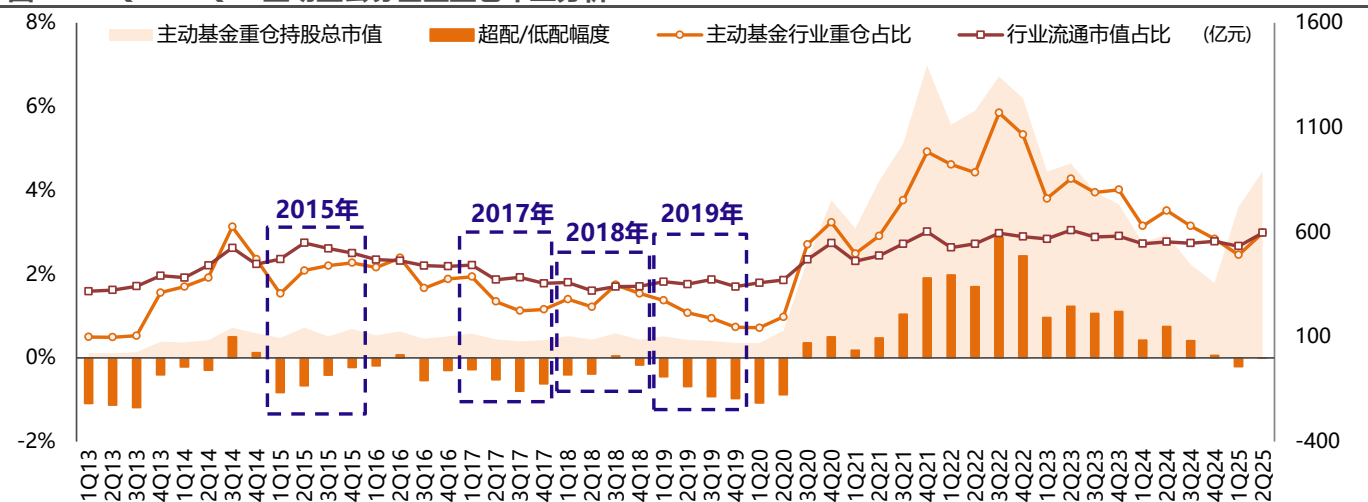
注：数据统计至 2025 年 8 月 5 日收盘

2.4 基金持仓：军工科技属性和战略地位逐渐突显

我们分析主动型公募基金对军工持仓的变化，1) 1Q13~2Q20，除了3Q14、4Q14、2Q16、3Q18，主动型公募基金基本对军工行业持续低配。2020年之前，军工企业普遍业绩较差，机构配置意愿较低。2) 3Q20，主动型公募基金对军工转为超配，3Q20~4Q24，连续18个季度超配军工，其中，超配幅度在3Q22创下历史新高，达到2.87ppt。

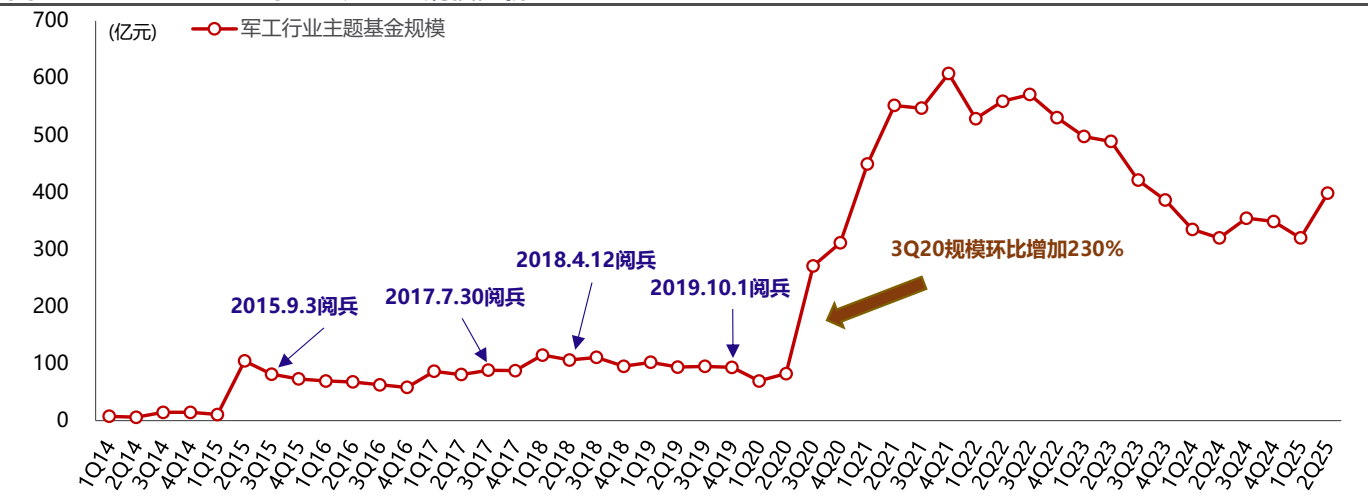
2020年开始，军工行业基本面出现重大变化，从过去的“事件驱动”的题材板块，向“基本面驱动”的成长性板块转变，其科技属性和战略地位在逐渐得到市场认可，资金偏好转向长期配置，军工主题基金规模也在3Q20环比大幅增加230%。其中，主动型公募基金2023年开始配置幅度降低，主要系行业需求下滑等因素所致。2Q25继续低配但幅度仅为-0.003ppt，环比增加0.20ppt，行业配置有望告别调整期转为向上。

图23：1Q13~2Q25 主动型公募基金重仓军工分析



资料来源：wind，民生证券研究院

图24：1Q14~2Q25 军工主题基金规模分析



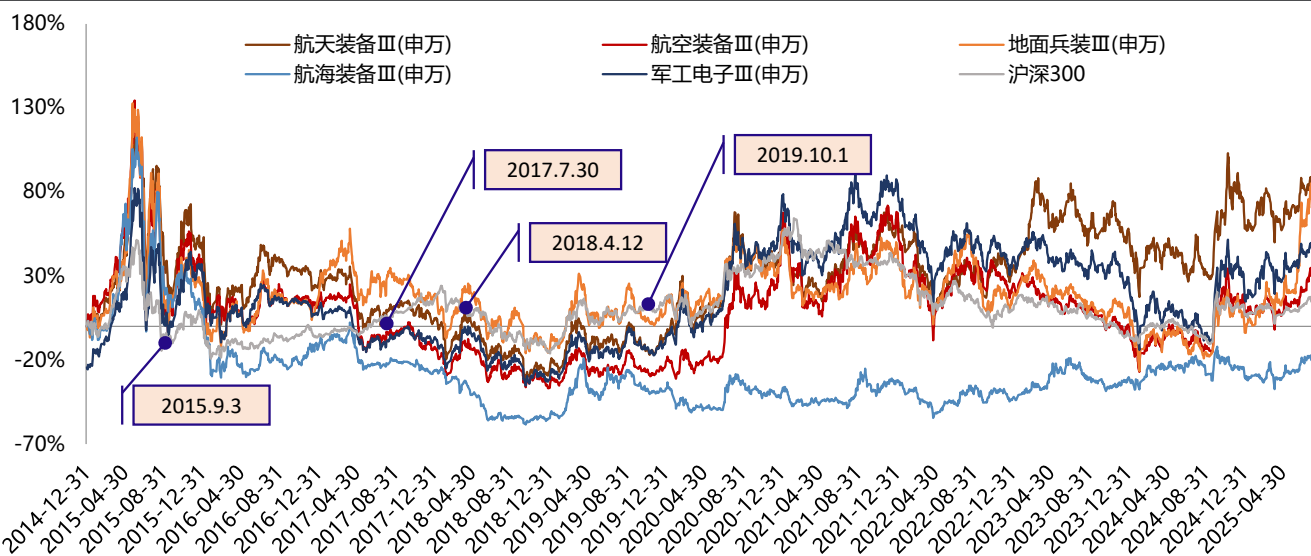
资料来源：wind，民生证券研究院

3 方向选择与投资机会

3.1 分板块回顾：地面兵装受阅兵催化明显

在前述章节，我们主要分析了阅兵行情下的指数表现；在本章节，我们将重点分析四次阅兵前后及其所在年份的军工细分板块表现，按照 SW 三级行业划分为航天装备、航空装备、地面兵装、航海装备、军工电子五大类。

图25：2015 年初至今 SW 航天装备、航空装备、地面兵装、航海装备、军工电子及沪深 300 涨跌幅

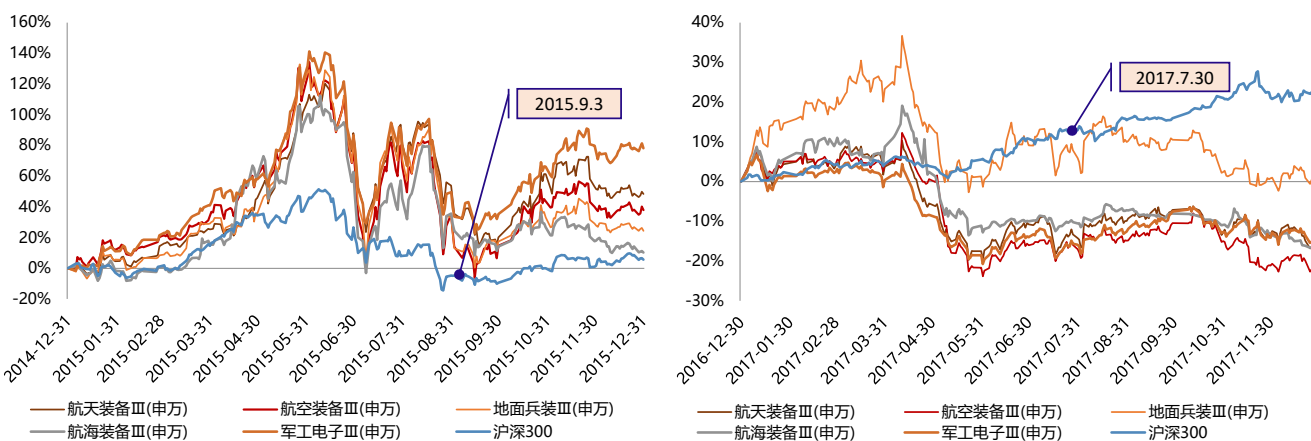


资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据统计至 2025 年 8 月 5 日收盘

2015 年，航天装备、航空装备、地面兵装、航海装备、军工电子总体趋势一致，阅兵前一周左右开始出现分化，军工电子走势较强。

2017 年，地面兵装板块有独立行情（但仍跑输沪深 300），原因可能是兵器工业集团等启动混合所有制改革，兵装 58 所是第一家进行改制的科研院所。

图26：2015 年军工分板块及沪深 300 涨跌幅（左图）；2017 年军工分板块及沪深 300 涨跌幅（右图）

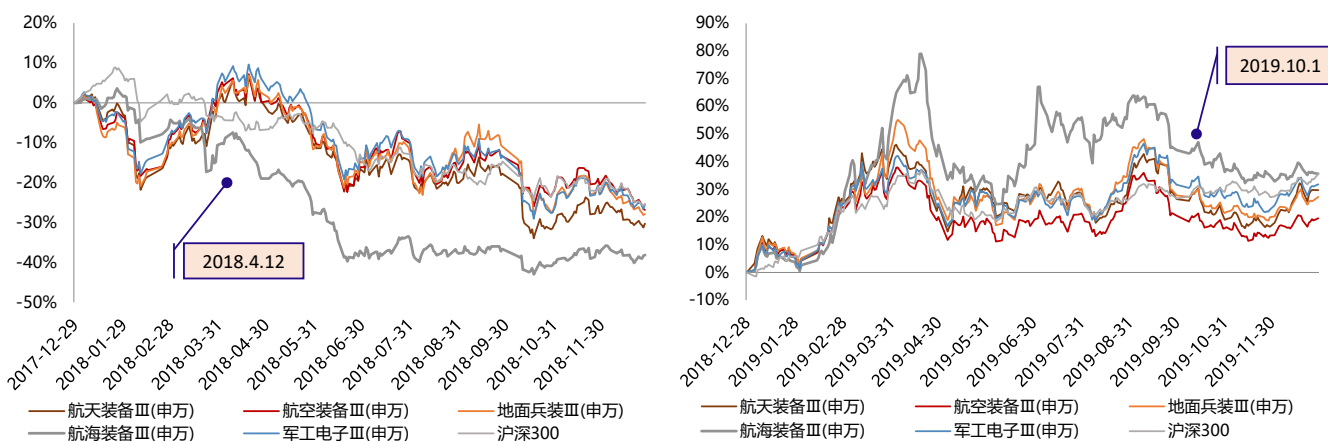


资料来源：wind，民生证券研究院

2018年，阅兵期间，航天装备、航空装备、地面兵装、军工电子总体趋势一致且跑赢沪深300指数，但是航海装备大幅跑输其他子板块。

2019年，阅兵前，各个细分方向均有超额收益，其中，航海装备、军工电子及地面兵装相对收益较高。阅兵后，各个细分方向均有回调。

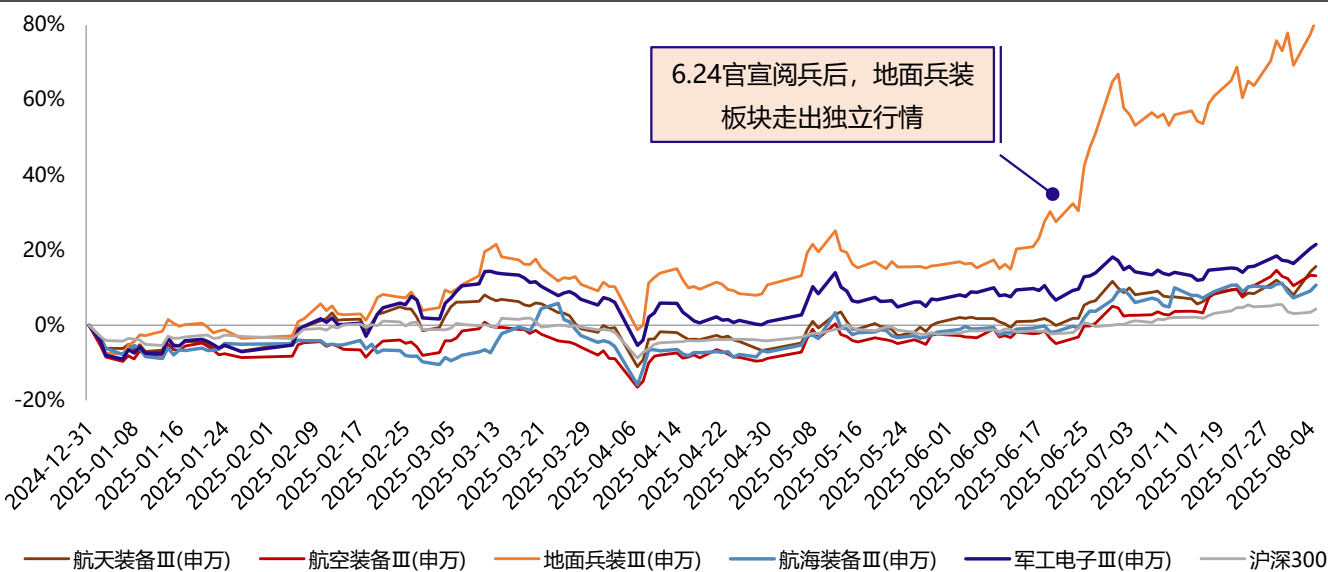
图27：2018年军工分板块及沪深300涨跌幅（左图）；2019年军工分板块及沪深300涨跌幅（右图）



资料来源：wind，民生证券研究院

2025年3月以来，地面兵装走势强于其他板块，自6月以来尤为显著。同时，今年航空装备板块走弱。2025年初截至8月5日收盘，地面兵装累计上涨81%，军贸、阅兵等为板块强势上涨核心催化剂。此外，年初至今，航天装备、航空装备、航海装备、军工电子则分别上涨16%、13%、11%、22%，均有不同幅度上涨。

图28：2025年初至今SW航天装备、航空装备、地面兵装、航海装备、军工电子及沪深300涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据统计至2025年8月5日收盘

截至8月5日收盘，个股涨幅居前的包括北方长龙(+295.85%)、长城军工(+263.18%)、内蒙一机(+154.04%)、天秦装备(111.75%)、光电股份(+97.97%)，均为地面兵装(SW III级)成分股。此外，军贸(航天南湖、晶品特装等)、海洋经济(中科海讯、海兰信等)、制导装备(菲利华、长盈通、智明达等)、核聚变(国光电气、应流股份、旭光电子等)表现较好。

图29：2025年初至今军工涨幅居前公司

排序	代码	简称	属性	收盘价/元	总市值/亿元	2025年初以来绝对涨跌幅/%	2025年初以来相对中证军工收益/ppt (排序)
1	301357.SZ	北方长龙	民营企业	131.58	125.26	295.85	280.29
2	688788.SH	科思科技	民营企业	78.20	122.83	266.64	251.08
3	601606.SH	长城军工	中央国有企业	42.71	309.32	263.18	247.62
4	688011.SH	新光光电	民营企业	46.50	46.50	203.52	187.97
5	600967.SH	内蒙一机	中央国有企业	21.51	366.06	154.04	138.49
6	300810.SZ	中科海讯	民营企业	45.53	53.75	136.87	121.31
7	688552.SH	航天南湖	中央国有企业	39.23	132.30	134.91	119.35
8	300065.SZ	海兰信	民营企业	18.07	130.19	120.37	104.81
9	688143.SH	长盈通	民营企业	47.55	58.19	116.21	100.65
10	300922.SZ	天秦装备	民营企业	30.14	47.80	111.75	96.19
11	688636.SH	智明达	民营企业	39.68	66.55	111.07	95.51
12	300395.SZ	菲利华	民营企业	77.95	407.11	107.86	92.31
13	300696.SZ	爱乐达	民营企业	32.17	94.31	107.15	91.59
14	600184.SH	光电股份	中央国有企业	20.43	119.05	97.97	82.41
15	300581.SZ	晨曦航空	民营企业	21.85	120.20	94.92	79.36
16	688776.SH	国光电气	民营企业	89.62	97.13	90.04	74.48
17	603308.SH	应流股份	民营企业	26.59	180.56	89.22	73.66
18	300414.SZ	中光防雷	民营企业	15.05	49.07	89.21	73.65
19	600353.SH	旭光电子	民营企业	13.46	111.71	87.50	71.94
20	688084.SH	晶品特装	民营企业	105.00	79.44	86.50	70.94

资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据统计至2025年8月5日收盘

3.2 投资建议

2025年6月24日，国务院新闻办公室新闻发布会表示，2025年9月3日上午，北京天安门广场将举行纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利80周年大会，包括举行盛大阅兵。参阅的所有装备均为国产现役主战装备。在展示新一代传统武器装备的基础上，也安排部分无人智能、水下作战、网电攻防、高超声速等新型作战力量参阅。

3.2.1 新一代传统装备

地面兵装：在历次局部战争中，坦克都是“攻城掠地”的开路先锋，获得“陆战之王”的美誉。现代坦克和装甲车通过体系化提升攻防战斗力，美军新一代M1E3主战坦克的最大特点是重量减轻，其战斗全重将从目前M1A2C主战坦克的73吨减少至60多吨，同时，还要具备更强的火力、防护、机动性和信息化作战能力。同时，世界各国都在积极利用AI技术、信息化技术等发展各种无人化作战平台，包括陆上无人作战平台，并将其作为挖掘地面新质战斗力的重要举措。

建议关注：内蒙一机、光电股份等。其中，内蒙一机是国家唯一的集主战坦克系列、中重型轮式装甲车系列、中口径火炮为一体的装备研制生产基地。光电股份产品中包含了以重型反坦克导弹武器系统和大型火控系统为代表的大型武器系统。

表1：地面兵装重点公司

证券代码	证券简称	股价(元)	EPS			PE		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
600967.SH	内蒙一机	21.51	0.29	0.46	0.56	73	47	39
600184.SH	光电股份*	20.43	-0.41	0.14	0.37	-	146	55

资料来源：Wind，民生证券研究院预测 注：标*为团队覆盖标的，采用民生盈利预测，其余公司均采用wind一致预期；数据统计至2025年8月5日收盘

制导装备：战略型制导装备具有较大威慑作用，**建议关注：**菲利华、盟升电子、新雷能等。低成本和集群型制导装备便于大量使用，技术重点在于经济和有效。

1) 远火：我们梳理2019~2024年美军弹药采购数量及金额：近三年陆基导弹成长最快，主要系2022年开始加大陆军远程精准打击导弹和爱国者防空导弹的采购所致。**建议关注：**北方导航、理工导航、中兵红箭、长盈通、国科军工、新雷能、智明达等。

2) 巡飞弹：先进导弹技术与无人机技术的有机结合。本身具备低成本、高性能、高灵活性和强战场适应性等特点，随着“蜂群”技术走向成熟，巡飞弹将在未来衍生出大量需求，后续发展值得关注。**建议关注：**航天电子、晶品特装、北方导航等，并建议关注：国博电子、长城军工、国科军工、高德红外、广东宏大、洪都航空等。

图30：2019年阅兵的坦克方队（左图）；自行火炮方队（中图）；叶刀-3巡飞弹（右图）



资料来源：人民网，中国指挥与控制学会，民生证券研究院

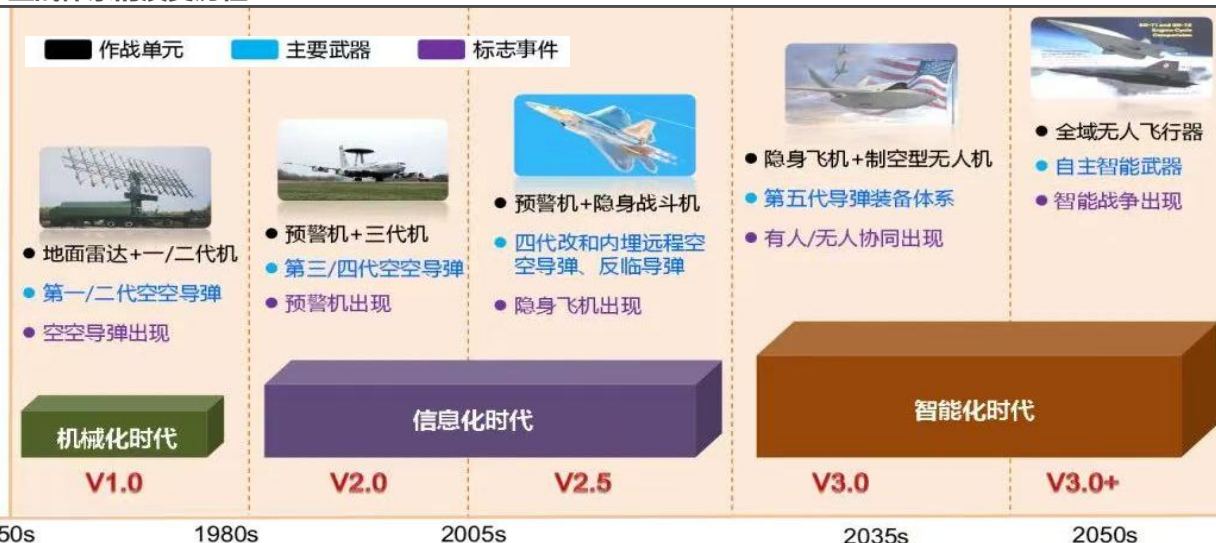
表2：制导装备重点公司

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS			PE		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
300395.SZ	菲利华*	77.95	0.60	1.10	1.62	130	71	48
688311.SH	盟升电子*	40.45	-1.61	0.60	1.04	-	67	39
300593.SZ	新雷能*	17.00	-0.92	0.19	0.57	-	89	30
600435.SH	北方导航*	17.03	0.04	0.17	0.25	434	100	68
688143.SH	长盈通*	47.55	0.15	0.62	1.03	324	77	46
688543.SH	国科军工*	54.85	1.13	1.55	1.98	48	35	28
688636.SH	智明达*	39.68	0.17	0.71	1.07	230	56	37
600879.SH	航天电子*	11.06	0.17	0.18	0.20	67	61	55
688375.SH	国博电子*	63.88	0.81	1.03	1.37	79	62	47
688282.SH	理工导航	52.56	-0.05	0.59	1.39	-	89	38
688084.SH	晶品特装	105.00	-0.76	0.49	0.86	-	214	122
000519.SZ	中兵红箭	21.86	-0.24	0.23	0.39	-	93	56
601606.SH	长城军工	42.71	-0.50	-	-	-	-	-
002414.SZ	高德红外	11.81	-0.10	0.16	0.20	-	75	59
002683.SZ	广东宏大	36.55	1.18	1.51	1.78	31	24	21
600316.SH	洪都航空	44.58	0.05	0.23	0.35	815	197	127

资料来源：Wind，民生证券研究院预测 注：标*为团队覆盖标的，采用民生盈利预测，其余公司均采用wind一致预期；数据统计至2025年8月5日收盘

航空装备：“十四五”和“十五五”是我国航空装备加速升级换代的重要阶段，目前我国已同时装备两型新一代隐身战斗机，新装备所提出的高性能要求一方面是对产业链技术水平和生产制造能力的考验，另一方面也或将成为产业链转型升级的有效推动力。**建议关注：1) 航空：**中航沈飞、中航成飞、中航西飞、洪都航空、中直股份、中航机载、中航高科、华秦科技等；**2) 雷达：**航天南湖、国睿科技、四创电子、国博电子、睿创微纳等；**3) 发动机：**航发动力、航发控制、航宇科技、派克新材、中航重机、西部超导、图南股份、航亚科技、万泽股份等。

图31：空战体系的演变历程



资料来源：《航空学报》，民生证券研究院

表3：航空装备重点公司

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
600760.SH	中航沈飞*	62.84	1.23	1.39	1.68	51	45	37
000768.SZ	中航西飞*	28.89	0.37	0.41	0.47	79	70	61
600038.SH	中直股份*	40.27	0.68	0.83	0.98	59	49	41
600372.SH	中航机载*	12.50	0.22	0.23	0.27	58	54	46
600862.SH	中航高科*	26.61	0.83	0.93	1.10	32	29	24
600562.SH	国睿科技*	30.12	0.51	0.62	0.75	59	49	40
688552.SH	航天南湖*	39.23	-0.23	0.31	0.57	-	127	69
688375.SH	国博电子*	63.88	0.81	1.03	1.37	79	62	47
688002.SH	睿创微纳*	65.51	1.25	1.61	1.97	52	41	33
000738.SZ	航发控制*	21.33	0.57	0.57	0.64	37	37	33
600893.SH	航发动力*	41.25	0.32	0.22	0.40	128	188	103
605123.SH	派克新材*	75.37	2.18	2.65	3.22	35	28	23
688122.SH	西部超导	55.27	1.23	1.54	1.86	45	36	30
300855.SZ	图南股份*	26.98	0.68	0.76	0.89	40	36	30
688510.SH	航亚科技	26.98	0.49	0.66	0.88	55	41	31
000534.SZ	万泽股份	16.80	0.38	-	-	44	-	-
688239.SH	航宇科技	38.47	1.28	1.32	1.68	30	29	23
600765.SH	中航重机	17.37	0.43	0.74	0.89	40	23	20
688281.SH	华秦科技	73.62	2.13	1.73	2.14	35	43	34
302132.SZ	中航成飞	84.78	0.19	1.33	1.58	446	64	54
600316.SH	洪都航空	44.58	0.05	0.23	0.35	815	197	127
600990.SH	四创电子	27.79	-0.90	-0.34	0.29	-	-	97

资料来源：Wind，民生证券研究院预测 注：标*为团队覆盖标的，采用民生盈利预测，其余公司均采用wind一致预期；数据统计至2025年8月5日收盘

3.2.2 新型作战力量

2025 年阅兵将在展示新一代传统武器装备的基础上，安排部分无人智能、水下作战、网电攻防、高超声速等新型作战力量参阅。展开来看：

“无人智能”实现海-陆-空特种机器人协同发展。智能化无人装备覆盖海陆空天等全空间，以及侦察、分析、指挥、控制、打击等多个应用领域，也可认为是特种机器人的不同形态，主要包括：空中机器人（如无人机）、地面机器人（如无人车、无人装甲、足式机器人等）、水下机器人等几大类。无人化装备凭借其灵活度高、低成本等诸多优点，可对现有装备体系进行赋能，从而或有望实现“1+1>2”的综合效果。**建议关注：**航天电子、晶品特装、纵横股份、内蒙一机、光电股份、成都华微、国力股份、建设工业、联创光电、新光光电、锐科激光、新劲刚等。

表4：无人智能重点公司

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS			PE		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
600879.SH	航天电子*	11.06	0.17	0.18	0.20	67	61	55
600184.SH	光电股份*	20.43	-0.41	0.14	0.37	-	146	55
688070.SH	纵横股份	57.89	-0.41	0.14	0.49	-	419	118
600967.SH	内蒙一机	21.51	0.29	0.46	0.56	73	47	39
688084.SH	晶品特装	105.00	-0.76	0.49	0.86	-	214	122
688709.SH	成都华微	33.00	0.19	0.49	0.71	172	67	46
688103.SH	国力股份	59.99	0.32	1.26	2.19	189	47	27
002265.SZ	建设工业	41.89	0.25	0.26	0.26	166	162	161
600363.SH	联创光电	55.62	0.53	1.35	1.66	105	41	34
688011.SH	新光光电	46.50	-0.68	0.13	0.46	-	358	101
300747.SZ	锐科激光	30.05	0.24	0.39	0.54	126	76	56
300629.SZ	新劲刚	23.18	0.48	-	-	48	-	-

资料来源：Wind，民生证券研究院预测 注：标*为团队覆盖标的，采用民生盈利预测，其余公司均采用 wind 一致预期；数据统计至 2025 年 8 月 5 日收盘

“水下作战”向体系之间的对抗转变。作为现代综合海战的范例，水下攻防对抗体系是指跨域作战单元按照统一部署，综合运用探测、指控、打击、保障等作战要素，形成执行水下攻防作战任务的有机整体。既是动态、开放的复杂网络系统，又是水下战场探测感知、信息传递、指挥控制、决策交战、综合评估等全过程相关的作战资源的有序集合。可以预见，未来海上作战已不再是武器对武器、平台对平台的对抗，而是转变为体系之间的对抗。未来将综合运用跨域、立体、多节点的资源，构建攻防兼备、协同一体的水下攻防力量体系，呈现“信息主导，体系对抗，资源共享”的新格局。**建议关注：**长盈通、中国海防、中科海讯、西部材料、西部超导、宝钛股份、金天钛业、派克新材、航宇科技等。

表5：水下作战重点公司

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
688143.SH	长盈通*	47.55	0.15	0.62	1.03	324	77	46
688122.SH	西部超导	55.27	1.23	1.54	1.86	45	36	30
605123.SH	派克新材*	75.37	2.18	2.65	3.22	35	28	23
688239.SH	航宇科技	38.47	1.28	1.32	1.68	30	29	23
600764.SH	中国海防	35.99	0.32	0.47	0.62	112	77	58
300810.SZ	中科海讯	45.53	-0.22	0.51	0.80	-	90	57
002149.SZ	西部材料	22.42	0.32	0.52	0.67	69	43	33
600456.SH	宝钛股份	31.50	1.21	1.26	1.44	26	25	22
688750.SH	金天钛业	21.99	0.33	0.38	0.49	67	58	45

资料来源：Wind，民生证券研究院预测 注：标*为团队覆盖标的，采用民生盈利预测，其余公司均采用wind一致预期；数据统计至2025年8月5日收盘

“网电攻防”亦为核心战斗力。现代战场上，网电战斗力已成为各作战领域能力迭代升级的赋能器，是联合作战中交战双方竭力争夺的焦点，深刻影响战争进程和结局。随着科技发展，以人工智能为代表的前沿性、颠覆性技术群，正推进智能化系统和无人平台赋能网电作战领域，驱动战斗力要素革命性突破、创新性配置、创造性运用，迫切要求加强网电新质战斗力研究，从而有效把握网电新质战斗力生成特点和规律。**建议关注：**盟升电子、北方导航、新劲刚、航天南湖、七一二等。

表6：网电攻防重点公司

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
688311.SH	盟升电子*	40.45	-1.61	0.60	1.04	-	67	39
600435.SH	北方导航*	17.03	0.04	0.17	0.25	434	100	68
688552.SH	航天南湖*	39.23	-0.23	0.31	0.57	-	127	69
300629.SZ	新劲刚	23.18	0.48	-	-	48	-	-
603712.SH	七一二	22.87	-0.32	0.29	0.40	-	78	58

资料来源：Wind，民生证券研究院预测 注：标*为团队覆盖标的，采用民生盈利预测，其余公司均采用wind一致预期；数据统计至2025年8月5日收盘

以高超声速飞行器为代表的新型作战力量迅速崛起。高超声速飞行器特点是速度快、射程远、飞行轨迹多变，突防成功率高。当前，围绕高超声速飞行器同类装备间的角逐、反制手段的升级，也促使高超声速装备加速“进化”，包括推进动力不断增强、智能与自主程度提升、新材料与热防护技术更先进、制造和使用成本持续优化等。**建议关注：**菲利华、盟升电子、新雷能、中兵红箭、北方导航等。

表7：高超音速重点公司

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
300395.SZ	菲利华*	77.95	0.60	1.10	1.62	130	71	48
688311.SH	盟升电子*	40.45	-1.61	0.60	1.04	-	67	39
300593.SZ	新雷能*	17.00	-0.92	0.19	0.57	-	89	30
600435.SH	北方导航*	17.03	0.04	0.17	0.25	434	100	68
000519.SZ	中兵红箭	21.86	-0.24	0.23	0.39	-	93	56

资料来源：Wind，民生证券研究院预测 注：标*为团队覆盖标的，采用民生盈利预测，其余公司均采用wind一致预期；数据统计至2025年8月5日收盘

4 风险提示

1) 需求恢复不及预期。目前国防军工行业下游需求恢复尚存在不确定性，同时，行业产业链上中下游环节产能扩张不顺、技术开发进度不及预期等原因均有可能导致产品的生产与交付受阻，进而影响公司的收入确认。

2) 行业政策发生变化。国防军工行业的发展很大程度上取决于国家的国防政策，如果政策出现调整，将对行业及公司造成直接影响。

3) 历史规律可能失效。我们根据历史上发生的同类型事件，进行了阅兵期间板块的涨跌情况分析，得到了一些规律总结。但由于每次事件发生的市场环境等不同，规律可能失效。

插图目录

图 1: 十八大以来四次阅兵梳理.....	3
图 2: 2015 年阅兵: 国产 99A 式主战坦克 (左图); 红箭-10 反坦克导弹 (右图)	3
图 3: 2017 年阅兵: 鹰击-83K 空舰导弹首次亮相 (左图); 国产运输机编队首次集体亮相 (右图)	4
图 4: 2018 年阅兵: 驱逐舰 (左图); 054A 型护卫舰 (右图)	4
图 5: 2019 年阅兵: 攻击-11 无人机首次亮相 (左图); 东风-41 洲际战略核导弹 (右图)	4
图 6: 2015 年阅兵重点展示及 2025 年核心内容.....	5
图 7: 2015 年初至今中证军工、上证指数、沪深 300、创业板指涨跌幅.....	6
图 8: 2015 年中证军工及沪深 300 涨跌幅.....	6
图 9: 2015 年中证军工相对沪深 300 收益.....	6
图 10: 2015 年阅兵 (9 月 3 日) 前后, 中证军工、沪深 300 月度涨跌幅及中证军工相对沪深 300 收益	7
图 11: 2017 年中证军工及沪深 300 涨跌幅	7
图 12: 2017 年中证军工相对沪深 300 收益	7
图 13: 2017 年阅兵 (7 月 30 日) 前后, 中证军工、沪深 300 月度涨跌幅及中证军工相对沪深 300 收益.....	7
图 14: 2018 年中证军工及沪深 300 涨跌幅	8
图 15: 2018 年中证军工相对沪深 300 收益	8
图 16: 2018 年阅兵 (4 月 12 日) 前后, 中证军工、沪深 300 月度涨跌幅及中证军工相对沪深 300 收益.....	8
图 17: 2019 年中证军工及沪深 300 涨跌幅	8
图 18: 2019 年中证军工相对沪深 300 收益	8
图 19: 2019 年阅兵 (10 月 1 日) 前后, 中证军工、沪深 300 月度涨跌幅及中证军工相对沪深 300 收益.....	9
图 20: 2015~2019 年 SW 一级军工行业月度涨跌幅排名.....	9
图 21: 2015 年初至今中证军工指数换手率及涨跌幅.....	10
图 22: 2015 年初至今军工估值位置及中证军工涨跌幅.....	11
图 23: 1Q13~2Q25 主动型公募基金重仓军工分析.....	12
图 24: 1Q14~2Q25 军工主题基金规模分析	12
图 25: 2015 年初至今 SW 航天装备、航空装备、地面兵装、航海装备、军工电子及沪深 300 涨跌幅.....	13
图 26: 2015 年军工分板块及沪深 300 涨跌幅 (左图); 2017 年军工分板块及沪深 300 涨跌幅 (右图)	13
图 27: 2018 年军工分板块及沪深 300 涨跌幅 (左图); 2019 年军工分板块及沪深 300 涨跌幅 (右图)	14
图 28: 2025 年初至今 SW 航天装备、航空装备、地面兵装、航海装备、军工电子及沪深 300 涨跌幅.....	14
图 29: 2025 年初至今军工涨幅居前公司.....	15
图 30: 2019 年阅兵的坦克方队 (左图); 自行火炮方队 (中图); 叶刀-3 巡飞弹 (右图)	17
图 31: 空战体系的演变历程.....	18

表格目录

表 1: 地面兵装重点公司.....	16
表 2: 制导装备重点公司.....	17
表 3: 航空装备重点公司.....	18
表 4: 无人智能重点公司.....	19
表 5: 水下作战重点公司.....	20
表 6: 网电攻防重点公司.....	20
表 7: 高超音速重点公司.....	20

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048