

国防军工

军工行业周报：行情的基础靠什么夯实

报告摘要

全年观点请关注 2025 年军工投资策略《今朝更好看》。

一、近期行业分析

本周，国防军工（申万）指数涨跌幅（+1.84%），行业排名 14/31，经历上周大幅回调后，本周国防军工跟随大盘有所修复，总体上处于震荡磨底过程中，从板块内部看，商业航天受近期密集发射事件驱动，表现相对较好。本周军工板块（申万）成交额为 2886.01 亿元（-32.99%）；占中证全指成交额比例为 2.54%，同比下降 0.84pcts，板块交易量缩量。军工类 ETF 基金份额环比上周下降 1.73%，小幅下滑。

随着热点事件和主题催化落地，叠加中报业绩披露完毕，我们认为，行情或将在短期内进入稳定阶段。我们判断，市场系统性风险较小，军工行业或将呈现内部结构性轮动，伴随着军工基本面有望迎来持续回暖，主题活跃+业绩提振，将构成未来较长一段时间的“二重奏”，共同推动军工整体行情维持高度活跃。

从基本面而言，一方面，部分领域半年报业绩、二季度环比业绩有所改善，部分相关重大订单披露，一定程度上释放出基本面修复信号。随着“十四五”收官，“十五五”开启，市场对新订单预期逐步增强，预期的逐步落地也将进一步对预期进行强化，这也将成为军工行情持续夯实基础。

同时，从板块内部来看，今年以来，“低空经济、商业航天、深海科技、大飞机、军贸”等大军工板块轮动特征清晰且有序，在进一步丰富军工行业投资主线的同时展现出较强的板块韧性与活力，一定程度上避免了单一领域过热带来的波动风险。

抛开短期市场情绪扰动，军工行业的长期逻辑依旧坚实且清晰。我们认为，行业的核心驱动力源于“把人民军队建成世界一流军队”这一战略定性，这构成 2027、2035、2050 年三阶段目标的底层逻辑。

投资评级

增持

维持评级

行业走势图



作者

张超 分析师
SAC 执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

方晓明 分析师
SAC 执业证书: S0640522120001
联系电话: 010-59562523
邮箱: fangxm@avicsec.com

李博伦 分析师
SAC 执业证书: S0640525040001
联系电话:
邮箱: libl@avicsec.com

宋翰生 研究助理
SAC 执业证书: S0640124040001
联系电话: 18301145367
邮箱: songhs@avicsec.com

相关研究报告

军事智能化: 新质战斗力核心, 掌握制智权关键
—2025-09-12

【中航证券研究】增材制造深度报告: 由“可选”到“必选”, 由“配角”到“主角” —2025-09-11

军工行业周报: “九三”阅兵后看军工 —2025-09-08

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

我们继续强调“大军工”及新质新域领域为传统军工行业带来的市场增量及估值空间的提升。尤其是“大军工”方面，随着政策、技术、资本等众多方面的支持，低空经济、商业航天等领域在“十五五”期间内，将开始进行从“1”到“100”的快速发展。

我们判断，军工板块当前正处于一个向上空间广阔、向下有底的状态，短期急涨的子领域和个股或有波动风险，但结构性深度调整的可能性相对较低。

对于下半年军工行业研判，我们认为：

① 军工上市公司半年报业绩已发布完毕，基本面释放修复信号，我们预计下半年整体将好于上半年；

② 军工行业的上行态势，相比其余行业的下行压力，比较优势将更加凸显；

③ 低空经济、商业航天、深海科技、大飞机、军事智能化等主题有望持续活跃，并在风险偏好提升的市场风格下，有望表现较好。我们认为，这些大军工新域新质主题仍将会不断深化、反复演绎；同时，伴随着军工基本面有望迎来持续回暖，主题活跃+业绩提振，将构成未来较长一段时间的二重奏，共同推动军工整体行情的再次到来。

整体节奏上，我们认为，“进二退一”或成为中长期常态，内部也将呈现出轮动与分化，短期急涨的子领域和个股或有波动风险，军工行业融资余额处于历史高位，也是造成波动的潜在因素。军工行业重回市场主舞台后，增量资金配置或将倾向于白马。

我们对军工行情的中长期节奏判断如下：

① 填洼地：前期超跌、悲观预期充分体现的领域，如军工电子、军工材料；

② 塑权重：沪深 300 和 A500 等指数中的军工权重股；

③ “双击”：待到“十四五”末订单和业绩的逐步兑现，以及“十五五”计划的逐步明朗，将带来业绩和估值的“双击”；

④ 行业特殊性溢价：并购重组、市值管理预期、地缘政治刺激、新质生产力和新质战斗力等带来的行业溢价。

二、2025 年半年报业绩回顾

2025 年上半年军工上市公司（中航证券军工股票池）共计 243

家，实现营业收入（4405.48 亿元，+8.43%），归母净利润（214.16 亿元，+5.11%）。

2025 年上半年，航空航天相关业务来看，尽管从营收占比较大的主机厂来看，收入利润仍承受了一定的压力，显示出交付结构和下游订单确认的节奏仍处于调整之中，但从上游来看，部分环节业绩已得到一定程度的修复；同时，此前我们强调的大军工逻辑逐渐落地，商业航天、军事智能化等需求为中上游板块带来了一定的新增量，推动了其业绩的触底反弹和修复。

船舶板块则表现较好，处于景气上行周期，在民船领域需求及价格均出现提升，业绩连续实现高增长。

展望 2025 年全年，我们认为下半年业绩有望优于上半年，主要理由为：

一是 2025 年为“十四五”收官，“十五五”谋篇布局之年，订单需求节奏有望改善，近期部分企业披露了大额订单落地，释放了一些需求修复迹象。同时，我们认为，规划初步明确后中上游有望提前得到部分订单需求。

二是去年下半年，行业整体受降价、订单波动等因素受到一定冲击。今年整体而言，各方面压力因素逐步释放。同时，从上半年来看，行业寻找新增量初具成效，商业航天、低空经济、军事智能化、军贸等大军工、新需求赛道贡献收入增多，增量化需求打开行业天花板。

三、投资趋势和方向

1、军工行业依然处于景气大周期；

2、随着“十四五”进入攻坚阶段，“十五五”计划逐步明朗，行业将进入“V”字反转；

2、关注无人装备、军事智能化、卫星互联网、电子对抗等新质新域的投资机会；

4、关注低空经济、民机、商业航天、深海、军贸、信息安全等军民结合领域的“大军工”投资机会；

5、关注军工行业并购潮下和市值管理要求下的投资机会。

五、建议关注：

军机等航空装备产业链：

战斗机、运输机、直升机、无人机、发动机产业链相关标的，航发动力（发动机）、应流股份（叶片）、航天电子、航天彩虹（无人机）等。

低空经济：

莱斯信息（空管系统）、四川九洲（空管系统）、中信海直（低空运营）。

航天防务（导弹及智能弹药）产业链：

航天电器（连接器）、航天南湖（防空预警雷达）、天奥电子（时频器件）、中兵红箭（特种装备）、北方导航（导航控制和弹药信息化）、国科军工（导弹固体发动机动力与控制产品）、成都华微、振华风光（模拟芯片）、国博电子（星载 TR）、智明达（嵌入式系统）。

商业航天（卫星制造及卫星应用）产业链：

航天智装（星载 IC）、中国卫通（高轨卫星互联网）、航天环宇（地面基础设施）、海格通信（北斗芯片及应用）、中科星图（卫星遥感应用）。

船舶（深海）产业链：

中国船舶、中国海防（水声水下防务）。

军事智能化：

能科科技。

军工材料：

铂力特、超卓航科（增材制造）；光威复材、中复神鹰（碳纤维复合材料）；航材股份、钢研高纳、图南股份（高温合金）；华秦科技、佳驰科技（隐身材料）；菲利华（石英纤维）。

正文目录

近一周行情	7
重要事件及公告	7
一、“大军工”出海	9
(一) 民机：面向国内国际市场，加快产业化	9
(二) 低空经济：立足国内，寻求出海新增量	10
(三) 新战争格局下的新军贸	12
1、全球军贸发展趋势：整体有望迎来快速修复	12
2、中国军贸发展趋势：由恢复式增长向供需共振驱动增长转变	13
二、军工上市公司 2025 年半年报回顾	14
(一) 航空主机厂：产品结构及交付节奏影响，业绩短期承压	15
(二) 机载板块：仍受行业周期调整影响，环比有所改善	16
(三) 航空零部件：降价压力释放，业绩有望触底回升	16
(四) 航天板块：商业航天贡献营收增量	17
(五) 船舶板块：行业景气度较好，营收利润快速提升	17
(六) 地面装备：需求释放，业绩有所修复	18
(七) 军工材料：受下游需求影响，业绩分化明显	18
(八) 军工电子：军事智能化增量需求	19
三、本周市场数据	19
(一) 估值分位	19
(二) 军工板块成交额及 ETF 份额变化	20
(三) 融资余额变化	21
四、军工三大赛道投资全景图	21

五、 建议关注的细分领域及个股	27
-----------------------	----

六、 风险提示	29
---------------	----

图表目录

图 1 “大军工”领域部分近期国际订单	9
图 2 2023-2024 年全球军贸指标出现调整(单位:亿 TIV)	12
图 3 我国军贸在“十四五末期或由恢复式增长转为供需共振驱动增长	14
图 4 军工上市企业营收及增速 (单位: 亿元, %)	14
图 5 军工上市企业归母净利及增速 (单位: 亿元, %)	14
图 6 2025 年以来军工上市公司披露的重大合同或项目中标情况	15
图 7 航空主机厂近三年营收及增速 (单位: 亿元, %)	16
图 8 航空主机厂近三年归母净利及增速 (单位: 亿元, %)	16
图 9 机载板块近三年营收及增速 (单位: 亿元, %)	16
图 10 机载板块近三年归母净利及增速 (单位: 亿元, %)	16
图 11 航空零部件板块近三年营收及增速 (单位: 亿元, %)	17
图 12 航空零部件板块近三年归母净利及增速 (单位: 亿元, %)	17
图 13 航天板块近三年营收及增速 (单位: 亿元, %)	17
图 14 航天板块近三年归母净利及增速 (单位: 亿元, %)	17
图 15 船舶板块近三年营收及增速 (单位: 亿元, %)	18
图 16 船舶板块近三年归母净利及增速 (单位: 亿元, %)	18
图 17 地面装备板块近三年营收及增速 (单位: 亿元, %)	18
图 18 地面装备板块近三年归母净利及增速 (单位: 亿元, %)	18
图 19 军工材料近三年营收及增速 (单位: 亿元, %)	19
图 20 军工材料近三年归母净利及增速 (单位: 亿元, %)	19
图 21 军工电子近三年营收及增速 (单位: 亿元, %)	19
图 22 军工电子近三年归母净利及增速 (单位: 亿元, %)	19
图 23 军工板块成交量变化	20
图 24 近期军工类 ETF 基金 (含通航、航空航天、卫星等大军工赛道) 份额变化 (单位: 亿份)	20
图 25 两市融资余额与军工行业融资余额走势情况	21
图 26 军工主赛道投资全景图	23
图 27 大军工赛道投资全景图 (一)	24
图 28 大军工赛道投资全景图 (二)	25
图 29 新域新质赛道投资全景图	26
图 30 三大赛道各细分领域投资特点对比	27

近一周行情

本周，国防军工（申万）指数（+1.84%），行业（申万）排名（14/31）；

上证综指（+1.52%），深证成指（+2.65%），创业板指（+2.10%）；

涨幅前五：金信诺(+30.82%)、新光光电(+26.05%)、兴森科技(+18.20%)、国光电气(+17.57%)、中国卫星(+15.95%)；

涨幅后五：通合科技(-7.76%)、长城军工(-6.72%)、成都华微(-6.20%)、通达股份(-5.24%)、民士达(-4.97%)。

重要事件及公告

9月8日，柬埔寨国家航空有限公司与中国商飞在郑州签署合作谅解备忘录，拟采购20架C909飞机，其中10架为确认订单，10架为意向订单。

9月8日，曹操出行发布“天地空一体化”共享出行蓝图，并宣布与国内低空出行科技企业沃飞长空达成战略合作。

9月8日，应流股份公告，公司于近日收到证监会批复，同意公司向不特定对象发行可转换公司债券的注册申请。

9月9日，国防部长董军应约同美国国防部长赫格塞思视频通话。

9月9日，中国商飞首架C909医疗机当天在郑州交付中国飞龙通航，将投入紧急救援、远程医疗和重症转运等任务，这标志着中国国产商用飞机系列化发展实现新拓展。

9月9日，中国民航局正式受理了华羽先翔自主研发的鸿鹄eVTOL整机及核心子系统型号合格证(TC)申请。据华羽先翔介绍，公司成为国内首家自研飞控系统与电动力螺旋桨系统随整机进入适航审定程序的eVTOL主机厂。

9月9日，捷龙三号运载火箭在山东日照附近海域点火升空，采用一箭11星海上发射方式，将吉利星座05组11颗卫星送入预定轨道，发射任务取得圆满成功。这是捷龙三号火箭为满足吉利星座快速组网需求执行的第2次发射任务，是捷龙三号运载火箭的第7次发射。

9月9日，我国在文昌航天发射场使用长征七号改运载火箭，成功将遥感四十五号卫星发射升空，卫星顺利进入预定轨道，发射任务获得圆满成功。此次任务是长征系列运载火箭的第594次飞行。

9月9日，成都华微公告，公司近日与某客户签订采购高速高精度A/D转换器等各型号产品的采购框架协议，合同总金额为人民币1.05亿元（含税）。

9月10日，国产民机C909首条地区航线9月10日正式开通。

当地时间 9 月 10 日，小鹏汇天“陆地航母”飞行器（X3-F）在阿联酋获颁特许飞行证，正式开启该企业在阿联酋多地的有人驾驶飞行测试。

据香港《南华早报》网站 9 月 11 日报道，亚洲航空公司母公司资本 A 集团首席执行官托尼·费尔南德斯 10 日在香港举行的“一带一路”高峰论坛上表示，公司正在积极讨论采购 C919 事宜。

9 月 11 日，纳斯达克上市公司 Robo.ai Inc.与亿维特航空正式宣布在阿联酋共同设立合资公司"RoVTOL"，聚焦电动垂直起降飞行器(eVTOL)的全球布局。

9 月 12 日，十四届全国人大常委会第十七次会议表决通过了原子能法，自 2026 年 1 月 15 日起施行。

9 月 12 日，据海军新闻发言人冷国伟海军大校介绍，日前，我国第 3 艘航空母舰福建舰通过台湾海峡，赴南海相关海域开展科研试验和训练任务。

9 月 12 日，我国在文昌航天发射场成功组织实施长征十号系列运载火箭第二次系留点火试验，按计划完成了全部预定系留点火试验。

9 月 13 日，航天电子公告，公司控股股东航天时代正在围绕公司筹划一系列资产置换事项，交易资产账面价值大约为 8 亿元至 10 亿元。

一、“大军工”出海

所谓“大军工”，是指当前军工行业的范畴已大为拓展，特别是军技民用的广义概念下扩充的军工新赛道。国产大飞机开启商业化运营新阶段，低空经济发展步入发展“高速路”，卫星互联网星座建设提速，商业航天产业化进行加快等等均表表明了这些新领域或已具有一定规模或仍在快速发展阶段，是支撑军工行业持续高景气发展的第二曲线。

“大军工”相关领域的发展使得国际市场越来越受重视，“大军工”出海一方面是技术迭代与产业成熟，产品竞争力提升的必然趋势，另一方面也是国际新形势新变化催化的结果。近期，无论是民机、商业航天、低空经济、军贸等均取得较多进展，我们预计，“大军工”在未来一段时间有望迎来内需外贸共振的较好局面。

图1 “大军工”领域部分近期国际订单

领域	时间	近期事件
民机	9月8日	柬埔寨国家航空有限公司与中国商飞在郑州签署合作谅解备忘录，拟采购20架C909飞机，其中10架为确认订单，10架为意向订单
商业航天	9月4日	在北京举行的第二届中国-巴基斯坦 B2B 投资峰会上，航天宏图与巴基斯坦签订了总金额29亿元人民币的互联网卫星合作项目战略合作协议
低空经济	7月16日	时的科技与阿联酋企业 Autocraft 签署采购协议，其中 Autocraft 计划采购350架E20 eVTOL，订单金额10亿美元
	7月23日	沃兰特航空也与泰国泛太平洋有限责任公司（Pan Pacific）及中国航空技术国际工程有限公司签署三方合作协议。Pan Pacific 将向沃兰特采购500架VE25-100天行eVTOL飞行器，该订单总金额达17.5亿美元

资料来源：公开信息，中航证券研究所整理

（一）民机：面向国内国际市场，加快产业化

近期，C909支线客机、C919干线客机在运营和海外市场收获进展。C909支线客机方面，9月8日，柬埔寨国家航空有限公司与中国商飞在郑州签署合作谅解备忘录，拟采购20架C909飞机，其中10架为确认订单，10架为意向订单；次日，中国商飞首架C909医疗机在郑州交付中国飞龙通航，将投入紧急救援、远程医疗和重症转运等任务，这标志着中国国产商用飞机系列化发展实现新拓展；10日，C909首条地区航线正式开通，从南昌昌北国际机场飞抵澳门国际机场，国产大飞机的航线覆盖范围持续扩大。C919干线客机方面，据新加坡《南华早报》报道，马来西亚低成本航空公司亚洲航空对C919表现出浓厚兴趣，其母公司CEO在香港举行的“一带一路”高峰论坛上表示正在积极洽谈购买C919事宜。

可以看出，国产大飞机的商业运营规模持续扩大，海外空间逐渐打开。C909已占据

我国支线航空机队半壁江山,目前我国民航支线客机主要有 C909/E190/CRJ900 这三种机型,从机队规模上来看, C909 已成为支线主力军,占支线机队总量的 58.8%,接近六成,同时机队机龄也更加年轻化。市场方面,国产大飞机在东南亚打开了市场空间,目前,东南亚市场已成为国产支线客机最先实现出口的市场。

2025 年 3 月 30 日,中国商飞向老挝航空公司交付首架 C909 飞机,这是中国喷气式客机首次进入老挝市场。4 月 19 日,越南的越捷航空通过租赁的方式,首次在国内航线上运营中国制造的 C909 飞机。与以往我国向东南亚国家出口新舟 60 涡桨支线客机,以及 2020 年后向印尼翎亚航空(中资背景航司,母公司为中国光大集团旗下的中飞租赁)交付 C909 客机不同,老挝航空和越捷航空均为外资航空公司。C909 成功交付越南和老挝航司,是中国首次向外资航司交付国产涡扇客机,标志着中国商用飞机的国际化发展取得重大突破,是我国民机在海外扩张的重要里程碑,此次 C909 对柬埔寨的出口,或成为国产民机出口史上价值最高的一笔订单。

若未来 C919 成功出口至马来西亚、越南等东南亚国家,国产大飞机占全球民机市场的份额和话语权将显著提升。

(二) 低空经济：立足国内，寻求出海新增量

2024 年,低空经济的发展可谓如火如荼,中央政策与地方政策齐发力、法律法规不断完善、低空飞行器百花齐放、发改委低空司设立统筹产业发展。从资本市场层面,低空经济因其值得想象的大市场,得到资金青睐,成为 2024 年的新主题和大主题。从全世界范围看,低空经济因其对交通运输的变革带来的机遇,使各个国家均给予重点关注,海外企业融资、研发进度、适航、订单等关键节点取得进展。

虽然低空经济产业在前期取得了极快的进展,但从产业形态而言,低空经济仍旧是各类技术融合的新兴产业,其发展阶段仍处于早期的起步和培育阶段,低空产业发展规律、监管体系、发展节奏仍需客观理性的分析和有效引导。在理清发展和安全、政府和市场、当前和长远等方面关系的前提下,因地制宜、安全有序的实现产业高质量发展。

2025 年以来,经过前期的摸索和尝试,各类主体对低空经济产业认知得以加深,对产业发展的重点、堵点和各类主体定位进一步清晰,低空经济的发展与 2024 年如火如荼有所不同,产业链不同环节出现快与慢的分化和平衡。

产业发展的快体现为低空飞行器研制及适航取证、法律法规完善、低空出海、资本市场融资等进一步加快,产业链前端如法律法规完善、飞行器研制、商业模式探索等提速。仅 2025 年 7 月,民航局成立通用航空和低空经济工作领导小组统筹协调解决跨部门、跨央地问题等任务。低空企业出海成果不断,时的科技与阿联酋企业 Autocraft 签署采购协议,其中 Autocraft 计划采购 350 架 E20 eVTOL,订单金额 10 亿美元。沃兰特航空也与泰国泛太平洋有限责任公司(Pan Pacific)及中国航空技术国际工程有限公司签署三方合作协议。Pan Pacific 将向沃兰特采购 500 架 VE25-100 天行 eVTOL 飞行器,该订单总金额达 17.5 亿美金。从融资来看,7 月,低空经济领域迎来融资高峰——全月共发生 35 起融资事件,融资金额达 29.94 亿元,创下开年以来单月融资数量、金额双高峰。

产业发展的慢则体现为而处于产业链下游的应用场景推广、规模化提产能等,因产业

发展节奏需求及顶层规划指引下则节奏有所放缓，国家发改委给出“先载货、后载人”“先隔离、后融合”“先远郊、后城区”原则指引，同时要求和强调因地制宜、循序渐进发展原则。再次强调安全是低空经济产业发展的首要前提，包括安全的飞行器、安全的监管体系、安全的飞行场景、安全的飞行活动管理。

近期，低空经济产业主要事件及观点包括：

① 民航局成立通用航空和低空经济工作领导小组，推进产业发展“全国一盘棋”

2025年7月4日，为贯彻落实党中央、国务院决策部署，加强对通用航空、无人驾驶航空、低空经济等相关工作的组织领导和协调统筹，民航局优化调整了民航局通用航空工作领导小组、民用无人驾驶航空器管理领导小组和民航局促进低空经济发展工作领导小组，成立了通用航空和低空经济工作领导小组。领导小组由民航局党组书记、局长宋志勇任组长，副组长由民航局副局长担任成员涵盖综合司、成员组成涵盖了民航系统内与通用航空和低空经济相关的关键业务部门及单位。领导小组主要承担贯彻落实党中央、国务院决策部署，研究确定推进通用航空和低空经济发展重点工作安排，协调解决跨部门、跨央地问题等任务。

② “订单出海”，中国 eVTOL 企业的全球化突破

2025年被看作是我国低空经济产品的商业化元年，多家头部 eVTOL 企业收获确定订单，交付也在同步推进。沃兰特、时的科技、峰飞航空、零重力飞机工业等企业均相继对外宣布获得采购订单，而国内整体低空经济产业尚处于发展早期，尽管从国家顶层战略方面已经提供了足够多的政策支持，但全面、大规模的城市空中交通商业化运营仍需完善的航路规划、空中交通管理系统以及起降点、充电设施和维护设施等基础设施的全面配套，产业整体的大规模商业化仍需时间，并且在适航认证方面，虽然我国在适航认证方面已经取得了突破，但是在高度强调大安全的背景下，eVTOL 产品在复杂、高密度空域下大规模载人运营尚不现实，在这种情况下，“订单出海”成为了国内 eVTOL 主机厂商业化“另辟蹊径”的重点方向，中东、东南亚区域也成为了“订单出海”的热门选择。

③ 海外 eVTOL 企业瞄准军民两用市场，推进国际市场商业落地

在全球低空经济加速崛起的浪潮中，电动垂直起降飞行器（eVTOL）正突破民用交通的边界，成为军事领域的新焦点。特别是以 Joby 为代表的海外领军企业率先吹响向防务市场进军的号角，将军用领域视为战略发展的核心赛道之一，掀起了一场航空装备与军事应用深度融合的产业变革。这一趋势的背后，是现代战争形态演变与技术迭代的双重驱动。随着信息化战场对快速响应、精准投送和隐蔽作战的需求日益迫切，传统有人驾驶航空器在复杂环境下的局限性逐渐凸显。而 eVTOL 凭借垂直起降的灵活性、电动推进的低可探测性以及模块化任务载荷的适配能力，恰好填补了战术运输、前沿侦察、伤员后送等场景的装备缺口。

城市空中交通主要包括空中出租车、短途航线等多种形式，其中载人空中出行是各国布局竞争的焦点领域。目前，各国载人空中出行仍处于测试飞行阶段，但进展和目标逐步清晰。美国 Joby 航空公司计划明年春季在中东地区开展 eVTOL 商业运营，Archer 公司宣布，已获选为 2028 年洛杉矶夏季奥运会、残奥会以及美国队的独家官方空中出租车提供商，并与印尼达成空中出租车意向协议。英国 Vertical 公司加速推进先进空中出行

(AAM) 商业化。

(三) 新战争格局下的新军贸

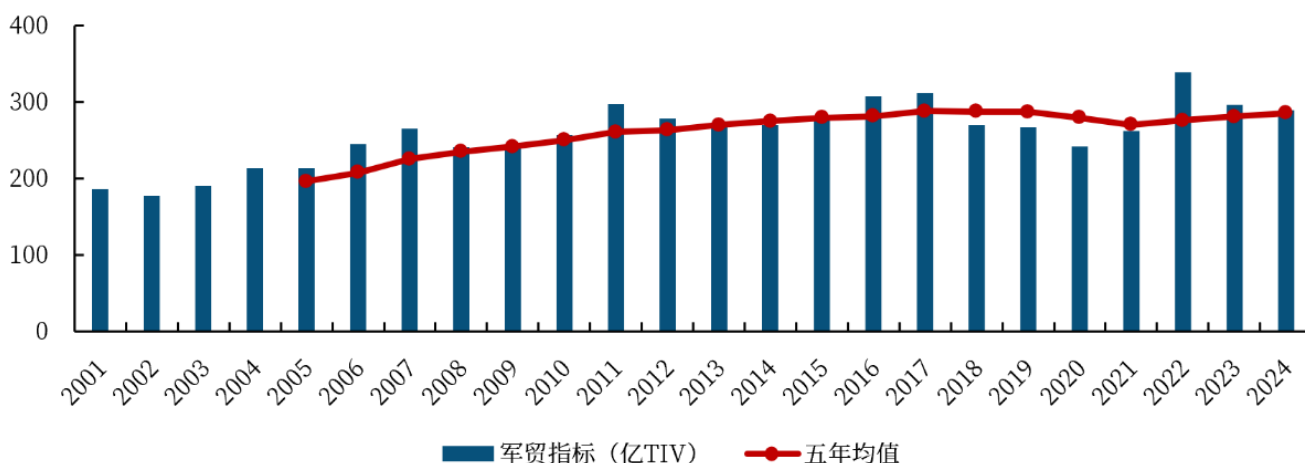
军贸将成为全球大变局之下的受益领域之一。从全球来看，俄乌冲突强化了各国自身的安全诉求，多国军费进入新一轮开支期，全球军贸市场随之大增。对我国而言，近年来随着军工行业技术日益成熟，产能迅速提升，供应体系不断完善，供给能力已基本能够满足内需，武器装备“出海”的条件也逐步成熟；于是，富有弹性的军贸市场，有望成为我国军工行业持续高增长的新动力和加速度来源，我国国防科技工业或将乘机借势形成“内外兼修”，结合“一带一路”战略实现“左右逢源”。

在地缘政治事件频发、新型战争形态出现的背景下，全球军贸市场整体将持续快速增长。对于我国而言，随着我国自身产品竞争优势与生产能力的不断提升，之前国内产能倾向于解决内需的情况有望逐步改变，叠加部分国家的军贸出口萎缩导致其下游客户需求存在缺口、全球战争形态的演变等因素，我国军贸短期内有望持续增长。

1、全球军贸发展趋势：整体有望迎来快速修复

2024 年，SIPRI 全球军贸指标略有下降，但是军贸热度仍然维持在高位，根据 SIPRI 数据，单年度看，全球军贸指标在 2022 年高速增长，创下 21 世纪以来新高，但由于军贸订单签订与交付存在时间差，以及近年来二手装备占比提升的影响，2023 年全球军贸指标同比下降 12.37%，2024 年再次同比下降 2.51%，而 2020-2024 年军贸指标的五年均值则依旧实现了同比 1.56% 的增长。基本符合历史上军贸指标存在周期性波动，但整体重心上行趋势不变的特点。

图2 2023-2024 年全球军贸指标出现调整(单位:亿 TIV)



资料来源：SIPRI，中航证券研究所整理

对于全球军贸的发展，我们认为有“两个不变”，分别是全球军费增速总体保持增长的事实没有改变，全球军贸长期稳定增长的逻辑没有改变。据我们在 2023 年深度报告《军贸：内外兼修，左右逢源》中对 SIPRI 数据的剖析，发现 2023 年 SIPRI 披

露的全球军贸交付的武器装备中，二手武器装备的占比提高了，但由于折价因素，导致其总体价值量不高，从而造成全球军贸总体指标有所下降。从微观数据来看，洛克希德·马丁、诺斯罗普·格鲁曼等全球主要军工上市公司的国外收入增速基本为正，进一步说明全球军贸指标实际或仍维持在高位。以 SIPRI 为代表的宏观数据“偏冷”，上市公司的微观数据“偏热”，宏观数据与微观感受之间的“温差”有望随着全球军贸活动的恢复持续得以调和。

2024 年，国际局势变乱交织，百年变局加速演进，全球军费增速再创近 30 年来历史新高。全球军费开支合计达到 2.72 万亿美元，较 2023 年增长 9.4%，创下自冷战结束以来的最大同比增幅。其中，美国军费开支增长 5.7%，达到 9970 亿美元，占北约总军费开支的 66%，占 2024 年世界军费开支的 37%。此外，俄乌冲突以及对于美国针对北约承诺的质疑导致欧洲军费开支增长 17%。

俄乌、巴以、印巴等地缘政治冲突的持续或加剧，正在不断提高全球各国的安全诉求，部分国家增量军费大概率将以军贸形式流向其他军事强国，也将进一步加速国际军贸市场的恢复。根据 SIPRI 披露的明细数据，2023 年全球军贸产品中的二手和二手但现代化两类产品的总体指标是增长的，这类二手军贸产品主要销往乌克兰。随着俄乌战场对当前全球库存老旧武器装备的消耗，未来全球军贸将回归以新产品的需求为驱动的上行通道。

综上，我们判断，短期内，2023-2024 年全球的高军费投入，以及众多地缘政治冲突的持续或加剧，都预示了全球军贸市场仍然处于一个实质性的上行周期之中。在地缘政治事件频发、新型战争形态出现的背景下，可以预见，全球军贸市场整体将继续保持整体震荡增长。

2、中国军贸发展趋势:由恢复式增长向供需共振驱动增长转变

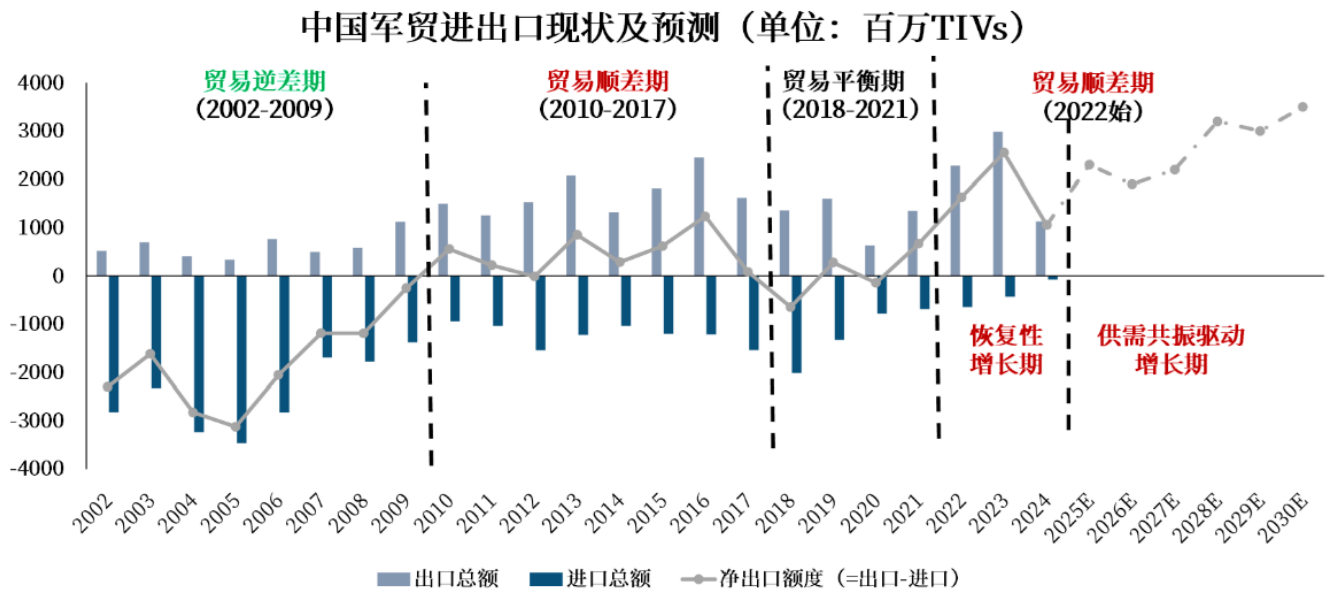
最近两年来，随着国际局势的波云诡谲，俄罗斯等传统军贸大国的出口缩减，同时受益于我国国防科技工业体系的完善和国产替代能力的提升，我国军贸出口量显著增长，带动净出口额显著提升。我国或将进入下一个贸易顺差期。

我国军贸产品竞争力持续提升。2024 年第十五届珠海航中，合计签订总值约 2856 亿元合作协议，成交各种型号飞机 1195 架。同时我国部分军工央企的多款新型装备在本次航展上首次公开亮相，涵盖航空航天、军工信息化、无人装备、低空经济、商业航天等领域。

我们判断，在地缘政治事件频发、新型战争形态出现的背景下，全球军贸市场整体将持续快速增长。对于我国而言，随着我国自身产品竞争优势与生产能力的不断提升，之前国内产能倾向于解决内需的情况有望逐步改变，叠加部分国家的军贸出口萎缩导致其下游客户需求存在缺口、全球战争形态的演变、我国政策出台引导军贸出口合规发展等因素，我国军贸短期内有望持续增长，并在“十四五”末期由恢复式增长

向供需共振驱动增长转变。

图3 我国军贸在“十四五末期或由恢复式增长转为供需共振驱动增长



二、军工上市公司 2025 年半年报回顾

2025 年上半年军工上市公司（中航证券军工股票池）共计 243 家，实现营业收入（4405.48 亿元，+8.43%），归母净利润（214.16 亿元，+5.11%）。2024 年，行业需求结构调整、政策变化、价格调整等诸多因素的影响，军工行业基本面承压较为明显，盈利能力出现阶段性下滑。

图4 军工上市企业营收及增速（单位：亿元，%）

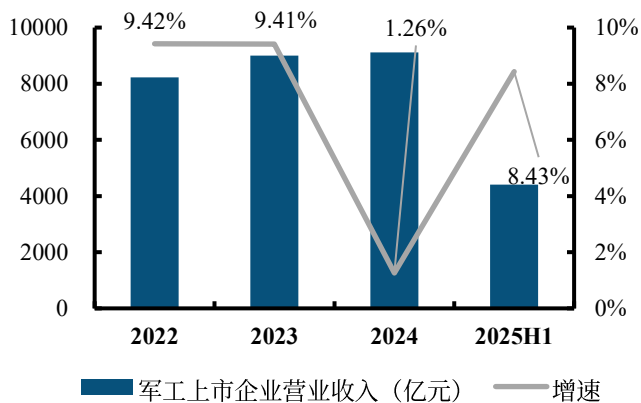
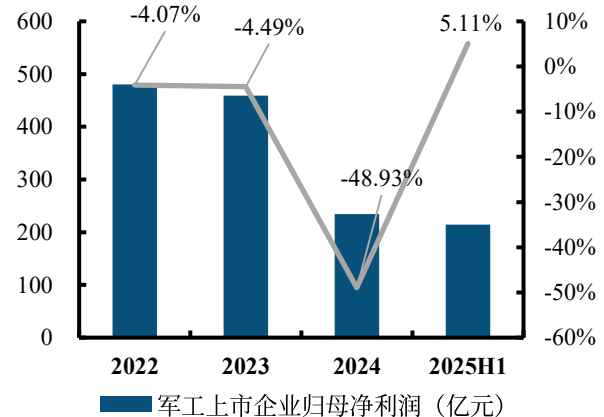


图5 军工上市企业归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

资料来源：Wind，中航证券研究所整理

2025 年以来，多家航空航天领域中上游上市公司公告了重大合同或中标通知书，具体如下表所示。

图6 2025 年以来军工上市公司披露的重大合同或项目中标情况

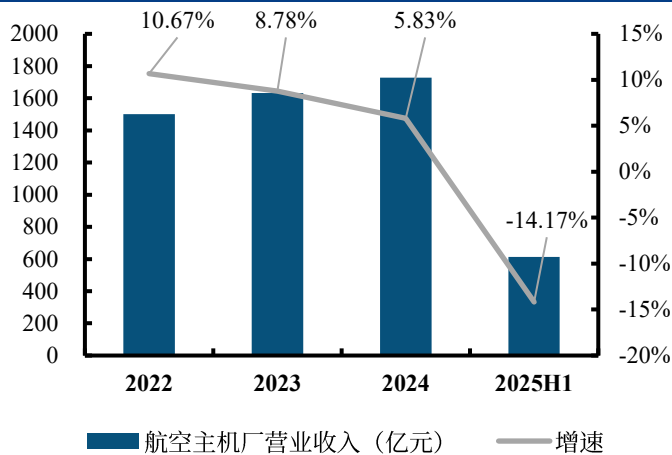
公告日期	公司代码	公司简称	合同标的	合同金额 (亿元)
2025-08-30	688066.SH	航天宏图	卫星及地面系统采购合同	9.90
2025-08-21	688788.SH	科思科技	某综合信息集成服务项目框架合同	4.01
2025-07-14	002414.SZ	高德红外	某型号完整装备系统总体产品	8.79
2025-07-14	300265.SZ	通光线缆	线路装置性材料	1.15
2025-07-09	002560.SZ	通达股份	线缆类产品	1.80
2025-07-05	688239.SH	航宇科技	航空发动机锻件产品	3.20
2025-06-16	300699.SZ	光威复材	C 型号碳纤维	6.58
2025-06-10	688685.SH	迈信林	高性能服务器集群	11.84
2025-05-27	300810.SZ	中科海讯	某信息处理分系统	1.63
2025-05-08	688070.SH	纵横股份	低空数字经济无人值守系统及配套项目	1.06
2025-05-07	002338.SZ	奥普光电	某型光学系统研制项目	2.97
2025-04-29	301213.SZ	观想科技	载荷（观想）订购合同	0.94
2025-04-17	600765.SH	中航重机	锻造产品	17.07
2025-04-15	300775.SZ	三角防务	航空类锻件	8.75
2025-04-09	688282.SH	理工导航	某型惯导装置	0.65
2025-04-08	688151.SH	华强科技	卡式瓶橡胶密封组件	0.20
2025-03-27	301213.SZ	观想科技	某典型课题试验研究和试验条件建设项目	0.49
2025-03-11	301357.SZ	北方长龙	人机环系统内饰等	0.77
2025-03-05	688592.SH	司南导航	2024 年 GNSS/MET 水汽观测站采购项目	1.45
2025-03-04	600150.SH	中国船舶	多艘 18000TEU LNG 双燃料集装箱船	180-190
2025-02-06	002625.SZ	光启技术	超材料航空结构产品	7.80
2025-01-24	301357.SZ	北方长龙	人机环系统内饰	1.11
2025-01-21	688709.SH	成都华微	系统级芯片（光纤陀螺 SIP）产品	1.00
2025-01-18	688282.SH	理工导航	某型惯导装置	1.76
2025-01-11	688151.SH	华强科技	特种防护领域业务	1.45
2025-01-10	002214.SZ	*ST 大立	某型光电系统研制项目	0.71
2025-01-10	688543.SH	国科军工	两型主用弹药等弹药产品	7.39
2025-01-06	301213.SZ	观想科技	特种设备监控系统框架协议集采	未披露

资料来源：iFinD，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 8 月 30 日）

（一）航空主机厂：产品结构及交付节奏影响，业绩短期承压

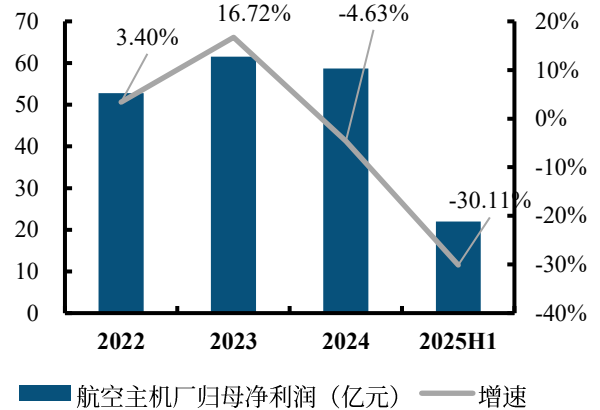
2025 年上半年军工上市公司主机厂（为保持同比口径扣除中航成飞）实现营业收入（612.92 亿元，-14.17%），归母净利润（21.99 亿元，-30.11%），受到产品结构调整及交付节奏影响，上半年主机厂收入利润增速阶段性承压。

图7 航空主机厂近三年营收及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图8 航空主机厂近三年归母净利润及增速（单位：亿元，%）

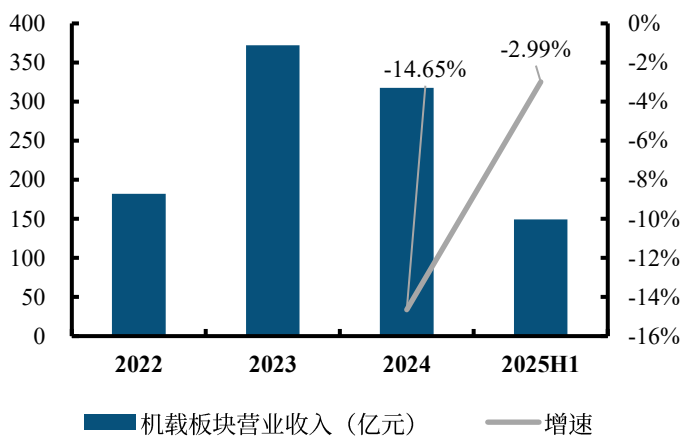


资料来源：Wind，中航证券研究所整理

（二）机载板块：仍受行业周期调整影响，环比有所改善

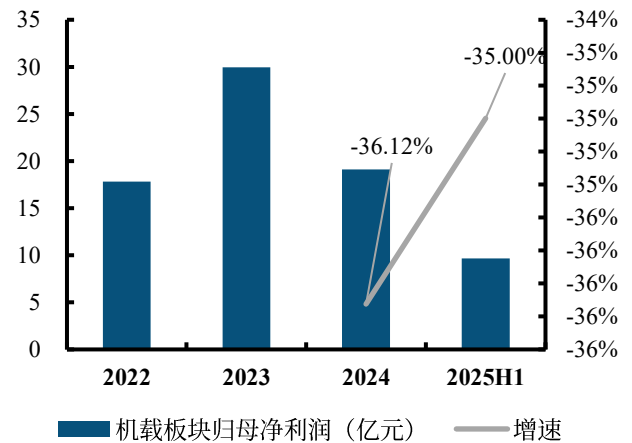
2025年上半年军工上市公司航空机载板块实现营业收入(149.35亿元, -2.99%), 归母净利润(9.65亿元, -35.00%)。航空机载板块中占比最高的为中航机载, 实现营业收入(111.80亿元, -2.59%), 归母净利润(6.42亿元, -28.93%)。短期内, 机载板块受行业周期和政策影响较大, 且下游需求出现阶段性调整, 从季度来看, 二季度相较于一季度环比有所改善。

图9 机载板块近三年营收及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图10 机载板块近三年归母净利润及增速（单位：亿元，%）

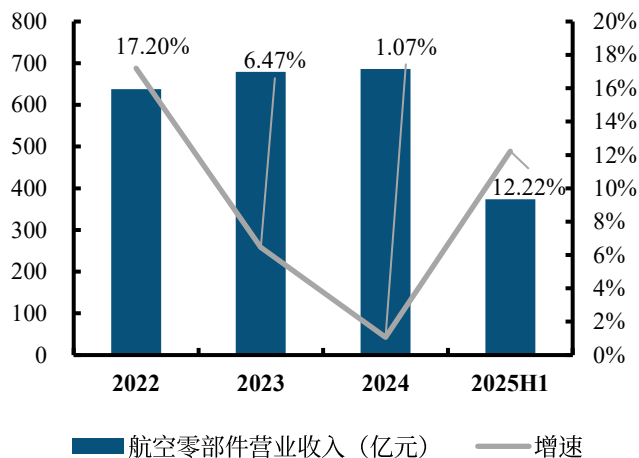


资料来源：Wind，中航证券研究所整理

（三）航空零部件：降价压力释放，业绩有望触底回升

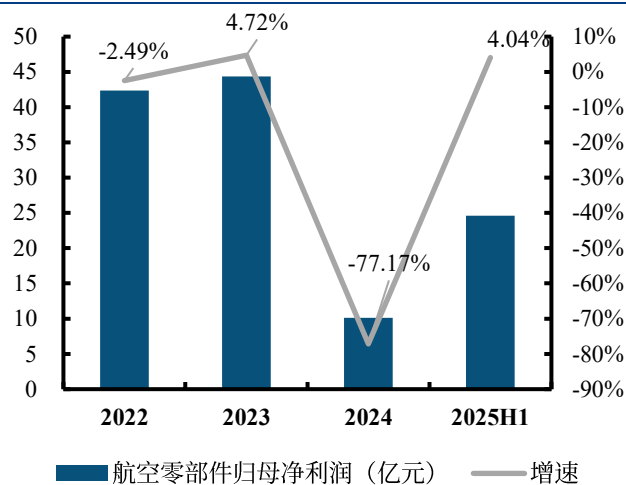
2025年上半年军工上市公司航空零部件（包含锻造、机加工、增材制造等）合计实现营业收入(373.89亿元, +12.22%), 归母净利润(24.59亿元, +4.04%)。

图11 航空零部件板块近三年营收及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图12 航空零部件板块近三年归母净利润及增速（单位：亿元，%）

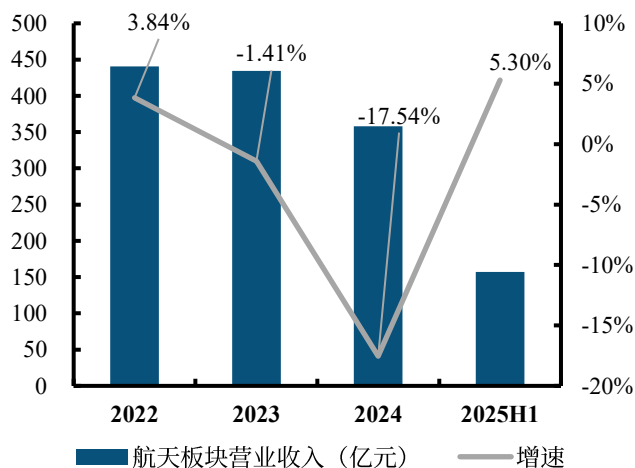


资料来源：Wind，中航证券研究所整理

（四）航天板块：商业航天贡献营收增量

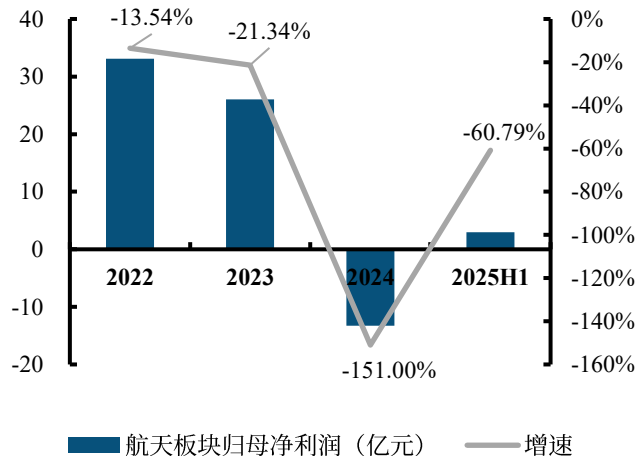
2025 年上半年军工上市公司航天板块合计实现营业收入(157.00 亿元, +5.30%), 归母净利润 (2.98 亿元, -60.79%)。

图13 航天板块近三年营收及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

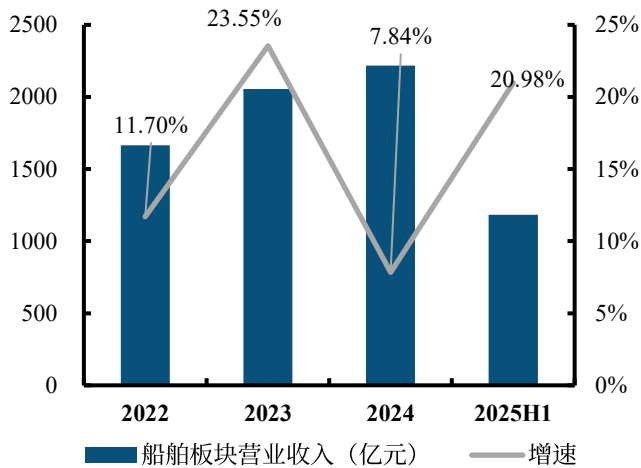
图14 航天板块近三年归母净利润及增速（单位：亿元，%）



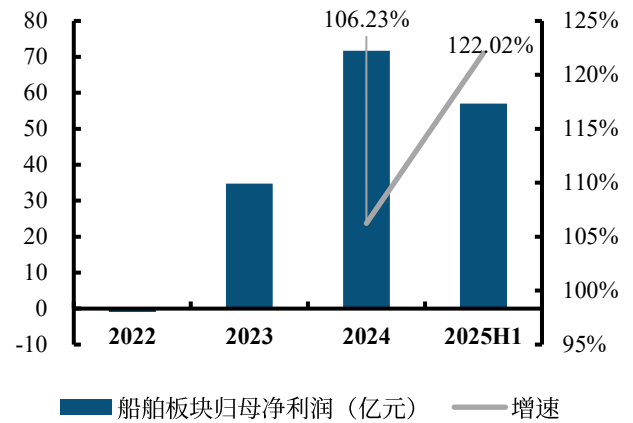
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

（五）船舶板块：行业景气度较好，营收利润快速提升

2025 年上半年军工上市公司船舶板块合计实现营业收入 (1181.68 亿元, +20.98%), 归母净利润 (57.03 亿元, +122.02%)。船舶行业整体保持较高的景气度, 需求及民品船舶价格提升, 助推船舶板块营收利润保持高速增长。

图15 船舶板块近三年营收及增速（单位：亿元，%）


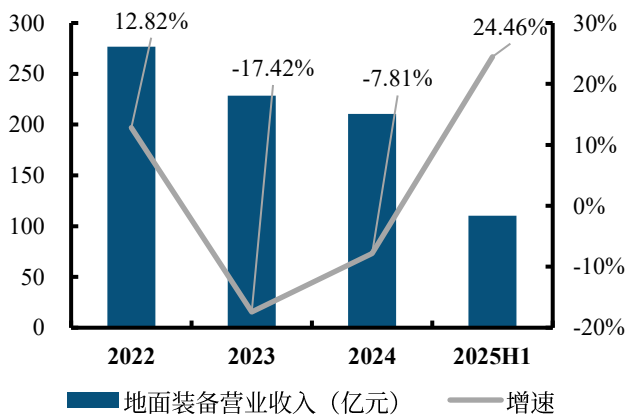
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图16 船舶板块近三年归母净利润及增速（单位：亿元，%）


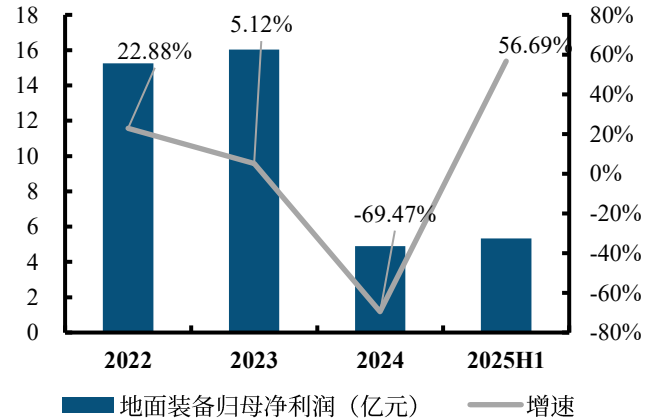
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

（六）地面装备：需求释放，业绩有所修复

2025 年上半年军工上市公司地面装备板块合计实现营业收入（110.33 亿元，+24.46%），归母净利润（5.34 亿元，+56.69%）。

图17 地面装备板块近三年营收及增速（单位：亿元，%）


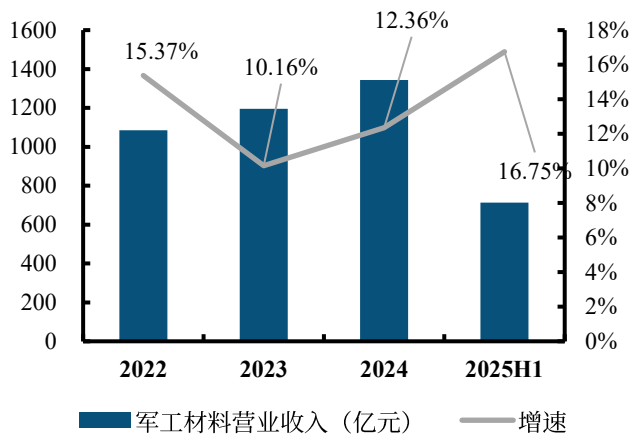
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图18 地面装备板块近三年归母净利润及增速（单位：亿元，%）


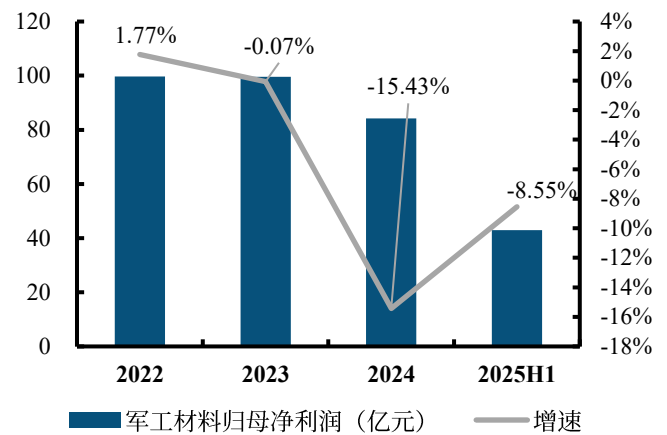
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

（七）军工材料：受下游需求影响，业绩分化明显

2025 年上半年军工上市公司军工材料板块合计实现营业收入（713.05 亿元，+16.75%），归母净利润（42.98 亿元，-8.55%）。军工材料随下游需求出现较为明显分化，航空发动机相关材料如高温合金等承压相对较大。

图19 军工材料近三年营收及增速（单位：亿元，%）


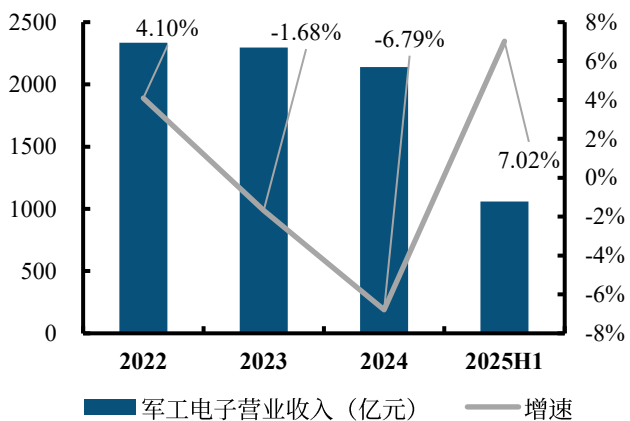
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图20 军工材料近三年归母净利润及增速（单位：亿元，%）


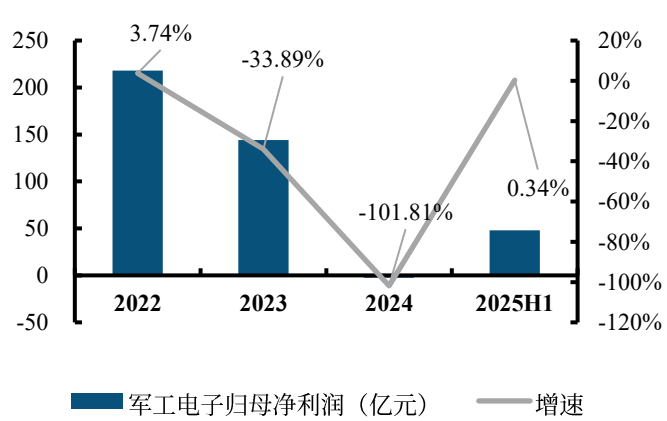
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

（八）军工电子：军事智能化增量需求

2025 年上半年军工上市公司军工电子板块合计实现营业收入（1058.43 亿元，+7.02%），归母净利润（47.82 亿元，+0.34%）。军工电子企业较多为军民两用企业，营收利润中除了军工行业外，同时面向半导体、新能源汽车等，具备较好的抗风险能力；同时在军事智能化浪潮中，军工电子需求将有望进一步增加。

图21 军工电子近三年营收及增速（单位：亿元，%）


资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图22 军工电子近三年归母净利润及增速（单位：亿元，%）


资料来源：Wind，中航证券研究所整理

三、本周市场数据

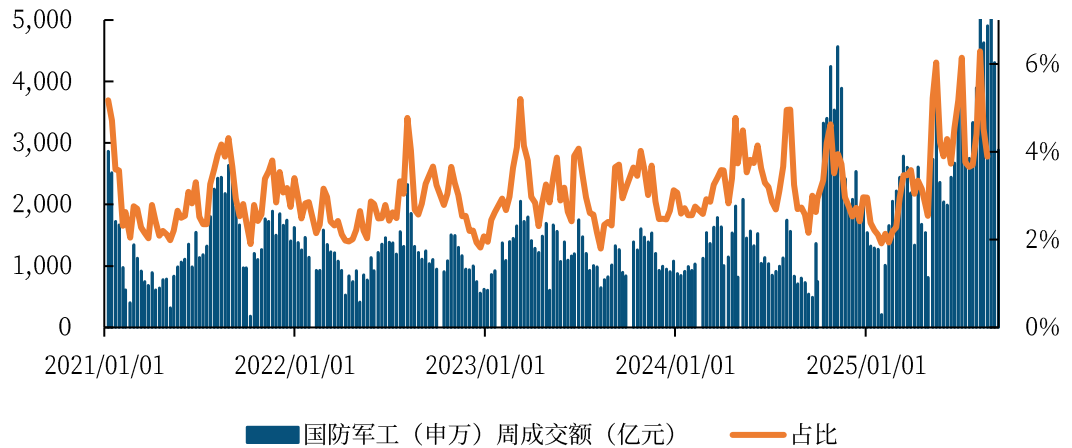
（一）估值分位

截至 2025 年 9 月 12 日，国防军工（申万）指数 PE 为 86.27 倍，处于 2014 年来的 71.62%分位。

(二) 军工板块成交额及 ETF 份额变化

本周，军工板块（申万）成交额为 2886.01 亿元（-32.99%）；占中证全指成交额比例为 2.54%，同比下降 0.84pcts。军工类 ETF 基金份额环比上周下降 1.73%。

图23 军工板块成交量变化



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 9 月 12 日）

图24 近期军工类 ETF 基金（含通航、航空航天、卫星等大军工赛道）份额变化（单位：亿份）

序号	代码	名称	2024/12/31	2025/9/12	年初至今份额变化	近一周份额变化
1	512660.SH	国泰中证军工 ETF	95.94	107.77	12.33%	-1.72%
2	512710.SH	富国中证军工龙头 ETF	93.93	198.51	111.34%	-2.59%
3	512670.SH	国防 ETF	42.68	74.76	75.17%	-2.25%
4	512680.SH	广发中证军工 ETF	34.07	61.42	80.29%	-2.92%
5	159638.SZ	嘉实中证高端装备细分 50ETF	14.90	12.46	-16.37%	-1.19%
6	512560.SH	易方达中证军工 ETF	11.23	8.91	-20.66%	-5.41%
7	512810.SH	华宝中证军工 ETF	4.59	16.84	266.96%	-6.55%
8	159378.SZ	通用航空 ETF	—	9.33	—	4.77%
9	159227.SZ	华夏国证航天航空行业 ETF	—	11.90	—	1.71%
10	159241.SZ	天弘国证航天航空行业 ETF	—	3.86	—	0.26%
11	159206.SZ	卫星 ETF	—	8.80	—	30.95%
12	159392.SZ	富国国证通用航空产业 ETF	—	0.61	—	-0.81%

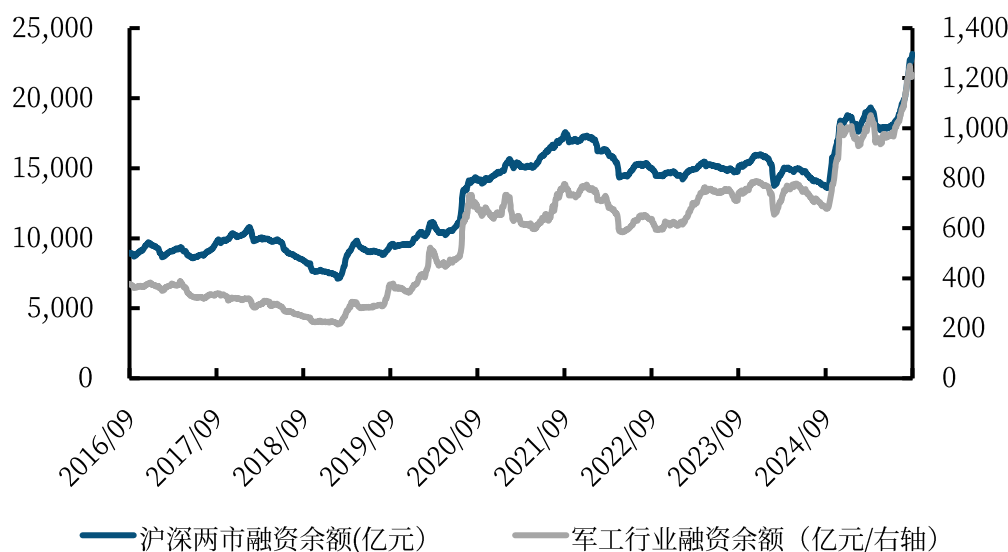
13	159208.SZ	万家国证航天航空行业 ETF	——	2.23	——	-3.04%
14	159231.SZ	华宝国证通用航空产业 ETF	——	1.90	——	-0.52%
15	159218.SZ	招商中证卫星产业 ETF	——	3.23	——	29.24%
16	159230.SZ	华夏国证通用航空产业 ETF	——	0.52	——	3.98%
合计			297.33	523.05	78.59%	-1.73%

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 9 月 12 日）

（三）融资余额变化

截至 2025 年 9 月 11 日，军工行业的融资余额合计 1211.70 亿元，比上周环比上升 0.39%，占两市融资余额比例为 5.23%。

图25 两市融资余额与军工行业融资余额走势情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 9 月 11 日）

四、军工三大赛道投资全景图

我们将军工行业分为 3 大赛道、20 个细分领域（[各赛道详细分析见军工行业 2025 年投资策略《今朝更好看》](#)）进行分析讨论，并分别列举投资判断和观点，具体如下：

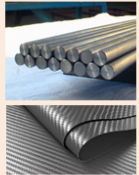
① 军工主赛道：主要包含航空、导弹及智能弹药、军用船舶、军工电子、军工材料、测试及维修等七大细分领域，涵盖了航空、航天、船舶三大军事用途中武器装备的完整产业链，作为军工行业的“压舱石”，引导着行业的发展，是军工行业当前的主要构成及发展驱动力。

② 大军工赛道：主要包含以低空经济、民机、商业航天、卫星互联网、信创、民船、以及军贸等七个“大军工”产业细分领域。所谓“大军工”，是指当前军工行业

的范畴已大为拓展，特别是军技民用下广义概念下扩充的军工新赛道。这些领域或已具有一定规模或仍在快速发展阶段，是支撑军工行业持续高景气发展的第二曲线。

③ **新域新质赛道**：主要包含以无人装备、反无人、电子对抗、数据链路、军事仿真以及军事智能化等新战争形态下，以“智能化、体系化、信息化”为代表的军工细分领域，这些领域往往已经受到海外军事强国的重视或已经在战场上得到了实战验证，在国内往往处于早期萌芽发展阶段，但应用发展确定性相对较强。新域新质各细分领域在“十四五”末，乃至“十五五”时期都有望具有较大发展弹性，将有望成为军工板块在未来中长期持续高景气发展的新驱动力。

图26 军工主赛道投资全景图

军工主赛道	现状及边际变化	发展趋势研判	投资逻辑和关注点
航空 	2024年的航空板块正经历着一场深刻的变革与挑战。国内军事采购计划的阶段性波动造成了订单需求的不确定性，同时产品的降价压力更是进一步压缩了企业的利润空间，使得整个行业发展短期面临压力。	国家安全战略不断演进的大背景下，航空装备的更新换代需求日益迫切。新型作战机型以及航空装备的研发与列装将成为十五五期间的重要任务，这些新需求将为航空企业带来充足的订单需求，推动航空产业重新回归高景气发展的轨道。此外，军贸市场的逐步拓展、民机领域的蓬勃发展以及低空经济的崛起等“大航空”领域正不断提升航空产业发展的天花板。	- 下游主机厂地位有望进一步提升，改革助力高质量发展； - 新形势下，航空产业链集聚和调整提速，或存在并购整合机会； - 民机、低空经济、军贸、维修等已初步具备放量基础，与军用航空产业链技术同源，产业链相通，有望抬升航空产业市场天花板。
导弹与智能弹药 	- 短期需求阶段性波动依旧存在，各上市公司在收入以及净利润兑现上依旧承压； - 相关上市公司存货仍维持在较高水平，结合多家公司签署重大合同来看，相关企业仍在积极备货以应对订单落地。	- 内需以及军贸带来的需求有望维持产业中长期高景气； - 在“十四五”末年以及临近2027年建军百年目标之际，多家业绩弹性有望迎来拐点的企业将获得估值水平的修复，迎来戴维斯双击。	- 关注在装备性价比上具有优势的细分赛道； - 聚焦在数量规模或总产值规模上具有优势的细分赛道； - 聚焦批产型号配套与研发型号配套均衡的企业； - 聚焦高价值分系统领域企业； - 关注与新质新域领域存在业务交叉的企业。
船舶 	对于“十四五”的未来一年，我们认为，会是中国海军继续“走向深蓝”的重要一年，如同《新时代的中国国防》白皮书中所说中国海军会“加快推进近海防御型向远海防卫型转变”，在此进程中海军对于舰船、舰艇的需求有望会持续之前的稳步上升势头。	后续航空母舰协同作战下的属舰协同、配套发展将会是我国军用船舶发展的主要机会之一	- 航空母舰带来的属舰机会； - 船舶新城新智领域机会
军工电子 	2024年军工电子行业受行业因素影响，多型号订单延后，原有需求节奏调整、新增订单不及预期； - 叠加成熟产品降价压力导致行业业绩整体承压； - 板块指数与估值全年走出“V”字反转，显示出市场对于行业反转的预期不断增强。	“三化”+国产替代+军技民用驱动下，行业需求确定； - 伴随行业基数的快速提升，军工电子正在进行从“量”到“质”，从“单”到“多”领域的结构转变； - 军工电子产品进入新一轮研发周期，新一代产品未来的落地，将持续提供行业增长动能。	- 军工智能化、信息化迎来加速； - 人工智能技术引领下一阶段军事变革； - 软件作用日益突出，软件自主可控有望快速发展； - 新城新质作战力量给军工电子带来新增量。
军工材料 	2024年军工材料行业仍然受军品降价、军工订单及需求节奏波动等因素的影响，在调整中； - 板块指数与估值全年走出“V”字反转，显示出市场对于行业反转的预期不断增强； - 行业子版块分化，军工新材料值得关注。	- 各产要求明确，需求无须多虑，等待订单落地，新材料应用深度、广度不断扩大； - 低成本与高可靠之间的博弈取舍； - 单一来源与唯一客户的取舍； - 寻找第二曲线，挖掘产业链拓展机会。	- 基础材料的供应能力已基本具备，材料多功能性是未来发展趋势； - 增材制造、特种加工等材料制造新工艺迎来快速发展； - 高端材料的新增“民用”市场开始带来第二曲线动力。
测试 	2024年受到军工行业阶段性调整影响，行业订单延后、减少，军品交付节奏的变化导致军品检测行业整体业绩规模收缩、盈利能力有所下降，但其中业务相对多元、下游客户领域相对丰富的检验检测公司受影响程度有限。	“十四五”规划收官阶段，军工行业需求修复、订单“弥补式”增长预期增强，从事检验检测企业也将同步受益； - 未来检测行业需求或将更多的向第三方检测机构倾斜； - 整合行业资源，延伸检验检测的深度和广度，打造一站式检测服务平台。	- 关注以增资、收并购的方式快速切入商业航天、低空经济等新质生产力赛道的检验检测企业； - 关注同时具备检验检测设备制造以及提供检验检测服务的企业。
航空维修 	- 军机性能不断提高，规模化列装和常态化实战训练带动维修需求增长； 2023年民航业复苏，民航维修市场也迎来修复，2024年进入自然性稳定增长期，在国产民机持续交付的带动下，我国民航维修市场需求随之增加。	- 未来军用航空维修将逐渐从军方大修厂向主机厂、民营企业转移，市场化能力逐渐提升； - 民航维修市场需求空间广阔，尤其体现在对技术含量高、附加值高的组件的深度维修能力，以及维修能力全面多样的维修企业的需求上。	- 关注参与或布局维修领域的链长企业； - 关注拥有维修再制造技术且实现产业化应用的企业； - 关注具备维修类型多样并逐渐向价值量高的组件深度维修能力拓展的企业。

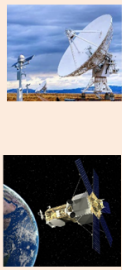
资料来源：中航证券研究所

图27 大军工赛道投资全景图（一）

大军工赛道	现状 & 边际变化	发展趋势研判	投资逻辑和关注点
低空经济	从2024年整体情况来看，低空经济产业发展呈现出明显提速趋势。在政策方面，党的二十届三中全会作出《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》从顶层发声明确支持低空经济发展，同时各地方政府针对低空经济产业发展的一系列发展规划日趋完善。技术方面，信息通信、北斗导航、电池、电机等技术持续迭代，为eVTOL为代表的新型电动化、绿色化、无人化飞行器低成本、可持续应用提供了重要助力。基础设施方面，随着国家及各个地方政府加快开展低空空域管理改革探索，为低空飞行服务的软、硬件设施都已加快布局建设，有望在2025年前形成一定的规模。场景应用方面，以深圳、上海为首的城市均已开展物流配送、观光飞行等应用试点，取得一系列成效，未来有望率先形成应用示范。从投融资角度来看，头部EVTOL企业沃兰特在2024年3月起连续完成多轮融资，多家企业也同步完成大额融资，反映出资本市场层面对于低空产业的关注度。	得益于国家顶层战略的支持，低空经济产业迎来了发展的黄金机遇期，并且在诸多方面已经取得了显著的进展，但产业发展依然处在早期萌芽阶段，在基础设施、产品构型、技术演进等方面尚存不足，产业距离商业化落地依旧前路漫漫。总体而言，低空经济赛道作为战略新兴产业的重要代表，已初步具备放量基础，是值得重点关注的投资赛道之一，但仰望星空的同时还需脚踏实地稳步发展，低空“高飞”尚需时日，静待花开。	关注低空基础设施、核心技术以及整机制造的一二级相关企业。具体细分领域包括低空空管系统、整机动力“三电”技术企业、材料、整机制造企业。
民机	单通道喷气式客机方面，国航与南航分别购买100架C919客机，三大航司全部进入C919时代，截至2024年11月已开通12条运营C919的定期商业航线。从交付量看，C919交付提速，截至2024年11月已交付12架，本年度交付数量将远超上年。总体来看，2024年，C919在手订单充足，订单量、交付量和运营规模皆超过2023年。我国大飞机商业化运营时代正式开启。双通道喷气式客机方面，C929已进入详细设计阶段，正在开展初步设计和供应商选择。国航与中国商飞签署C929客机首家用户框架协议，意向成为C929宽体客机的全球首家用户。国产大飞机有望进入宽体客机市场。支线客机方面，ARJ21正式改名为C909，衍生出多个机型，交付突破百架，机型的安全性和可靠性得到航空公司和民航市场的充分检验。	● 伴随着国内和国际航空客运市场的快速恢复和发展，航空客运市场带来的高需求有望维持民机产业中长期高景气。海外市场方面，C919“出海”有望，或将在未来得到欧盟认证；中国商飞将持续开拓东南亚市场，基于香港办事处对接东南亚及“一带一路”沿线国家和地区的航空公司。 ● C919产能将在未来快速上量。随着C919大型客机批生产条件能力（一期）、（二期）两项建设项目的启动，C919的交付在“十五五”期间将提速，产能或将达到150架/年。 ● 民机供应链国产化持续推进，相关航空发动机及机载系统的正处于加速推进中，力争形成国产化配套能力。此外，民企对民机供应链的参与程度将更深、更广。 ● 伴随着C919商业化运营时代开启，和C909、C929的持续发展，我国大飞机谱系逐渐完善，大飞机产业已迈入规模化、系列化发展新时代。	● 民机产业链长，覆盖面广，涵盖材料、锻铸、机加、电子等数个领域，旁侧效应显著，拥有极高的附加价值，作为战略新兴产业，备受国家的重视，是中长期投资主线。民机供应链将持续进行国产替代，“主-供”模式下民企在航空产业链中的角色将愈发重要； ● 机体、发动机和机载设备为民机产业链中的高技术模块，其价值占比分别可以达到25%以上；材料及标准件技术难度相对较小，价值占比在15%左右。建议关注这四大领域中的体系内企业和民企。
商业航天	● 火箭制造：随着我国卫星发射需求空前增加，我国各类火箭企业集体转攻可复用运载火箭的研发； ● 卫星制造：卫星制造产业当前的业绩波动是短期阶段性的，随着卫星互联网进入实质性的建设阶段，我国卫星发射需求空前增加； ● 卫星通信：当前卫星通信产业的应用端市场空间仍未迎来明显变化，但是卫星通信上游的空间基础设施和地面终端设备已经出现了明显变化，下游各领域的拓展应用也在逐步开展； ● 卫星导航：卫星导航产业是我国卫星产业各细分领域发展相对更为成熟的细分板块。当前驱动我国卫星导航产业快速发展的动力主要包括我国“北三”换装持续推进、基于高精度北斗/GNSS技术的新兴应用领域的拓展以及海外市场的加速布局； ● 卫星遥感：近两年受宏观经济波动，卫星遥感产业出现短期调整，但是，伴随着万亿国债的加速释放，卫星遥感产业在自然资源、应急减灾、生态环境、水利、农业等to G领域的需求依然不减。同时，遥感产业的“第二增长曲线”迎来快速爬升。	● 火箭制造：可复用火箭等实现低成本发射技术应用将成为行业发展提速变点之一； ● 卫星制造：我国卫星发射数量有望维持快速增长趋势，卫星制造产业有望摆脱小批量、定制化的传统商业模式，迎来大批量的生产交付阶段，中长期行业的收入与净利润规模增速有望逐步提升； ● 卫星通信：无论是传统卫星通信设备与服务在消费级市场上的持续扩容，高轨卫星互联网持续在民航、航海等应用领域拓展，还是卫星互联网产业空间基础设施建设持续推进，将促使卫星通信产业在中长期维度上实现“换挡提速”； ● 卫星导航：“十四五”末及“十五五”时期，卫星导航应用市场增速有望保持年复合15%的增速，高精度市场细分赛道复合增速有望超过20%； ● 卫星遥感：伴随着下游市场的加速修复，“十五五”时期我国卫星遥感下游应用市场需求增速有望恢复至30%左右。卫星遥感预计仍将是卫星产业中成长属性相对更高的细分赛道。	● 火箭制造：建议关注已实现规模化发射或在研阶段具备先发优势的火箭总装企业、参与火箭核心环节或分系统的企业、布局火箭制造各细分领域的“军民民用”企业； ● 卫星制造：建议关注通信及遥感小卫星制造产业链上具有批产能力的配套企业或总装企业，在高价值量环节上具有低成本及产业化能力的企业或具有较高技术水平、正处于产业化过程中的企业，在星间链路、新型电推进、卫星网络安全防护等新兴领域布局的企业； ● 卫星通信：制造端，建议关注与“国网”“G60”星链等大型星座具有配套合作关系的企业，已经具有一定批生产的配套企业或总装企业，地面终端领域中具有产业化能力和低成本优势的企业、或在部分领域具有高技术壁垒的企业；应用端，建议关注传统应用领域、航空及海洋互联网市场、手机/汽车直连卫星等消费市场以及6G建设进展； ● 卫星导航：建议关注北斗应用产业中上游领域的头部企业，布局传统导航应用终端集成的头部企业，布局新兴导航应用终端集成的商业模式清晰、营销能力强的企业，“高精度北斗导航”以及在卫星导航融合领域布局的企业； ● 卫星遥感：建议关注客户多元化、收入结构均衡的企业，拥有具有稀缺属性的遥感数据源的企业，布局“万亿国债”、“数据要素X”三年行动聚焦的细分领域的企业，以及与导航或通信有协同布局的企业。

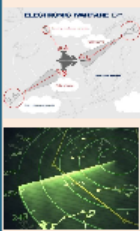
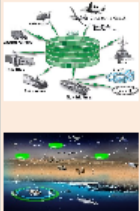
资料来源：中航证券研究所

图28 大军工赛道投资全景图（二）

大军工赛道	现状及边际变化	发展趋势研判	投资逻辑和关注点
卫星互联网 	2023年以来，国内低轨卫星互联网星座建设项目正逐步启动； - 卫星通信产业的应用端市场空间仍未迎来明显变化，我国低轨卫星互联网空间基础设施建设仍处于早期阶段，高轨卫星互联网下游应用以及传统卫星通信下游市场应用市场仍有待开发。	- 我国低轨卫星互联网建设进程有望迎来提速，而未来伴随各卫星互联网星座正式建设的开始，卫星互联网空间基础设施建设相关上市公司的业绩也将有望迎来兑现； - 我国高轨卫星互联网建设成熟度要高于低轨卫星互联网产业，有望在高清卫星电视广播以及航空互联网、海洋互联网、应急领域等卫星互联网新兴领域的商用市场上实现快速拓展； - 卫星互联网有望成为6G的重要技术路径之一，卫星互联网与地面通信产业融合可能为行业带来新市场空间	- 卫星制造方面：1、重点关注与“国网”、“G60”星链等大型星座具有配套合作关系的企业。2、重点关注通信小卫星制造产业链上已经具有一定批生产的配套企业或总装企业收入与利润规模的提升。3、地面设备企业方面，重点关注卫星通信地面终端领域中具有产业化能力和低成本优势的企业、或在部分领域具有高技术壁垒，通过扩产加强产业化能力的企业； - 卫星应用方面：1、传统应用领域，应急通信与直播电视等应用预计会维持稳定增长。2、航空及海洋互联网市场是在我国卫星互联网应用市场中有望率先得到拓展应用的领域，有望为相关运营商带来业绩增长提速驱动力。3、关注手机以及汽车直连卫星对传统卫星通信应用市场渗透率的加速作用。4、关注6G建设进展对卫星通信产业带来的需求空间影响。
信创 	2024年以来党政军及行业信创招投标持续取得了积极进展； - 超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，为信创行业提供了资金基础； 2024年全球全球信息安全事件频发，再次凸显了我国信创产品基础保障的作用。	2023年信创产业市场规模约为15388亿元，增速下降明显。主要受2022年央企大规模信创采购后，需要一定时间进行实施验证； - 从未来信创安全的需求及国产信创产品技术的持续成熟，竞争力的不断提升，信创产业规模将持续增长。	- 信创涵盖领域包括芯片、操作系统、中间件、数据库、服务器、网络安全等，是中长期投资主线； - 信创国产替代的逻辑虽短期难以完全兑现至业绩，但随着国内信创安全需求的提升，正不断加速落地。
民船 	2024 年以来全球新造船市场延续了此前的火爆态势，根据Clarksons的数据，年初至近期（10月8日）新船订单累计1746 艘，合5016 万修正总吨，以修正总吨计仅次于2006-08年三年同期水平。近期（9月21日至10月4日），全球新造船市场保持活跃，共报出35 艘新船订单，包括5 艘油轮、14 艘集装箱船和7 艘气态船。	从产业角度来看，相对确定的两点因素民船市场的船舶更替周期与我国向高技术船舶产业领域迈进趋势有望共同助力未来我国船舶产业的发展，成为下一阶段我国民船建造领域的主要增长点之一。	- 建议关注中国船舶集团后续资本运作情况； - 建议把握民船景气大周期的持续时间及细分船型价格表现。
军贸 	最近两年，随着国际局势的波云诡谲，俄罗斯等传统军贸大国的出口缩减，同时受益于我国国防科技工业体系的完善和国产替代能力的提升，我国军贸出口量显著增长，带动净出口额显著提升。	随着我国自身产品竞争优势与生产能力的不断提升，之前国内产能倾向于解决内需的情况有望逐步改变，叠加部分国家的军贸出口萎缩导致其下游客户需求存在缺口、全球战争形态的演变等因素，我国军贸短期有望持续增长，并在“十四五”末期由恢复式增长向内生式高速增长转变。	建议关注基于自身现有军贸产品谱系进行横向拓展的军工央企国企，利用军贸机遇向下游总装市场拓展的民参军企业，致力于军技民用的出海企业，布局无人装备、数据链路、电子对抗、卫星互联网等新兴领域军贸业务的企业，参与低成本武器装备出口的军贸企业。

资料来源：中航证券研究所

图29 新城新质赛道投资全景图

新质新城赛道	现状及边际变化	发展趋势研判	投资逻辑和关注点
无人装备 	2024年，我国无人装备领域获得了瞩目的成就，无论是民用领域低空经济带动的无人机行业的蓬勃发展，亦或是军事领域俄乌冲突、巴以冲突带来的各类无人装备的大量运用，都表征着，无人装备已开始驱动战争形态的演变，无人装备作为主战装备的时代或已不远。	论是美国的CCA、亦或是我国的FH97等，大量战斗力超群的无人装备已纷纷进入人们的视野，处于验证阶段，大胆畅想，我们认为，展望未来十年到二十年的维度，完全的无人化、智能化战争或将到来，相较于彼时，虽然如今无人装备已经占据了一定的装备比例，但其总量仍有较大差距，相应的其中蕴含的可观的发展潜力，值得重点关注。	● 政策层面利好军用无人系统长期发展，无人系统将成为未来战争的主战装备； ● 低成本、消耗属性，需求数量远大于有人装备； ● 军事理论创新推动无人装备向智能、集群、人机协同、跨域发展； ● 外贸市场将逐步打开，以无人机系统为首的无人系统已成为国内军贸的重要部分。
反无人 	● 民用领域，无人机黑飞产生的事故屡见不鲜，已经严重威胁了航空和关键基础设施的安全，推动反无人需求增加； ● 军用领域，近年的纳卡、俄乌冲突、巴以冲突中，无人机/反无人机作战不但成为交战双方的主要作战样式，被常态化使用；	人机在军、民领域的广泛应用已是大势所趋，然而，从产品能力与产业成熟度来看，反无人系统装备的发展相较于前者，存在明显的短缺与滞后，当下防、控无人力量量的短缺，作战制衡力量的不对称，均意味着，在当下，反无人机系统装备存在可观的发展空间。	目前无人机反制行业集中度相对较低，中游链主企业规模普遍较小，话语权较弱，尚无绝对龙头企业具备牵引产业链发展的能力，导致行业产业链相对垂直，产业链中、上游处于逐步发展成熟的过程中，全产业链布局正当时。
电子对抗 	● 随着对于电磁频谱运用的拓展与开发，如今的电子对抗已经由单一功能、单一频谱的对抗，演变为面向体系、覆盖全域的对抗； ● 我国军兵种在2024年4月迎来了新的调整，可以看出我国武器装备建设的重心所在，电子对抗成为我国军事信息化、智能化发展的关键领域之一。	● 电磁空间安全上升到了一个全新的高度，是决定战争胜负的重要因素。 ● 随着对电子对抗设备技术指标要求提升，微波元器件、组件和模块等在电子对抗中的价值占比也将逐步提升； ● 未来战争将以夺取全谱战空的信息优势为主线展开，对于电磁频谱战斗力生成的需求将驱动新一轮的电子信息技术的发展。	● 认知化已是电子战技术发展的必然趋势 ● 建议关注综合射频与一体化设计方向 ● 建议关注侦察/进攻/防御综合一体化方向
数据链路 	● 2024年信息支援部队成立，对数据链通信需求进一步明确； ● 宽带通信相关数据链系统出现实质性落地； ● 无人装备等应用场景进一步打开	随着下游需求景气回暖，以及军事智能化、信息化建设持续深入推进，2024年有望成为数据链系统新一轮放量的起点，未来覆盖节点将大规模增加，在通信容量及传输速率方面将进一步提升，同时对通信安全提出更高要求，系统价值量将持续增长，参考美军数据链建设经验，军用数据链年均市场空间在200-300亿元	关注射频环节（价值量占比最高）；加密环节；系统级供应商（核心环节）及数据链系统：观想科技、坤恒顺维
军事仿真 	2024年，在现代的国防建设中，国产替代软件的作用愈发凸显，对于功能性的需求愈发强烈，俄、乌冲突中，充分体现了作战能力的度量标准是硬件与软件能力的复合。	● 技术上，正在向“数字化、高效化、智能化、网络化、服务化、普适化”发展； ● 需求上，军事仿真技术在“研试战训保”体系上的应用，已得到研制方和使用部队的认可和重视； ● 结构上，嵌入式军事仿真更契合现代化装备训练需求。	● 建议关注数字仿真引擎和实物半实物设备核心公司，相关领域价值量占比较高； ● 军事仿真和民用仿真的基础技术是共用的，建议关注具备民用、工业领域拓展机会的标的； ● 仿真技术与人工智能、数字孪生等新一代基础与应用技术高度契合，建议关注布局相关方向的核心标的。
军事智能化 	2024年，随着人工智能的普及，站在当前的历史节点，军事人工智能的发展就成了必然，国内外均在相关领域表现了极高的重视，投入了大量的资源。	● 人工智能价值量及占比不断提升，工与军事结合深度有望愈加加深； ● 军事人工智能的市场空间不仅限于“装备口”，相比较传统的行业领域，具有更大的市场空间； ● 随着智能化水平的提高，对军工电子产业基础的要求有望牵引新一代军工电子的产业发展新逻辑与趋势。	● 优先提升“算力”基础，智算中心正在能力建设，相关硬件厂商将率先受益； ● 军事智能化的应用方向十分广阔，随着军事智能化的需求不断具象化，相关领域的智能化算法及模块能力公司将不断涌现，来解决行业智能化所面临的痛点。

资料来源：中航证券研究所

不同赛道的发展特点梳理如下，以供投资参考。

图30 三大赛道各细分领域投资特点对比

细分赛道	市场空间	利润空间	新型号更新速度	消耗属性	产业链稳定性	赛道拥挤度 (+为松散)	国产替代 剩余空间	民用领域的 拓展性	“十四五”后 期增速	大军工第二 曲线
军工主赛道										
航空	++	+	++	++	+++	+++	+	+++	++	++
导弹与智能弹药	++	++	++	+++	+++	-	+	--	++	++
军船	++	+	++	---	++	-	-	+++	+	++
军工电子	++	+++	++	+	-	-	+	++	++	+
军工材料	++	+++	++	+	○	○	+	++	++	++
测试	+	+			○	++		+	+	○
维修	++	++			○	++		++	++	○
大军工赛道										
低空经济	+++	+++	+++	+	-	○	+++	+++	+++	+++
民机	+++	++	○	○	+	○	+++	+++	+++	
商业航天	+++	++	++	+	++	○	+	+++	++	
卫星互联网	+++	++	++	+	++	○	+	+++	++	+
信创	+++	+		○	-	○	+++	+++	+	
民船	+++	++/-- (周期)	+	-	++	+++	-	+++	+++	
军贸	+++	+++			+	○	+++	--	+++	+++
新城新质赛道										
无人装备	+++	+++	++	++	+	+++	-	+++	+++	+++
反无人	+++	+++	+	+	+	++	-	+++	+++	+++
电子对抗	++	++	+	+	++	++	++	+	++	+
数据链路	++	+++	++	+	++	++	++	+++	++	+
军事仿真	++	++	+	-	++	++	+++	++	++	++
军事智能化	+++	+++	+++	-	+	+	++	++	+++	++

资料来源：中航证券研究所整理（注：“+”代表程度深，○代表一般，“-”代表程度低）

五、建议关注的细分领域及个股

关于投资方向和行情判断：

1. 军工行业依然处于景气大周期；
2. 随着“十四五”进入攻坚阶段，“十五五”计划逐步明朗，行业将进入“V”字反

转；

3. 关注无人装备、卫星互联网、电子对抗等新质新域的投资机会；
4. 关注民机、低空经济、军贸、信息安全、商业航天、深海等军民结合领域的“大军工”投资机会；
5. 关注军工行业并购潮下和市值管理要求下的投资机会。

具体建议关注的上市公司如下。

军机等航空装备产业链：

战斗机、运输机、直升机、无人机、发动机产业链相关标的，航发动力（发动机）、应流股份（叶片）、航天电子、航天彩虹（无人机）等。

低空经济：

莱斯信息（空管系统）、四川九洲（空管系统）、中信海直（低空运营）。

航天防务（导弹及智能弹药）产业链：

航天电器（连接器）、航天南湖（防空预警雷达）、天奥电子（时频器件）、北方导航（导航控制和弹药信息化）、中兵红箭（特种装备）、国科军工（导弹固体发动机动力与控制产品）、成都华微（模拟芯片）、国博电子（星载 TR）、智明达（嵌入式系统）。

商业航天（卫星制造及卫星应用）产业链：

航天智装（星载 IC）、中国卫通（高轨卫星互联网）、航天环宇（地面基础设施）、振芯科技、海格通信（北斗芯片及应用）、中科星图（卫星遥感应用）。

船舶（深海）产业链：

中国船舶、中国重工、中国海防（水声水下防务）。

军事智能化：

能科科技。

军工材料：

铂力特、超卓航科（增材制造）；光威复材、中复神鹰（碳纤维复合材料）；航材股份、钢研高纳、图南股份（高温合金）；华秦科技、佳驰科技（隐身材料）；菲利华（石英纤维）。

六、风险提示

- ① 央国企改革进度不及预期，院所改制、混改、资产证券化等是系统性工作，很难一蹴而就；
- ② 部分军品低成本发展趋势下，可能会带来相关企业毛利率的波动；
- ③ 军品研发投入大、周期长、风险高，型号进展可能不及预期；
- ④ 随着军改深入以及订单放量，以量换价后导致相关企业业绩波动；
- ⑤ 行业高度景气，但如若短时间内涨幅过大，可能在某段时间会出现业绩和估值不匹配；
- ⑥ 信创与新质、新域装备等中长期投资逻辑赛道，可能存在无法在较短时间内反应在营收层面的情况，同时高研发费用可能会导致利润无法短期释放，存在短期估值较高的风险；
- ⑦ 军贸受国际安全局势等因素影响较大，当前国际安全局势等因素较为稳定，如果国际政治格局发生不利变化，将可能对公司的经营业绩产生不利影响；
- ⑧ 原材料价格波动，导致成本升高；
- ⑨ 宏观经济波动可能对民品业务造成冲击；
- ⑩ 行业重大政策调整可能会对军工板块走势产生中短期影响。

公司的投资评级如下:

买入:未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持:未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有:未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出:未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持:未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性:未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持:未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队:资本市场大型军工行业研究团队,依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势,以军工品质从事军工研究,以军工研究服务军工行业,力争前瞻、深度、系统、全面,覆盖军工行业各个领域,服务一二级市场,同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,再次申明,本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示:投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示,否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权,不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议,而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠,但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任,除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期,中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑,本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易,向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意,及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址:北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址:www.avicsec.com

联系电话:010-59219558

传 真:010-59562637