

2025 年 08 月 17 日

证券研究报告|行业研究|军工行业点评

国防军工

军工行业周报：当军机掠过阿拉斯加上空

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、核心观点

近期行情值得关注的几方面表现：

- ① 近三年（2022 年 8 月后），军工指数首次月线三连阳；
- ② 国防军工板块 7 月成交额 1.5 亿元，创历史最高；
- ③ 近期周成交额也创出历史新高；
- ④ 军工指数点位已突破去年“924”后的高点；
- ⑤ 若干公司股价年内纷纷创出历史新高；
- ⑥ 短期大涨后，轮动补涨逻辑初现。

当前几方面判断：

- ① 短期大涨后部分资金或有借“九三”阅兵利好获利了结倾向，可能将造成近期波动加大；
- ② 市场风险偏好不减、基本面改善（预期）较大、地缘政治刺激频频、资本运作力度提升，共同支撑着军工板块重心继续上移；
- ③ 热点板块如有回调依然应持续关注，同时滞涨标的机会也将逐步出现。

当地时间 8 月 15 日，美国总统特朗普与俄罗斯总统普京先后降落在阿拉斯加州安克雷奇军用基地，红毯走到一半，普京和特朗普二人的头顶突然传来轰鸣，一架 B-2 轰炸机带着四架 F-35 低空通场，声浪盖过记者提问，普京也略显意外地多次看向天空，特朗普则在一旁鼓掌示意。彼情彼景，国力和军力的关系不言而喻亦不容置疑。本周，国防军工（申万）指数涨跌幅（+0.15%）位列 31 个行业中的第 21 名。成交量方面，在上周军工板块成交额达

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

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

低空经济月报: 快与慢, 变局与新局 —2025-08-13
军工材料月报: 关注半年报披露 —2025-08-13
军工行业周报: 行业月成交额创新高后再看军工 —2025-08-03

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

到 5914.40 亿元 (+33.35%)，首次突破 5000 亿元，创下历史最高，周成交额占中证全指成交额比例为 6.29%，同样创历史新高的基础上，本周军工板块成交额达到 4632.58 亿元，虽较上周下降 10.82%，但仅次于上周，高于此前的历史最高点。在连续两周的历史最高级别周成交额的催化下，菲利华、建设工业、国机精工、西测测试、华测导航、高华科技、星辰科技、内蒙一机、长盈通、芯动联科、晶品特装、长城军工、航天南湖、西菱动力、北方长龙、旭光电子等 16 个上市公司收盘价达到历史新高，行业放量上涨。

近期，商业航天领域利好频现，揽月月面着陆器着陆起飞综合验证试验圆满完成、国内首台针对激光探测载荷的超高速星载处理器正样件完成研制并顺利交付整星测试、捷龙三号运载火箭成功发射吉利星座 04 组卫星、长征五号乙运载火箭成功发射卫星互联网低轨 08 组卫星、长征十号系列运载火箭系留点火试验成功、神舟二十号乘组航天员出舱活动取得圆满成功。回顾前七月，我国航天发射次数再创同期新高，各类新型号火箭研制进程加速、摩拳擦掌等待升空。展望下半年，我们判断，发射次数的环比有望明显增长，2025 全年我国航天发射次数有望再上新台阶。

结合多个新的卫星发射计划的提出，我国卫星发射数量在未来几年有望维持不断提速的趋势，并将在中长期持续支撑卫星制造产业的收入与净利润规模增速逐步提升。我们认为，在我国“航天强国”战略支撑下，随着卫星互联网、千帆星座等巨型星座进入实质性的建设阶段，我国商业航天产业有望摆脱传统项目制，迎来大批量生产阶段。站在当前时点，我们判断，短期内，商业航天发射和卫星星座建设仍将继续作为商业航天产业波动的重要驱动因素，事件刺激的敏感度将保持高位，而外部环境波动对商业航天相关上市公司冲击有限；中期看，卫星制造等细分领域的行业拐点已然不远，2025 年内基本面修复可期，主题活跃+业绩提振有望构成板块行情的主旋律；长期看，行业需求释放带动基本面持续改善与市场预期的不断兑现推动估值提升将促使商业航天板块走势持续在震荡中重心持续上移。

当前，“十四五”规划已步入收官冲刺阶段，八一建军节的余温尚未褪去，九三阅兵的脚步便已悄然临近，多重时间坐标的叠加，正推动军工板块迎来前所未有的格局重塑。从市场表现来看，军工板块近期呈现月线三连阳的强势走势、周成交额、成交额占比创历史最高，

叠加“九三”阅兵的催化效应，板块短期出现冲高行情。在连续上涨后，部分资金或将短期获利了结、资金落袋为安，板块短期内或将面临一定的波动压力。

但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，标志着军工又一个黄金时代的序幕开启。在这一战略指引下，军工行业或将彻底告别此前单纯依靠事件驱动的周期性波动模式，进入成长与价值并重、景气度持续提升的发展新阶段。

从板块成交情况、板块风格角度看：

① 截至 2025 年 7 月末，军工板块出现 22 年 8 月以来首次、“十四五”以来第三次月线三连阳（含 21 年一次四连阳）。从行情驱动逻辑看，本次三连阳与前两次存在本质差异：2021 年 5-8 月四连阳系 2021 年 1-4 月四连阴后的估值修复行情，2022 年 5-7 月三连阳则为 2022 年 1-4 月累计跌幅达 37%后的超跌反弹。而本次三连阳前，军工板块整体运行态势相对平稳，其行情触发因素并非前期调整后的修复需求，而是源于“九三阅兵”、“十四五”收官、“十五五规划”前夕等关键时间节点临近所带来的行业发展预期确定性增强。

② 国防军工板块月成交额首次突破 1 万 4 千亿，达到 15272 亿元，为历史最高，同时军工板块月成交额占中证全指成交额比例首次连续三月超过 4%，军工板块近三月放量增长趋势明显。

③ 随着相关个股大涨或者创新高，资金开始寻找洼地，轮动补涨逻辑或将出现，如军工材料领域，前期滞涨的佳驰科技、华秦科技近 1 月（6 月末至 8 月 1 日）涨幅 49.50%、26.51%显著超过其余军工材料上市公司；主机厂中期滞涨的航发动力近 1 月涨幅 13.48%，涨幅居前。

从基本面、资金面以及情绪面角度来看：

① 资金面上，被动增量资金大量流入。2025 年以来，截至 8 月 1 日，军工领域（含低空经济、商业航天等大军工领域）的主题 ETF 规模由年初的 297.33 亿元增至 536.04 亿元，增幅超过 80%。份额方面，规模较大的国泰中证军工 ETF（+50%）、富国中证军工龙头 ETF（+110%）、国防 ETF（+95%）、广发中证军工 ETF（+55%）的份额均较年初高速增长。大军工主题基金，时隔多年密集发行，跟踪低空经济、商业航天等大军工主题指数的多个 ETF 也在 2025H1 集中

发行，当前合计规模已经接近 20 亿元；

②基本上，呈现出“弱现实，强预期”。尽管军工行业在 2024 年年报表现不佳，2025Q1 也尚未展示出拐点，但“十四五”已经进入攻坚阶段，国务院宣布中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 80 周年纪念活动将举行包括阅兵式在内的一系列重要活动，同时将展出新一代传统武器装备以及各类新型作战力量，也再次提升了市场对军工主赛道业绩修复以及新域新质领域“十五五”高速发展的预期，与此同时，多家航空航天领域中上游上市公司也公告了重大合同或中标通知书；

③情绪面上，地缘政治变化对军工板块估值的刺激在影响力度和时间长度上明显提升。今年以来，包括印巴冲突、伊以冲突等地缘政治冲突多次刺激提升了市场对军贸的关注度，军贸扩容军工市场天花板，成为第二增长曲线的预期显著提升了板块整体估值水平。

在此，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。

三、2025Q2 军工行业持仓分析

2025Q2 公募基金持仓规模明显提升。截至 2025Q2，公募基金军工持仓规模（重仓股，下同）为 1122.96 亿元（环比提高 23.14%），位列 9/31，较 2025Q1 上升一位；军工持仓比例为 4.33%（环比提高 0.80pcts），超配 0.28pcts。其中，主动型基金持仓比例为 3.13%（环比上升 0.53pcts），被动型基金持仓比例为 1.20%（环比上升 0.27pcts）。

外资持仓分析：外资持仓军工规模下降，规模占比 1.83%。截至 2025Q2，军工行业外资持仓规模为 355 亿元（环比提高 13%），持仓占比 1.83%（环比下降 0.03pcts）。2025Q2 公募基金和外资持仓前十中，共同持有中航沈飞、航发动力、中航光电。

四、军工行业上市公司 2025 年半年报披露情况

截至 2025 年 8 月 15 日，共计 82 家企业公布 2025 年半年度业绩预告、快报，其中 48 家业绩预增，34 家业绩预减。涨幅居前的上市公司主要围绕船舶、防务、航天等产业链。如净利润方面，智明达

与增长 2147.93%-2147.93%，航天科技预增长 1628.83%-2315.27%，纳睿雷达预增长 860.00%，高德红外预增长 734.73%-957.33%，广大特材预增长 367.51%，北方导航预增长 241.48%-261.69%，中国重工预增长 181.09%-237.30%，芯动联科预增长 144.46%-199.37%等。

综合来看，在市场对军工的“强预期”作用下，军工板块的估值水平已经较 2024 年底提升至一个新阶段。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。

对于全年及下半年军工行业研判，我们认为：

① 军工上市公司已逐步发布半年报业绩预报、快报，预喜或将频现，在 2024 年经历十年“最差”中报后，未来基本面和情绪面修复可期，当前行业整体已看不到更多的利空或者潜在利空；

② 从节奏上看，考虑到“十四五”已经进入攻坚阶段，“补课”需求时不我待，短期内行业整体景气度有望保持上行，军工行业的上中下游基本面修复有望同步发力，业绩整体同步实现回暖，下半年整体将好于上半年，业绩有望逐季度环比提升；

③ 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；

④ 年初以来，低空经济、商业航天、深海科技、大飞机、军事智能化等主题高度活跃，我们认为，这些大军工新城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。

⑤ 短期内，在当前所处的年报、一季报发布后的消息真空期内，印巴冲突、以伊冲突等地缘政治变化对军工板块的刺激也将在影响力度和时间长度上放大更为明显。

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。

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；
- ③ 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。

四、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）。

正文目录

近一周行情	10
重要事件及公告	10
一、 2025Q2 军工行业持仓分析	11
(一) 机构持仓分析：2025Q2 公募基金军工持仓规模大幅提高，持仓比例也有所提升	12
(二) 外资持仓分析：外资军工持仓规模大幅提高，持仓占比基本小幅增长	14
二、 上市公司“两船合并”进入收官阶段	16
三、 2025H1 军工板块行情驱动分析	17
四、“九三阅兵”有望提升军工市场关注度，多家军工上市公司披露重大合同	18
五、 大军工：受益军工技术及市场，大幅提升行业天花板	19
(一) 低空经济：多领域齐发力助力低空“高飞”	20
(二) 军事智能化保障赢得聪明、赢得主动	21
(三) 新战争格局，新军贸	24
1、 全球军贸的发展趋势研判：整体有望迎来快速修复	24
2、 中国军贸的发展趋势研判：由恢复式增长向供需共振驱动增长转变	26
(四) 商业航天：我国商业航天将迎来高密度发射期	27
六、 军工上市公司 2025 年半年度业绩情况	30
七、 本周市场数据	33
(一) 估值分位	33

（二） 军工板块成交额及 ETF 份额变化	33
（三） 融资余额变化	35
八、 军工三大赛道投资全景图	35
九、 建议关注的细分领域及个股	41
十、 风险提示	43

图表目录

图 1 公募基金军工持仓规模位列全行业 9/31	12
图 2 2025Q2 公募基金军工持仓比例有所提高	12
图 3 2025Q2 主动型基金军工持仓比例及被动型基金军工持仓比例均环比上升 ...	13
图 4 2025Q2 排除军工主题基金，主动型公募基金持仓比例环比上升	13
图 5 军工行业外资（陆股通+QFII）持仓规模	14
图 6 2023 年以来军工行业融资余额占流通市值比例	16
图 7 2024 年下半年以来，军工板块表现出强烈的“拉估值”行情	17
图 8 低空经济产业组成	20
图 9 军事智能化要求的作战能力和形成的闭环效果	23
图 10 2023-2024 年全球军贸指标出现调整(单位:亿 TIV)	25
图 11 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	26
图 12 2025 年上半年业绩预告（快报）数据统计	31
图 13 军工板块成交量变化	34
图 14 两市融资余额与军工行业融资余额走势情况	35
图 15 军工主赛道投资全景图	37
图 16 大军工赛道投资全景图（一）	38
图 17 大军工赛道投资全景图（二）	39
图 18 新域新质赛道投资全景图	40
图 19 三大赛道各细分领域投资特点对比	41

近一周行情

本周，国防军工（申万）指数（+0.15%），行业（申万）排名（21/31）；

上证综指（+1.70%），深证成指（+4.55%），创业板指（+8.58%）；

涨幅前五：烽火电子(+38.73%)、菲利华(+30.81%)、特发信息(+29.89%)、华曙高科(+20.66%)、中国长城(+18.98%)；

涨幅后五：兴图新科(-11.54%)、爱乐达(-10.79%)、捷强装备(-9.82%)、甘化科工(-8.96%)、天秦装备(-8.48%)。

重要事件及公告

8月11日，中国海警局新闻发言人甘羽表示，菲律宾组织多艘海警船、公务船，以给渔船运补为幌子，不顾中方一再劝阻和警告，执意侵闯中国黄岩岛附近海域。中国海警依法对菲船采取跟监外逼、拦阻管制等必要措施予以驱离，现场操作专业规范、正当合法。

8月11日，据航天驭星消息，近日，航天驭星完成4.3亿元C+轮融资。

8月12日，空客直升机向上海捷德航空技术有限公司交付中国首架H160直升机，标志着H160直升机正式在中国投入运营。

8月12日，据中国证监会网站消息，中科宇航在广东证监局办理辅导备案登记，拟申请首次公开发行股票并在科创板上市。

8月12日，据览翌航空消息，近日，览翌航空成功完成数千万Pre-A轮首轮融资，本轮投资由合肥产投独家注资。

8月12日，海兰信公告，公司拟通过发行股份及支付现金方式购买海南省信息产业投资集团有限公司等17名股东持有的海兰寰宇100%股权，同时拟向不超过35名特定投资者发行股份募集配套资金。根据评估结果，确定标的公司100%股权的最终交易价格为10.51亿元。其中，以发行股份形式向交易对方支付的交易对价为7.01亿元，发行价格为6.74元/股。

8月13日，南部战区海军新闻发言人何铁城海军大校表示，美“希金斯”号驱逐舰未经中国政府批准，非法闯入中国黄岩岛领海，中国人民解放军南部战区海军组织兵力，依法依规跟踪监视、警告驱离。

8月13日，中央军委委员、中央军委联合参谋部参谋长刘振立同来华访问的澳大利亚国防军司令约翰斯顿举行会谈。

8月13日，长征五号乙运载火箭/远征二号上面级在中国文昌航天发射场升空，随后将卫星互联网低轨08组卫星送入预定轨道，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 588 次发射。

8 月 13 日，豪能股份公告，公司拟以自有资金对重庆豪能增资 1 亿元人民币；同时，公司拟在不改变募投项目总投资额及募集资金投资总额的情况下，调整募投项目“新能源汽车关键零部件生产基地建设项目”的内部投资结构。

8 月 13 日，陕西华达公告，公司筹划以发行股份方式购买陕西华经微电子股份有限公司（简称“华经微电子”）100%股权，同时募集配套资金。公司股票 8 月 13 日起开始停牌。

8 月 14 日，楚江新材公告，公司控股子公司江苏天鸟拟以自有资金 3 亿元投资建设空天复合材料高性能纤维预制体产业化项目。

8 月 14 日，长盈通公告，公司拟通过发行股份及支付现金方式，收购武汉生一升光电科技有限公司 100%股权事宜，获上海证券交易所并购重组审核委员会审核通过。

8 月 14 日，甘化科工公告，公司拟以 3.88 亿元收购甘鑫科技 65%股权。

8 月 14 日，广哈通信公告，公司拟投资约 3 亿元在广州市黄埔区建设智能指挥调度产业园，以落实公司“智能指挥调度”战略，满足日常生产经营和业务发展需要。

8 月 15 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系留点火试验，我国载人月球探测工程研制工作又取得一项重要阶段性突破。

8 月 15 日，中国重工公告，公司已于 2025 年 8 月 14 日向上交所提交 A 股股票主动终止上市的应用。

8 月 15 日，东华测试公告，公司发布了 2025 年度向特定对象发行 A 股股票的预案（修订稿）。本次发行旨在通过向不超过 35 名特定对象发行股票，募集资金总额不超过 1.50 亿元，用于智能化测控产业升级项目和补充流动资金。

8 月 15 日，康达新材公告，公司拟以现金方式使用自有及自筹资金人民币 2.75 亿元收购中科华微 51%的股权。

8 月 15 日，天宜新材公告，公司全资子公司绵阳天宜涉及两起诉讼案件，分别为建设工程施工合同纠纷及分包合同纠纷，涉诉金额合计约 1.01 亿元。

8 月 15 日，经过约 6.5 小时的出舱活动，神舟二十号乘组航天员陈冬、陈中瑞、王杰密切协同，在空间站机械臂和地面科研人员的配合支持下，圆满完成既定任务，出舱活动取得圆满成功。

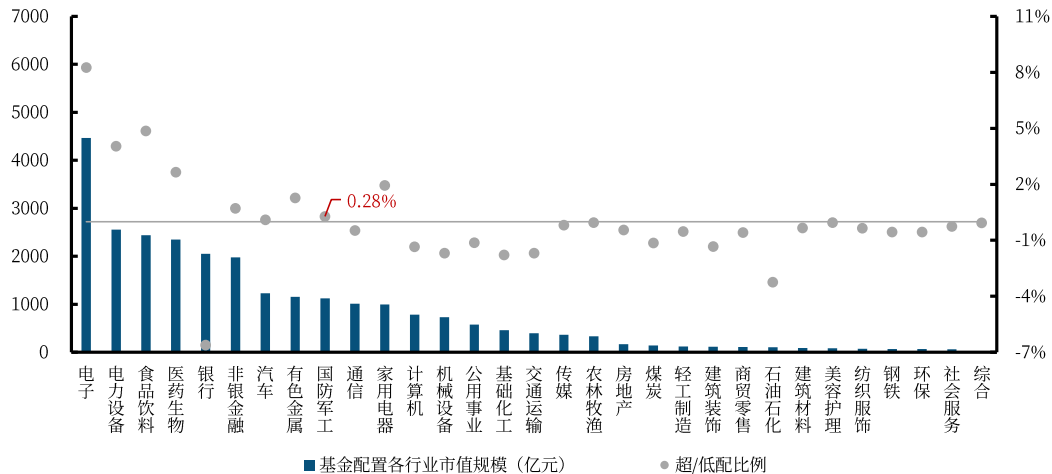
8 月 16 日，雷科防务公告，公司拟以全资子公司西安恒达微波技术开发有限公司为主体，投资 3 亿元建设恒达微波装备智能制造中心。

一、2025Q2 军工行业持仓分析

（一）机构持仓分析：2025Q2 公募基金军工持仓规模大幅提高，持仓比例也有所提升

截至 2025Q2，公募基金军工持仓规模（重仓股，下同）为 1122.96 亿元（环比提高 23.14%），位列 9/31，较 2025Q1 上升一位；军工持仓比例为 4.33%（环比提高 0.80pcts），超配 0.28pcts。

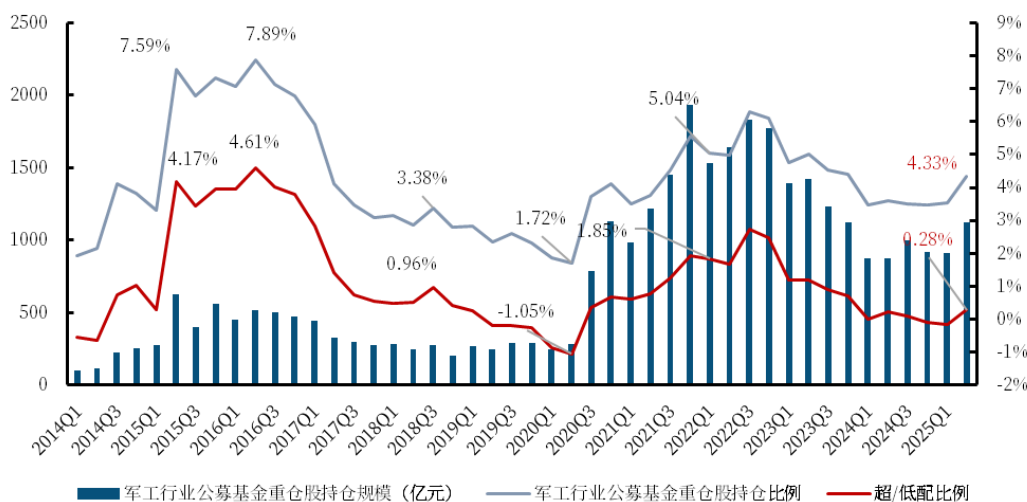
图1 公募基金军工持仓规模位列全行业 9/31



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2025Q2），注：数据统计范围为基金重仓股

其中，主动型基金持仓比例为 3.13%（环比上升 0.53pcts），被动型基金持仓比例为 1.20%（环比上升 0.27pcts）。

图2 2025Q2 公募基金军工持仓比例有所提高

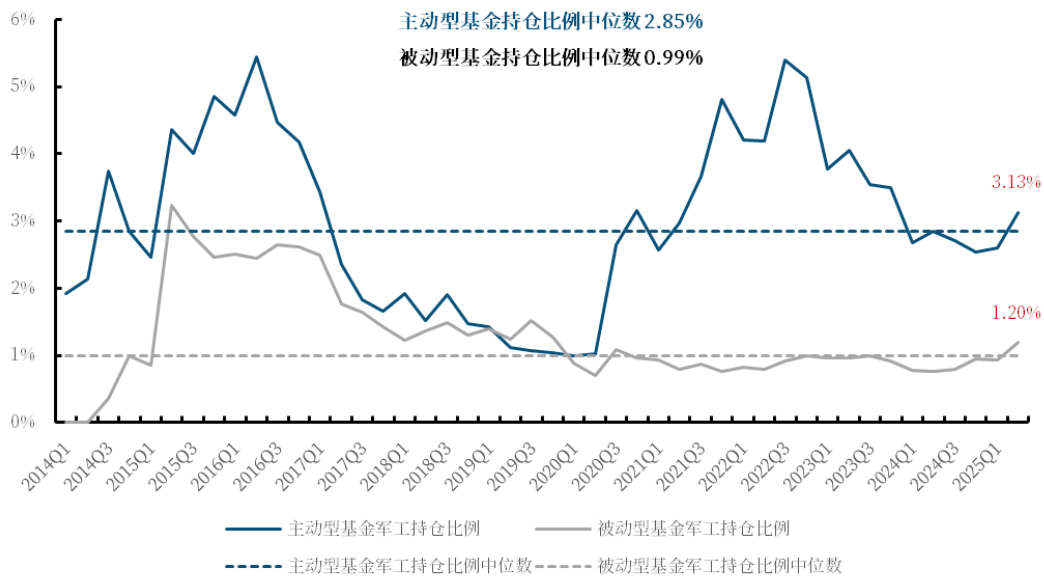


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2025Q2），注：数据统计范围为基金重仓股

注：持仓比例=基金持仓行业市值规模/基金持仓 A 股市值规模；标配比例=行业总市值/全部 A 股总市值；

超配比例=持仓比例-标配比例

图3 2025Q2 主动型基金军工持仓比例及被动型基金军工持仓比例均环比上升



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2025Q2），注：数据统计范围为基金重仓股

排除军工主题基金，主动型公募基金重仓持军工股规模为 554.07 亿元（环比上升 15.13%），持仓比例为 2.14%（环比上升 0.28pcts）。

图4 2025Q2 排除军工主题基金，主动型公募基金持仓比例环比上升



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2025Q2），注：数据统计范围为基金重仓股

按军工持仓规模（重仓股）排名，公募基金前二十名分别为富国基金、广发基金、华夏基金、易方达、鹏华基金、国泰基金、南方基金、交银施罗德、国投瑞银、博时基金、前海开源、永赢基金、景顺长城、华安基金、长城基金、大成基金、招商基金、嘉实基金、中欧基金、长信基金。

表1 基金公司排名

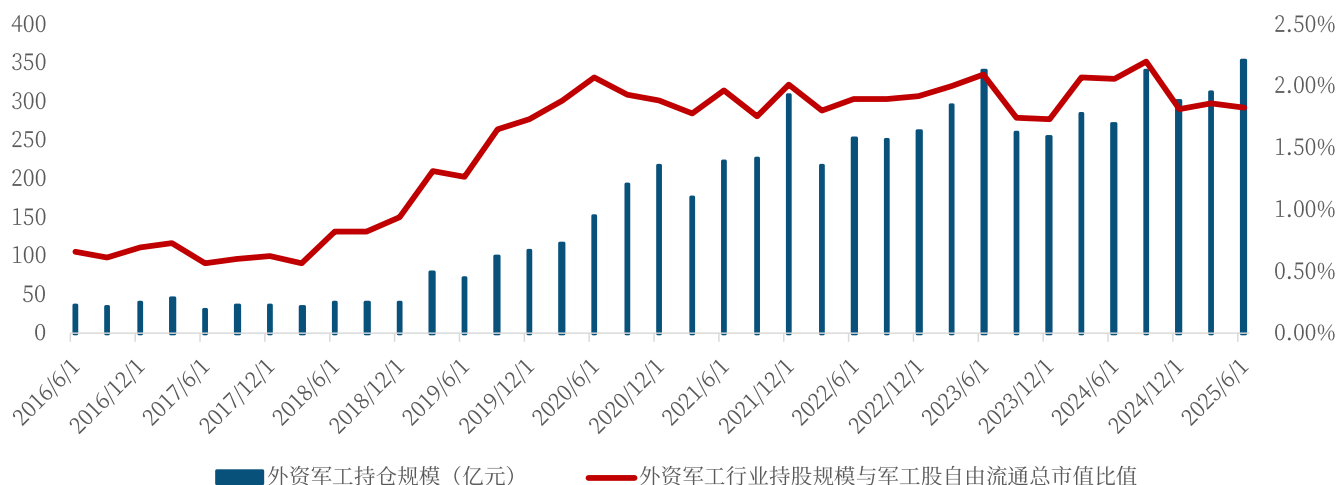
公司名称	2025Q2 军工持股总市值 (亿元)	2025Q2 军工持股排名	2025Q1 军工持股总市值 (亿元)	2025Q1 军工持股排名	排名变化	2025Q2 持股总市值 (亿元)	2025Q2 军工持股总市值/持股总市值	2025Q2 基金资产净值 (亿元)	2025Q2 军工持股总市值/资产净值
富国基金	130.75	1	83.33	3	+2	1028.06	12.72%	2667.31	4.90%
广发基金	101.84	2	84.15	2	/	1148.41	8.87%	3251.75	3.13%
华夏基金	100.44	3	61.73	4	+1	2858.58	3.51%	8293.87	1.21%
易方达	78.32	4	87.00	1	-3	3195.78	2.45%	9464.32	0.83%
鹏华基金	69.64	5	54.17	5	/	663.50	10.50%	1406.97	4.95%
国泰基金	67.68	6	52.25	6	/	852.66	7.94%	1727.65	3.92%
南方基金	52.96	7	45.65	7	/	774.39	6.84%	3919.43	1.35%
交银施罗德	42.02	8	38.72	8	/	426.49	9.85%	951.29	4.42%
国投瑞银	35.05	9	24.07	13	+4	116.27	30.15%	297.63	11.78%
博时基金	30.26	10	24.46	12	+2	412.14	7.34%	1145.28	2.64%
前海开源	28.34	11	19.45	14	+3	214.30	13.22%	415.57	6.82%
永赢基金	24.16	12	19.18	15	+3	235.68	10.25%	326.98	7.39%
景顺长城	22.45	13	24.69	11	-2	768.56	2.92%	1919.52	1.17%
华安基金	22.19	14	28.25	9	-5	504.50	4.40%	1380.34	1.61%
长城基金	20.82	15	8.03	21	+6	107.44	19.38%	206.25	10.10%
大成基金	19.00	16	26.71	10	-6	353.40	5.38%	821.00	2.31%
招商基金	18.46	17	17.10	16	-1	731.24	2.52%	1620.79	1.14%
嘉实基金	18.31	18	14.75	18	/	1245.15	1.47%	3971.80	0.46%
中欧基金	17.66	19	11.28	20	+1	715.61	2.47%	1547.92	1.14%
长信基金	14.61	20	5.87	27	+7	56.52	25.86%	136.09	10.74%

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2025Q2，注：数据统计范围为基金重仓股）

（二）外资持仓分析：外资军工持仓规模大幅提高，持仓占比基本小幅增长

截至 2025Q2，军工行业外资持仓规模为 355 亿元（环比提高 13%），持仓占比 1.83%（环比下降 0.03pcts）。

图5 军工行业外资（陆股通+QFII）持仓规模



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2025Q2）注：数据统计范围为基金重仓股；由于沪深交易所沪深股通信息披露机制调整为每季度第五个沪深股通交易日公布上季度末单只证券的沪深股通投资者合计持有数量，故外资持仓规模统计同步调整为按照季度进行统计

2025Q2 公募基金和外资持仓前十中，共同持有中航沈飞、航发动力、中航光电。

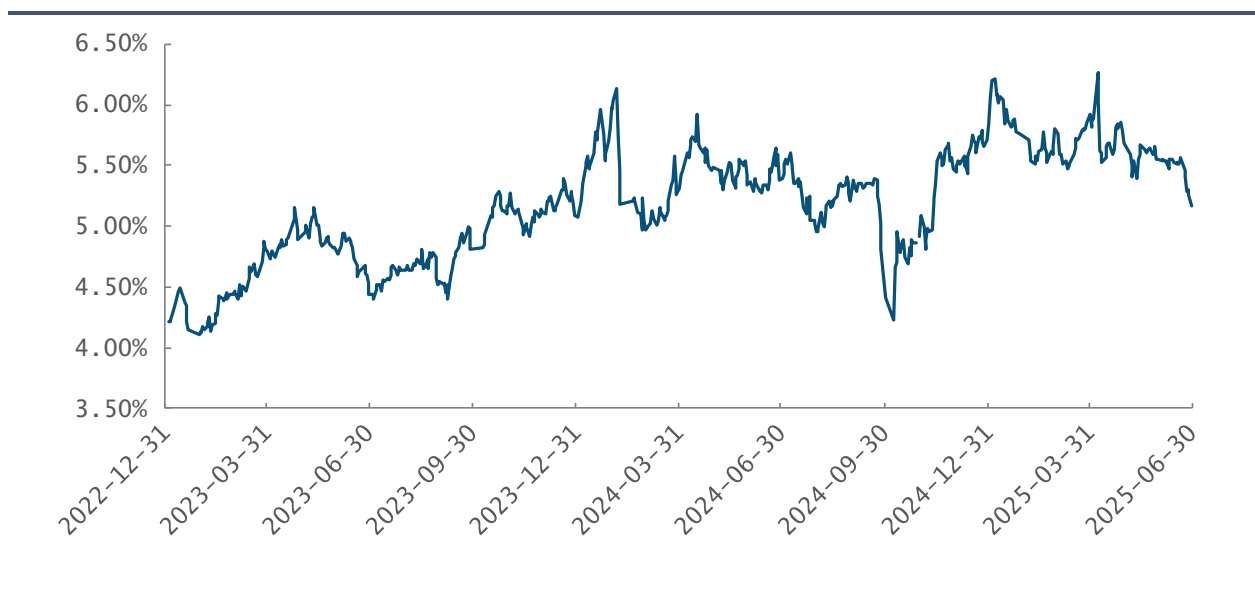
表2 公募基金及外资军工持仓前十名（灰底色为共同持有）

公募基金 持仓前十名	主动型基金 持仓前十名	被动型基金 持仓前十名	外资 持仓前十名
中航沈飞	中航沈飞	中航沈飞	中国船舶
中航光电	睿创微纳	中航光电	航发动力
睿创微纳	中航光电	航发动力	中航沈飞
航发动力	菲利华	中航西飞	光启技术
菲利华	中航高科	中国船舶	中国重工
中航高科	国睿科技	中航机载	应流股份
中航西飞	广东宏大	海格通信	睿创微纳
中国船舶	航天电器	光启技术	西部超导
国睿科技	航发动力	中国重工	中航光电
广东宏大	振华科技	航天电子	中航机载

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2025Q2）

截至 2025 年 6 月 30 日，军工行业融资余额为 1000.57 亿元（相比 2025Q1 减少 2.37%）。融资余额占流通市值比例为 5.16%（相比 2025Q1 减少 0.75pcts）。

图6 2023 年以来军工行业融资余额占流通市值比例



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2025/6/30）

二、上市公司“两船合并”进入收官阶段

8 月 4 日，中国船舶公告，公司拟开展吸收合并重大资产重组项目的异议股东收购请求权有关事宜，于 8 月 13 日起开始停牌，这标志着中国造船工业史上规模最大的资本市场运作进入最后的收官阶段。对于本次上市公司“两船合并”我们给出如下判断：

①上市公司层面的“两船合并”并非是无风起浪，早在两船集团合并后的 2021 年中国船舶集团便承诺“在 5 年内稳妥推进符合注入上市公司的相关资产及业务整合以解决同业竞争问题”，本次整合是预期之中；

②中国重工集中对下资产进行处置与配置，包括购买港船重工相关民船建造资产及武船航融 100%股权，出售渤船重工 100%股权、宜昌船机停业解散等，为后续上市公司的“两船合并”做足前期准备；

③新“国九条”中明确提出“加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场”、“完善吸收合并等政策规定，鼓励引导头部公司立足主业加大对产业链上市公司的整合力度”，本次两船上市公司合并是央企集团对新“国九条”的有效响应；

④本次整合中中国船舶下属子公司江南造船、广船国际，中国重工下属子公司大

船、武船均为我国重要的军品舰船建造单位，尤其是江南、大船更是堪称新中国海军舰艇的摇篮，我国的三艘航空母舰“辽宁”、“山东”、“福建”便是在大船、江南完成的总装、下水。军用船厂的整合、并购是各国提升国防工业基础建设、提升军用舰艇能力的重要手段之一，美国的诺格海事部门收购纽波特纽斯船厂并与旗下英格尔斯船厂合并成立亨廷顿英格尔斯工业、英国 BAE 系统公司与 VT 集团合并相关船厂成立 BVT 公司等均是这一手段的具体案例。我们认为，本次上市公司的“两船合并”可以看作是我国重要军品建造船厂的能力再整合，该举措将有效提升我国海洋领域的国防工业基础建设、为后续我国军船建设提供有利支撑；

⑤当前民船行业正处于高速发展的景气大周期，船厂排期已普遍至 2028、2029 年。但在本轮大周期中船厂普遍扩产意愿相对有限，因此把握船厂的竞价签单的“进项”与产能利用能力“产出”的平衡点是本轮中船厂盈利的关键点之一。本次上市公司的“两船合并”后中国船舶集团从更高层级统筹、规划下属船厂的接单、排期情况并从中优化订单结构、提高产能利用。这一举措有望减少我国船厂的同业竞争压力，有效地巩固我国船厂在优势船型的领先地位，并助力我国船厂在绿色和中高端船型的国际竞争中打开全新局面。

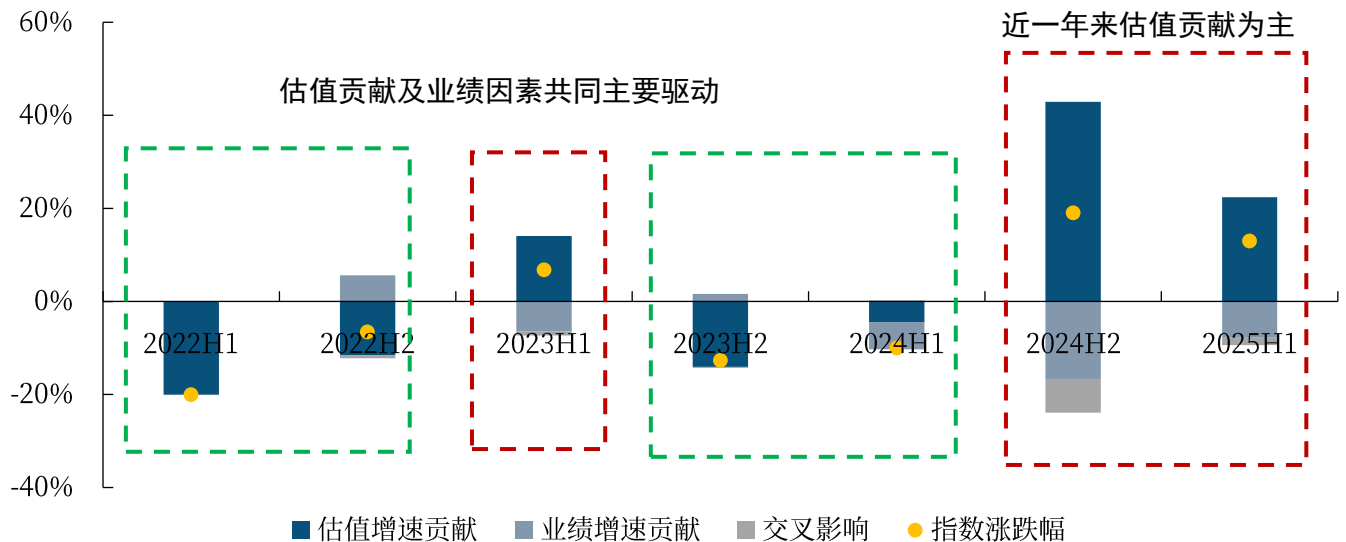
三、2025H1 军工板块行情驱动分析

为深入对军工行业的估值进行分析和判断，我们选取国防军工（申万）指数涨跌幅作为军工行业整体涨跌幅指标，并将军工行业的涨跌幅拆分为业绩贡献（EPS 涨跌幅）、估值贡献（PE 涨跌幅）以及二者的交叉影响。

如下图所示，截至 2025 年 6 月 30 日，按照半年度拆分来看，2022 年以来，军工行业（申万）半年度涨跌幅分别为-20.05%、-6.57%、6.76%、-12.69%、-10.03%、19.01%以及 12.99%。军工行业自 2024 年下半年以来，走势呈现震荡上行态势，其主要驱动因素为估值驱动，即“拉估值”。

军工板块近一年来表现出强烈的“拉估值”行情。自 2024 年 9 月 24 日以来，军工板块的走势伴随整体 A 股风险偏好的回暖而“水涨船高”。近一年来，低空经济、商业航天、深海科技、大飞机、军事智能化、军贸等“大军工”和新域新质主题高度活跃，俄乌冲突、巴以冲突、印巴冲突、伊以冲突等地缘事件陆续发酵、反复演绎，推动军工板块热度持续升温。

图7 2024 年下半年以来，军工板块表现出强烈的“拉估值”行情



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

考虑到“十四五”已经进入攻坚阶段，“补课”需求时不我待，短期内行业整体景气度有望保持上行，军工行业的上中下游基本面修复有望同步发力，业绩整体同步实现回暖，下半年整体将好于上半年，业绩有望逐季度环比提升，届时军工行业有望再次迎来基本面修复和估值提升的“双击”。

四、“九三阅兵”有望提升军工市场关注度，多家军工上市公司披露重大合同

今年 9 月 3 日，我国将举办中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 80 周年纪念阅兵活动。据悉，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。

当前，以巴以、俄乌等为代表的冲突无一不展现了新战争形态对于新型武器装备的需求，以“智能化、体系化、信息化”为代表的新质新域作战力量已成为大国战略竞争的制高点和制胜未来的关键力量，也将是发展的重点方向。尽管军工行业在 2024 年年报表现不佳，2025Q1 也尚未展示出拐点，但“十四五”已经进入攻坚阶段，本次阅兵也将再次提升市场对军工主赛道业绩修复以及新域新质领域“十五五”高速发展的预期。

与此同时，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。

表3 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)
2025-07-14	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 7 月 5 日）

五、大军工：受益军工技术及市场，大幅提升行业天花板

“十四五”以来，军工行业快速发展之际，军工行业的范畴也今非昔比，已扩容至民机、低空经济、商业航天等诸多军民结合领域，军工行业的市场空间和天花板已得到数量级和实质性的抬升。与此同时，新的战争形态催生出新的作战需求，衍生出新的作战力量，有望推动无人战、电子战、空间战等军事信息化、智能化进程加速发展。

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。大军工赛道各细分领域投资全景如下图所示。

（一）低空经济：多领域齐发力助力低空“高飞”

低空经济是以低空空域为依托，以各种有人客运飞行器和无人驾驶航空器的各类飞行活动为牵引，辐射带动相关领域融合发展的综合性经济形态。低空经济产业涉及民用、警用和军用等多个领域，横贯一二三产业，涵盖上中下游整个发展链条，具有“多领域、跨行业、全链条”的特点。

低空经济产业是由通用航空产业发展而来的衍生行业，在“低空经济”一词首次纳入国家规划前，最常提及的关联词是通用航空。与通用航空产业组成结构类似，低空经济产业由低空制造、低空飞行、低空保障、综合服务四部分构成。其中“低空制造”是为低空飞行活动提供整机及配套产品；“低空飞行”是低空经济产业的核心，对整个低空经济的发展起牵引和带动作用；“低空保障”是指为低空飞行和空域安全提供保障服务的相关产业；“综合服务”是指支撑和辅助的各种服务性产业。

图8 低空经济产业组成



资料来源：前瞻产业研究院，中航证券研究所

一、三大“先后”是低空经济产业的发展路径指引

5月20日，国家发改委召开5月份新闻发布会。新闻发言人李超表示，近年来，各有关部门和地方结合发展实际，积极探索发展包括低空旅游在内的低空经济场景业态。但也要看到，低空飞行的安全风险隐患仍然不容忽视，安全是低空经济发展的首要前提。按照工作部署，国家发展改革委将会同有关部门，按照先载货后载人、先隔离后融合、先远郊后城区的原则，在严控风险、确保安全的前提下，分类有序拓展低空经济应用场景，稳妥推进低空旅游、航空运动、消费级无人机等低空消费发展。

发改委作为国民经济和社会发展宏观调控和综合协调的重要部门，其主导此次会

议不仅为当前低空经济发展注入了强劲动力，更明确了未来一段时期内低空经济产业发展的路径指引。

二、低空经济重点产业发展现状：通用航空与无人机产业发展喜忧参半

在低空经济产业中，通用航空产业的规模占据绝大部分，并且在未来发展中，通用航空的规模还会继续保持有效增长，因此对于整个低空经济产业来说，通用航空是主体产业。相对于我国有人机产业来讲，无人机产业发展虽然起步较晚，但势头强劲，在低空经济发展中的牵引和带动作用日益增强，未来规模化应用的无人机对有人机的替代程度也将逐步提高，对各行业的渗透程度也会日益深广，其主导作用体现得越来越强，因此无人机产业又被称之为低空经济的主导产业。

根据《2024 年民航产业统计公报》显示，官方发布的通用航空 2024 年飞行时长、航空器数量等整体数据反映出我国通用航空产业发展进度不及预期，当前我国低空经济产业发展仍然处于起步期，通用航空产业在未来的很长一段时间仍然将是低空经济的主体产业，国家应当加大扶持通航产业发展力度，为低空经济产业发展奠定良好的基础。

从整个 2024 年无人机产业数据显示，中国民用无人机产业迎来高速增长，从企业注册、用户规模到应用场景均呈现跨越式发展，低空经济正成为无人机行业新增长点，产业正式步入高增长的黄金周期。

三、eVTOL 产业成为国际低空产业竞争的焦点领域之一

较之传统航空产业，以 eVTOL 为代表的新能源航空器正在加快推动我国航空产业转型升级。新能源航空器有可能成为继新能源汽车之后我国另一个“换道超车”的领域。

eVTOL 是指以电力作为飞行动力来源且具备垂直起降功能的航空器，具有垂直起降、智能操作、快捷机动、低成本、低噪音、零排放、易维护、高安全等特点，顺应了电气化、绿色化、智能化的发展趋势，是一种面向未来城市空中交通（UAM）场景、更符合未来城市综合立体交通系统的飞行器形态，为超大城市、都市圈及城市群创造了新的通勤方式，将对未来社会、经济、安全 and 环境等方面产生重大影响，潜在价值空间较高。

综合来看，中美两国 eVTOL 行业发展较为领先，美国基于通用航空产业基础，正积极拓展 eVTOL 行业在国防军事，先进空中交通的应用，并在中东区域进行大力布局，取得较好的进展。中国则得益于新能源汽车产业链、无人机产业链、航空技术的蓬勃发展及深厚积累，在航空电池、电机、材料、整机制造等环节占据优势。我们预计，在未来一段时间，eVTOL 的竞争也将主要在中美两国之间展开，当前竞争的焦点仍旧是飞行器动力系统突破、适航法规完善、国内及国际市场落地进展。

（二）军事智能化保障赢得聪明、赢得主动

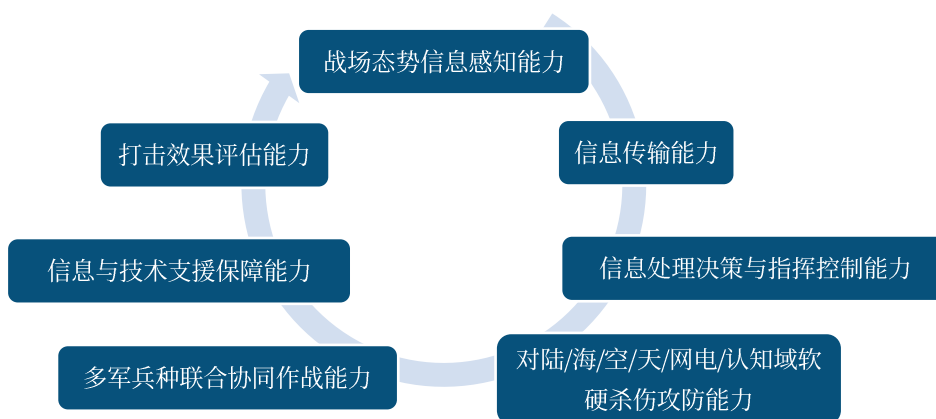
社会形态开始向智能化演变的时候，战争形态必将随之向智能化演变。从历史上看，战争形态先后经历了从冷兵器战争、热兵器战争、机械化战争到信息化战争的若干次演变，目前正在向智能化战争演进。第一阶段：以蒸汽机、内燃机等为代表的机械化时代，核心是“动”，主导力量是火力和机动力，追求以多胜少、以大吃小、以快制慢；第二阶段：以互联网、精确制导等为代表的信息化时代，核心是“联”，主导力量是信息力，建立“从传感器到射手”信息的无缝链接，追求以体系对局部、以网络对离散；第三阶段：以深度学习、自主决策等为代表的智能化时代，核心是“算”，主导力量是智力，追求以智驭能、以智制能，以虚制实、以优胜劣，AI 主导、算法制胜。

智能化涉及国防和军队建设各个方面。从作战角度讲，智能化涉及情报处理、辅助决策、火力打击、网络攻防、电子对抗、综合保障等作战各个环节和领域，包括无人作战系统本身也需要智能技术提升其自主能力。比如装备智能化，就是通过在装备上配置必要的传感器和智能计算系统，使其能够自主感知、预测、规划、决策，实现基于自身平台的“小闭环”与战场 C4ISR 系统的“大闭环”相结合，自主完成作战任务，而不必依赖于庞大、复杂的保障，实现武器装备的高自主性、快速性和精确性。又比如集群智能化，是通过多个子系统的去中心化、自适应、分布式控制，实现诸多模块化低成本系统的作战效能提升。网络攻防智能化，就是通过人工智能技术，系统能够自主学习网络环境并自行生成特定恶意代码，实现对指定网络的攻击、信息窃取等操作。同时，又能够根据对方攻击，自动检测漏洞、安装补丁，实现网络动态自愈。美军实验表明，智能化的网络攻击成功率可达人类攻击者的 6 倍。因此，智能化作战，不是某一方面或某一领域力量的作战，而是智能技术融入武器装备中的整体性运用。智能化不是简单的无人化，它们在某些方面有交叉或重叠，但不能画等号。智能化作战涉及作战领域各个方面，是以智能技术应用为特征的整体性作战，而无人化作战仅是智能化作战中的一个子作战样式或作战方式。

智能化进程将呈现渐进式。智能化战争时代，有人为主、无人为辅是初级阶段；有人为辅、无人为主是中级阶段；规则有人、行动无人是高级阶段。智能化战争条件下，作战不再是能量的逐步释放和作战效果的线性叠加，而是非线性、涌现性、自生长、自聚焦等多种效应的急剧放大和结果的快速收敛。智能化作战体系将逐步具备自适应、自学习、自对抗、自修复、自演进等能力，成为一个可进化的类生态和博弈系统。

军事智能化是信息化的延伸和升级，赋能各作战环节流程（即“OODA 环”），从而实现整体作战效果升级。信息化指充分利用现代信息技术开发利用信息资源，促进信息交流和知识共享，推动军事、经济、社会发展转型的历史进程。信息化具有提高军事效能的作用，可通过数字化、网络化、一体化、作战云和数字孪生等实现多种平台跨域联合作战。而智能化则更进一步，在信息互通互融的基础上赋予系统对客观事物进行合理分析，判断及有效地处理、行动的综合能力，是信息化垂直向下的深度融合。以人工智能为例，其三大要素为数据、算法、算力，数据是大数据；算法是机

器学习、深度学习、强化学习；算力是超级运算、云计算和未来的量子计算，均需要以充分的信息化为基础。基于技术层面的支撑和应用层面的实现，军事智能化最终形成的作战效果是一个以信息为主导，具备战场感知、信息传输、处理决策、指挥控制、任务执行、效果评估等作战能力的闭环过程。20 世纪 70 年代，美军提出了“OODA”理论，即观察、判断、决策和行动。随着以人工智能为首的新兴技术加速向军事领域转移，智能化赋能“OODA”循环，提高全面性、精准性、一致性，实现作战效果升级。

图9 军事智能化要求的作战能力和形成的闭环效果


资料来源：中航证券研究所整理

表4 军事智能化在“OODA”循环中的赋能

环节	赋能效果	智能化技术	具体内容
观察	态势全维感知	智能化观察装备	通过数据处理模型精准获取各类情报信息数据，融合再生战场态势信息，快速实时形成容量大、覆盖全、情况准的战场态势图。
		智能传感与自主组网技术	快速部署各类智能感知节点，基于任务自适应协同感知战场，构建透明可见的数字化作战环境。
		大数据处理技术	战场多源情报快速整合，全维呈现战场态势。
判断	情报高效处理	智能化情报处理模型	智能分析研判战场态势，找准敌作战企图，预测战场态势发展。
		神经网络等	从谋局布势、任务规则、战局掌控等方面学习运用战争规律，以机器智能拓展情报处理能力。
		大数据、机器学习等	海量数据的搜索、存储、计算、挖掘，用于快速、准确地判断和预测战场态势及变化，大幅提高情报处理效率。
决策	指令自主生成	特征识别、虚拟现实、脑机对接等	分析识别作战力量在战场中的行动特征。
		穿戴智能设备	无缝链接人与指挥系统、有无人平台等，使多元作战力量能够在未知复杂战场环境下实现自主、适应、交互、智能决策控制。
		无人平台，人机协同	压缩作战构想、任务分配、目标打击、毁伤评估的指挥周期，使得各类型作战力量完全自适应协同一致行动。
行动	战力精准释放	计算能力和智能算法	提高智能化武器装备的打击精度。

		无人机、机器人	代替人力完成复杂战场环境下的多种作战任务。
--	--	---------	-----------------------

资料来源：中航证券研究所整理

必须指出的是，我们认为，无人化并不等同于智能化，也不能算是智能化的一个阶段，究其根源，我们认为主要是由于无人化的趋势诱发因素与带来的变革方向与智能化有一定的不同。从诱发因素来看，无人化更像是自动化的延伸，而自动化又是机械化的延伸，故其变革方向往往作用于行为与控制域；而智能化更多是信息化的延伸，故其变革方向往往跟多作用于思想、决策、数据分析、梳理等信息智力域，而就像我们所熟识的，人工智能是“语言的巨人和行动的矮子”也是源自于此。因此，两者均将在军事领域产生深远变革，而其趋势可能是长久且并行的。

（三）新战争格局，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”。

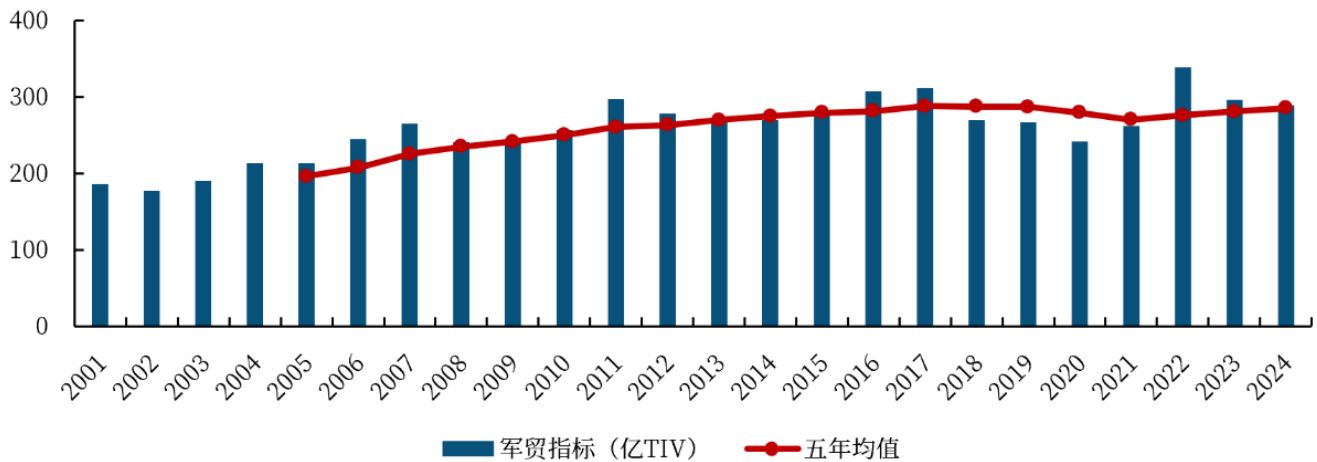
在地缘政治事件频发、新型战争形态出现的背景下，全球军贸市场整体将持续快速增长。对于我国而言，随着我国自身产品竞争优势与生产能力的不断提升，之前国内产能倾向于解决内需的情况有望逐步改变，叠加部分国家的军贸出口萎缩导致其下游客户需求存在缺口、全球战争形态的演变等因素，我国军贸短期内有望持续增长。

1、全球军贸的发展趋势研判：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10 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

续保持整体震荡增长。

2、中国军贸的发展趋势研判：由恢复式增长向供需共振驱动增长转变

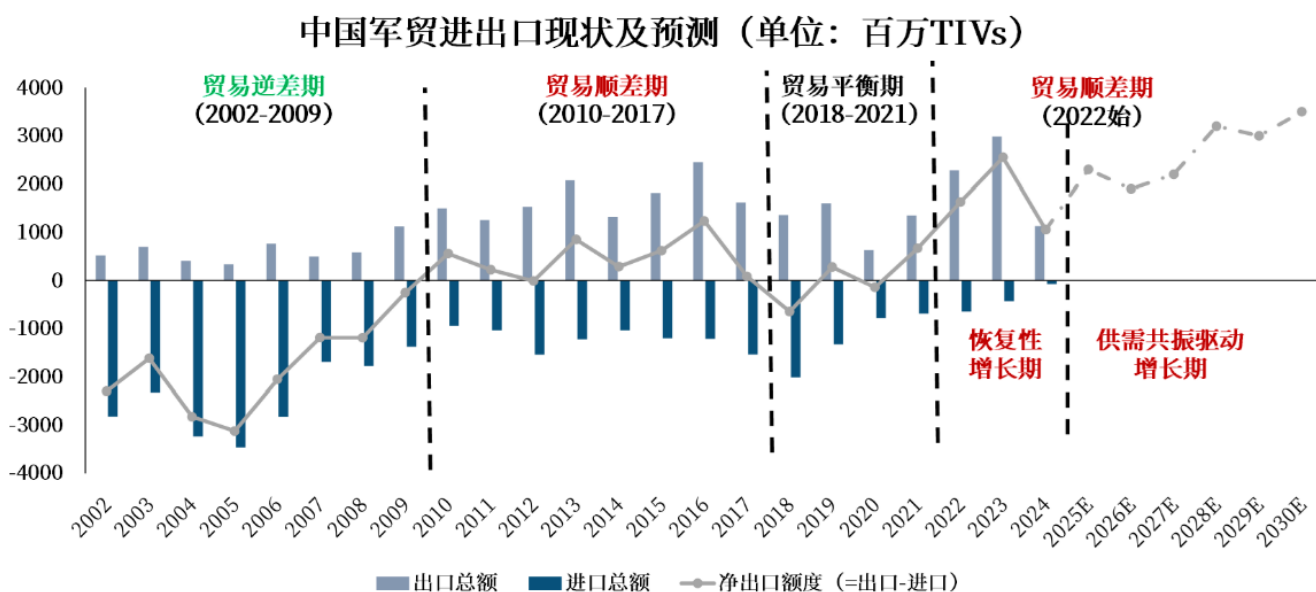
最近两年来，随着国际局势的波云诡谲，俄罗斯等传统军贸大国的出口缩减，同时受益于我国国防科技工业体系的完善和国产替代能力的提升，我国军贸出口量显著增长，带动净出口额显著提升。我国或将进入下一个贸易顺差期。

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。

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，政策出台引导军贸出口合规发展等因素影响。我国军贸在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，武器装备发展重心向装备体系化与集团化方向发展。

图11 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



资料来源：SIPRI，中航证券研究所整理

（四）商业航天：我国商业航天将迎来高密度发射期

从行业近期发展事件看，商业航天板块有众多积极因素，具体如下：

（1）卫星互联网建设提速

2025年6月6日，我国在太原卫星发射中心使用长征六号甲运载火箭，成功将卫星互联网低轨04组卫星发射升空，卫星顺利进入预定轨道，发射任务取得圆满成功。

卫星互联网低轨04组卫星由上海微小卫星工程中心抓总研制。

表5 近年我国中低轨卫星互联网卫星近期发射情况（截至2025年6月11日）

时间	发射情况
2023.7.9	我国在酒泉卫星发射中心使用长征二号丙运载火箭，成功发射了 卫星互联网技术试验卫星
2023.11.23	我国在西昌卫星发射中心使用长征二号丁运载火箭及远征三号上面级，成功发射了 卫星互联网技术试验卫星 ，并验证了远征三号上面级的性能
2023.12.6	我国在太原卫星发射中心使用捷龙三号运载火箭，成功发射了 卫星互联网技术试验卫星 ，此次任务也是捷龙三号运载火箭的第2次飞行
2023.12.30	我国在酒泉卫星发射中心使用长征二号丙/远征一号S运载火箭，将 卫星互联网技术试验卫星 送入预定轨道
2024.2.29	我国在西昌卫星发射中心使用长征三号乙运载火箭成功将 卫星互联网高轨卫星01星 送入预定轨道
2024.5.9	长征三号乙运载火箭在西昌卫星发射中心点火升空成功，成功将 智慧天网一号01星（A/B） 送入预定轨道，包含 技术验证A星与配试B星
2024.8.1	长征三号乙运载火箭在西昌卫星发射中心点火起飞，将 卫星互联网高轨卫星02星 顺利送入预定轨道
2024.8.6	长征六号改运载火箭在太原卫星发射中心点火起飞，将 “G60星链”（千帆星座）首批18颗商业组网卫星 顺利送入轨道。
2024.10.10	长征三号乙运载火箭在西昌卫星发射中心成功将 卫星互联网高轨卫星03星 精准送入预定轨道
2024.10.15	长征六号改运载火箭在太原卫星发射中心成功将 千帆极轨02组卫星（18颗） 送入预定轨道
2024.11.30	长征十二号运载火箭在海南商业航天发射场将 卫星互联网技术试验卫星、技术试验卫星03星 送入预定轨道
2024.12.5	长征六号改运载火箭在太原卫星发射中心将 千帆极轨03组卫星（18颗） 送入预定轨道
2024.12.16	我国在文昌航天发射场使用长征五号乙运载火箭/远征二号上面级，将 卫星互联网低轨01组卫星（据悉10颗） 送入预定轨道
2025.1.23	长征六号改运载火箭在太原卫星发射中心点火起飞，随后将 千帆极轨06组卫星（18颗） 准确送入预定轨道
2025.2.11	我国新型运载火箭长征八号甲运载火箭在中国文昌航天发射场点火起飞，将 卫星互联网低轨02组卫星 送入预定轨道
2025.3.12	长征八号运载火箭在海南商业航天发射场1号发射工位点火起飞，成功将 千帆星座第五批组网卫星（18颗） 送入预定轨道
2025.4.1	长征二号丁运载火箭在酒泉卫星发射中心成功将 4颗卫星互联网技术试验卫星 发射升空
2025.4.29	长征五号乙运载火箭/远征二号上面级在文昌航天发射场点火升空，随后将 “国网（GW）星座”低轨03组卫星 顺利送入预定轨道
2025.6.6	长征六号甲运载火箭在太原卫星发射中心发射升空，成功将 卫星互联网低轨04组卫星 送入预定轨道

资料来源：航天科技集团官网、中国航天微信公众号，中航证券研究所整理

整体来看，随着卫星互联网、千帆星座等巨型星座进入实质性的建设阶段，卫星制造产业有望摆脱传统项目制，迎来大批量生产阶段。同时，结合新型星座计划的不

断提出,卫星制造能力不断提升,卫星发射数量在未来几年有望维持不断提速的趋势,中长期下,卫星制造产业的收入与净利润规模增速有望逐步提升。

(2)《2025 中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》发布。

5 月 18 日,中国卫星导航定位协会发布《2025 中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》。白皮书显示,2024 年我国以北斗为核心的卫星导航与位置服务产业总产值达到 5758 亿元人民币,同比增长 7.39%。其中,包括与卫星导航技术研发和应用直接相关的芯片、器件、算法、软件、导航数据、终端设备、基础设施等在内的产业核心产值达到 1699 亿元。

随着我国各行业数字化转型和智能化升级,对卫星导航设备及时空数据的需求持续释放,为北斗时空信息应用与服务市场发展持续注入新活力。同时,国家和地方政府连续出台多项政策,推动北斗在行业领域和大众消费领域的深化应用,使市场活跃度不断增强。

白皮书显示,随着北斗产业发展的快速推进,我国卫星导航专利年度申请量持续增长,最新数据显示,截至 2024 年底,我国卫星导航专利申请累计总量已突破 12.9 万件,同比增长 4.8%,继续保持全球领先。

在交通运输领域,截至 2024 年底,在道路营运车辆、邮政快递车辆、轨道交通等方面累计推广应用各类北斗终端设备约 1350 万台(套)。此外,在港口装卸和堆场的全自动化作业中,安装了北斗导航设备的无人集卡运行效率提升了 25%。2024 年,电力行业也在持续大力推进北斗应用,推广各类应用终端超过 50 万台(套)。

此外,2024 年国内卫星导航定位终端产品总销量超过 4.1 亿台,其中具有卫星导航定位功能的智能手机出货量达到 2.94 亿台。包括物联网、穿戴式、车载、高精度等在内的各类定位终端设备销量超过 1.2 亿台(套)。随着卫星导航设备出货量的持续增长,国内多个导航地图供应商正式切换为北斗优先定位。

中国卫星导航定位协会有关领导介绍,11 家主要电子地图服务供应商提供位置服务日均超 1 万亿次,日均提供导航服务总里程超 40 亿公里。北斗高精度车道级导航已基本实现了全国城乡道路全覆盖。

我们认为,从白皮书来看,2024 年我国卫星导航产业市场空间依旧保持着稳定增长,特别是关联产值,也表明我国卫星导航市场发展驱动力主要来自于国产替代,以及“北斗+”与“+北斗”产业融合带来的新增量市场。

我们判断,尽管传统卫星导航产业应用的市场发展相对于其他商业航天细分领域发展更加成熟,但短期内,海外市场拓展+国产替代+产业融合带来的市场新增量依旧将促进行业供给侧企业的收入端整体将保持稳定增长。中长期维度上,伴随无人驾驶、低空经济、深海科技等其他新兴产业的发展,高精度卫星导航产业的市场增量空间仍有较高展望空间。

(3) 连理岛海上液体火箭固定式发射工位招标开启

2025 年 5 月 23 日,中国招投标公共服务平台发布《连理岛海上液体火箭固定式

发射 1 号工位项目》招标公告。该项目位于山东海阳东方航天港，是我国首次建设固定式液体发射工位，总投资 5 亿元，占地 18 万平米，建筑面积约 1.5 万平米。招标人为山东海上商业航天发射服务有限公司，项目内容包括导流槽、加注库区、前置设备间、发射场坪等设施建设，要求投标单位完成设计、采购和施工三部分工作。项目接受联合体投标，工期 150 天，投标文件递交截止时间为 2025 年 6 月 13 日 9 时。

海阳东方航天港是我国唯一的火箭海上发射母港，自 2019 年以来已保障 16 次海上发射任务。此前海阳发射的火箭均为固体型号，采用发射船方式在海上组织实施。此次液体火箭发射工位的建设，将填补海阳液体发射的空白，提高东方航天港的发射保障能力，提升我国商业航天的发射频次、灵活性和国际竞争力。

在可回收领域，2025 年 5 月 29 日，箭元科技元行者一号验证型火箭在东方航天港完成首次海上回收并准确溅落至预定海域。箭元科技首次挑战完成了从发射回收、精准溅落、打捞清理、返厂检查的全流程闭环实战检验，为海上回收处理积累了丰富的经验和安全数据，为元行者一号运载火箭的“首飞入轨+回收”任务打下坚实基础。后续将对产品进行分解检查，对贮箱、发动机、伺服机构、阀门、气瓶等关键产品进行返厂检测及评估，进一步验证回收产品的复用性。

此外，近日，《人民日报》刊发题为《我国商业航天将迎来高密度发射期》一文，海南国际商业航天发射有限公司发言人在文中表示，“未来 3 到 5 年，我国商业航天将迎来高密度发射期，对发射场的支撑能力提出了更高要求。我们计划在一年半里完成发射场二期工程建设，预计 2026 年底实现发射。届时，发射场的 4 个发射工位，年发射能力有望突破 60 次。”当前，我国商业航天方兴未艾，企业数量快速增长、核心技术不断突破、产业生态加速形成。火箭与卫星制造、发射服务与卫星运营、终端应用与服务，产业链各环节共同发力，有望不断探索出商业航天发射新模式、新机制，推动我国商业航天可持续发展。

(4)《2025 中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》发布

5 月 18 日，中国卫星导航定位协会发布《2025 中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》。白皮书显示，2024 年我国以北斗为核心的卫星导航与位置服务产业总产值达到 5758 亿元人民币，同比增长 7.39%。其中，包括与卫星导航技术研发和应用直接相关的芯片、器件、算法、软件、导航数据、终端设备、基础设施等在内的产业核心产值达到 1699 亿元。

随着我国各行业数字化转型和智能化升级，对卫星导航设备及时空数据的需求持续释放，为北斗时空信息应用与服务市场发展持续注入新活力。同时，国家和地方政府连续出台多项政策，推动北斗在行业领域和大众消费领域的深化应用，使市场活跃度不断增强。

白皮书显示，随着北斗产业发展的快速推进，我国卫星导航专利年度申请量持续增长，最新数据显示，截至 2024 年底，我国卫星导航专利申请累计总量已突破 12.9 万件，同比增长 4.8%，继续保持全球领先。

在交通运输领域，截至 2024 年底，在道路营运车辆、邮政快递车辆、轨道交通等方面累计推广应用各类北斗终端设备约 1350 万台（套）。此外，在港口装卸和堆场的全自动化作业中，安装了北斗导航设备的无人集卡运行效率提升了 25%。2024 年，电力行业也在持续大力推进北斗应用，推广各类应用终端超过 50 万台（套）。

此外，2024 年国内卫星导航定位终端产品总销量超过 4.1 亿台，其中具有卫星导航定位功能的智能手机出货量达到 2.94 亿台。包括物联网、穿戴式、车载、高精度等在内的各类定位终端设备销量超过 1.2 亿台（套）。随着卫星导航设备出货量的持续增长，国内多个导航地图供应商正式切换为北斗优先定位。

中国卫星导航定位协会有关领导介绍，11 家主要电子地图服务供应商提供位置服务日均超 1 万亿次，日均提供导航服务总里程超 40 亿公里。北斗高精度车道级导航已基本实现了全国城乡道路全覆盖。

我们认为，从白皮书来看，2024 年我国卫星导航产业市场空间依旧保持着稳定增长，特别是关联产值，也表明我国卫星导航市场发展驱动力主要来自于国产替代，以及“北斗+”与“+北斗”产业融合带来的新增量市场。

我们判断，尽管传统卫星导航产业应用的市场发展相对于其他商业航天细分领域发展更加成熟，但短期内，海外市场拓展+国产替代+产业融合带来的市场新增量依旧将促进行业供给侧企业的收入端整体将保持稳定增长。中长期维度上，伴随无人驾驶、低空经济、深海科技等其他新兴产业的发展，高精度卫星导航产业的市场增量空间仍有较高展望空间。

（5）手机直连卫星应用国际化新进程

5 月 16 日，中国电信与老挝通信有限公司 ETL 在老挝共同举办天通-手机直连卫星业务发布会，正式宣告天通卫星走出国门，天通手机直连卫星业务落地老挝。会议期间，中国电信卫星公司与 ETL 公司签署了天通卫星落地老挝合作协议，共同启动“天通卫星百村通”计划，后续中国电信与 ETL 将联合提供卫星专用设备及服务全面提升老挝偏远村庄应急通信保障能力。

可以看出，以天通卫星为代表的手机直连卫星正从应急通信工具逐步升级为全域覆盖的常态化服务，其终端普及、场景创新、国际拓展及技术突破将共同推动我国卫星互联网产业进入快速发展期。

站在当前时点，我们判断，短期内，商业航天发射和卫星星座建设仍将继续作为商业航天板块走势波动的重要驱动因素，事件刺激的敏感度将保持高位，而外部环境波动对商业航天相关上市公司冲击有限，上市公司关注度有望进一步提升；中期看，卫星制造等细分领域的行业拐点已然不远，2025 年内基本面修复可期，主题活跃+业绩提振有望构成板块行情的主旋律；长期看，行业需求释放带动基本面持续改善与市场预期的不断兑现推动估值提升将促使商业航天板块走势持续在震荡中重心持续上移。

六、军工上市公司 2025 年半年度业绩情况

截至 2025 年 8 月 15 日，共计 82 家企业公布 2025 年半年度业绩预告、快报，其中 48 家业绩预增，34 家业绩预减。

图12 2025 年上半年业绩预告（快报）数据统计

序号	代码	证券简称	预告净利润下限 (亿元)	预告净利润上限 (亿元)	业绩增速实际或预告下限	业绩增速实际或预告上限
1	688636.SH	智明达	0.38	0.38	2147.93%	2147.93%
2	688511.SH	*ST 天微	0.30	0.30	2064.85%	2064.85%
3	000901.SZ	航天科技	0.68	0.95	1628.83%	2315.27%
4	688270.SH	臻镭科技	0.62	0.62	1006.99%	1006.99%
5	688522.SH	纳睿雷达	0.57	0.57	860.00%	860.00%
6	002414.SZ	高德红外	1.50	1.90	734.73%	957.33%
7	688186.SH	广大特材	2.00	2.00	367.51%	367.51%
8	001270.SZ	*ST 铖昌	0.48	0.66	333.23%	333.23%
9	300414.SZ	中光防雷	0.11	0.11	321.87%	321.87%
10	000070.SZ	特发信息	0.05	0.06	273.75%	347.11%
11	600590.SH	泰豪科技	0.95	1.20	260.13%	302.27%
12	600435.SH	北方导航	1.05	1.20	241.48%	261.69%
13	600685.SH	中船防务	4.60	5.40	213.25%	267.73%
14	002669.SZ	康达新材	0.50	0.55	188.48%	197.33%
15	601989.SH	中国重工	15.00	18.00	181.09%	237.30%
16	688582.SH	芯动联科	1.38	1.69	144.46%	199.37%
17	688103.SH	国力股份	0.34	0.38	130.91%	158.08%
18	300733.SZ	西菱动力	0.55	0.57	126.54%	134.78%
19	000066.SZ	中国长城	1.00	1.45	123.72%	134.40%
20	002151.SZ	北斗星通	0.01	0.02	102.27%	103.41%
21	600150.SH	中国船舶	28.00	31.00	98.25%	119.49%
22	002383.SZ	合众思壮	-0.11	-0.07	81.82%	87.88%
23	688143.SH	长盈通	0.26	0.32	72.12%	110.33%
24	001696.SZ	宗申动力	4.79	5.64	70.00%	100.00%
25	300711.SZ	广哈通信	0.24	0.24	69.51%	69.51%
26	600482.SH	中国动力	8.00	11.50	68.28%	141.90%
27	002560.SZ	通达股份	0.52	0.70	68.24%	68.24%
28	600536.SH	中国软件	-0.87	-0.73	68.09%	73.41%
29	688523.SH	航天环宇	0.34	0.34	52.00%	52.00%
30	688033.SH	天宜新材	-2.40	-1.90	51.30%	61.44%
31	603678.SH	火炬电子	2.47	2.80	50.36%	70.45%
32	002171.SZ	楚江新材	2.40	2.90	42.35%	72.00%

33	833394.BJ	民士达	0.63	0.63	42.28%	42.28%
34	603267.SH	鸿远电子	1.70	1.93	41.38%	60.51%
35	002214.SZ	*ST 大立	-1.18	-0.80	39.80%	59.19%
36	002413.SZ	雷科防务	-0.60	-0.40	37.27%	37.27%
37	600501.SH	航天晨光	-0.80	-0.80	35.04%	35.04%
38	688070.SH	纵横股份	-0.35	-0.35	34.58%	34.58%
39	002933.SZ	新兴装备	0.14	0.20	31.55%	94.90%
40	300627.SZ	华测导航	3.20	3.35	29.94%	29.94%
41	000697.SZ	ST 炼石	-0.98	-0.98	26.30%	26.30%
42	601606.SH	长城军工	-0.30	-0.25	25.55%	36.91%
43	603308.SH	应流股份	1.88	1.88	23.91%	23.91%
44	002268.SZ	电科网安	-1.80	-1.60	16.43%	25.71%
45	300416.SZ	苏试试验	1.17	1.17	14.18%	14.18%
46	600416.SH	湘电股份	1.88	1.88	12.98%	12.98%
47	600378.SH	昊华科技	5.90	6.50	10.00%	21.18%
48	300354.SZ	东华测试	0.76	0.76	2.80%	2.80%
49	688510.SH	航亚科技	0.61	0.61	-8.92%	-8.92%
50	000547.SZ	航天发展	-4.20	-3.40	-15.50%	6.50%
51	600855.SH	航天长峰	-0.63	-0.53	-21.05%	-0.88%
52	002111.SZ	威海广泰	0.83	0.83	-22.41%	-22.41%
53	002829.SZ	星网宇达	-0.21	-0.11	-28.01%	32.95%
54	600990.SH	四创电子	-0.50	-0.40	-28.36%	-2.69%
55	688011.SH	新光光电	-0.23	-0.19	-28.74%	-6.35%
56	600765.SH	中航重机	4.87	4.87	-33.29%	-33.29%
57	688385.SH	复旦微电	1.80	2.10	-48.29%	-39.67%
58	002935.SZ	天奥电子	0.08	0.09	-50.19%	-43.07%
59	300855.SZ	图南股份	0.93	0.93	-51.41%	-51.41%
60	601698.SH	中国卫通	1.80	1.80	-56.00%	-56.00%
61	000818.SZ	航锦科技	0.13	0.18	-60.58%	-45.42%
62	002254.SZ	泰和新材	0.25	0.35	-78.72%	-70.21%
63	002025.SZ	航天电器	0.81	0.90	-78.97%	-76.63%
64	003009.SZ	中天火箭	0.04	0.05	-82.91%	-78.03%
65	600893.SH	航发动力	0.80	0.92	-86.55%	-84.53%
66	603131.SH	上海沪工	0.04	0.05	-88.78%	-86.49%
67	002465.SZ	海格通信	0.02	0.03	-98.72%	-98.72%
68	002389.SZ	航天彩虹	-0.01	0.00	-100.76%	-100.61%
69	002253.SZ	*ST 智胜	-0.38	-0.29	-119.45%	-68.83%
70	603261.SH	*ST 立航	-0.57	-0.41	-134.97%	-69.02%

71	002977.SZ	火箭科技	-0.12	-0.06	-205.81%	-153.30%
72	000519.SZ	中兵红箭	-0.58	-0.30	-230.07%	-167.28%
73	600399.SH	抚顺特钢	-3.00	-2.60	-231.60%	-214.06%
74	000561.SZ	烽火电子	-1.00	-0.80	-248.97%	-179.17%
75	603712.SH	七一二	-1.45	-1.00	-316.63%	-249.40%
76	600072.SH	中船科技	-5.40	-5.40	-560.83%	-560.83%
77	600118.SH	中国卫星	-0.41	-0.21	-584.71%	-349.41%
78	603488.SH	展鹏科技	-0.37	-0.28	-906.84%	-710.58%
79	002189.SZ	中光学	-1.40	-1.10	-1134.09%	-912.50%
80	002520.SZ	日发精机	-3.33	-2.24	-1323.55%	-855.45%
81	300862.SZ	蓝盾光电	-0.35	-0.35	-1877.03%	-1877.03%
82	002366.SZ	融发核电	-0.48	-0.30	-2755.57%	-1759.73%

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

七、本周市场数据

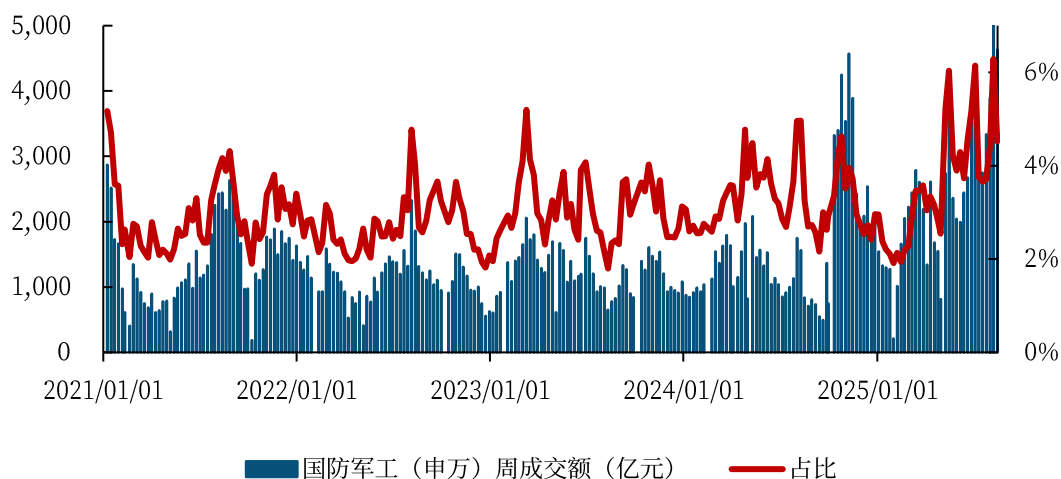
（一）估值分位

截至 2025 年 8 月 15 日，国防军工（申万）指数 PE 为 90.20 倍，处于 2014 年来的 72.59%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 4632.58 亿元（-10.82%）；占中证全指成交额比例为 4.52%，同比下降 1.77pcts。军工类 ETF 基金份额环比上周下降 0.51%。

图13 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8月15日）

表6 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	2025/8/15	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	127.31	32.70%	-8.13%
2	512710.SH	富国中证军工龙头ETF	93.93	206.08	119.40%	2.54%
3	512670.SH	国防ETF	42.68	80.02	87.50%	1.55%
4	512680.SH	广发中证军工ETF	34.07	56.61	66.18%	3.04%
5	159638.SZ	嘉实中证高端装备细分50ETF	14.90	12.78	-14.22%	0.47%
6	512560.SH	易方达中证军工ETF	11.23	9.19	-18.16%	-9.46%
7	512810.SH	华宝中证军工ETF	4.59	14.36	212.91%	2.28%
8	159378.SZ	通用航空ETF	—	7.12	—	-9.87%
9	159227.SZ	华夏国证航天航空行业ETF	—	7.79	—	11.13%
10	159241.SZ	天弘国证航天航空行业ETF	—	4.49	—	9.78%
11	159206.SZ	卫星ETF	—	1.33	—	9.92%
12	159392.SZ	富国国证通用航空产业ETF	—	0.44	—	11.45%
13	159208.SZ	万家国证航天航空行业ETF	—	0.92	—	17.84%
14	159231.SZ	华宝国证通用航空产业ETF	—	0.54	—	22.68%

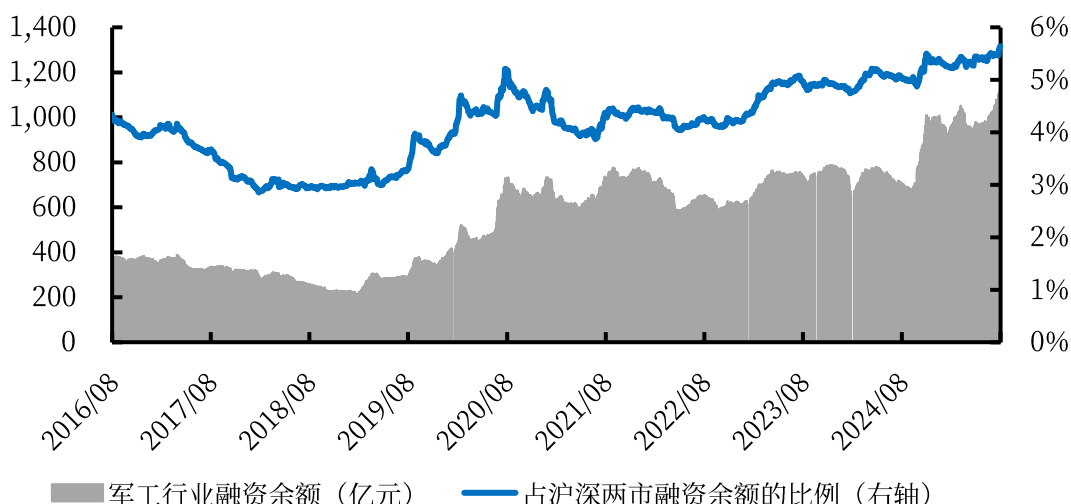
15	159218.SZ	招商中证卫星产业ETF	——	0.60	——	53.69%
16	159230.SZ	华夏国证通用航空产业ETF	——	0.27	——	49.17%
合计			297.33	529.85	78.20%	-0.51%

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 8 月 15 日）

（三）融资余额变化

截至 2025 年 8 月 14 日，军工行业的融资余额合计 1145.61 亿元，比上周环比上涨 3.48%，占两市融资余额比例为 5.63%。

图14 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 8 月 14 日）

八、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：

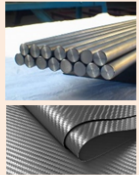
① 军工主赛道：主要包含航空、导弹及智能弹药、军用船舶、军工电子、军工材料、测试及维修等七大细分领域，涵盖了航空、航天、船舶三大军事用途中武器装备的完整产业链，作为军工行业的“压舱石”，引导着行业的发展，是军工行业当前的主要构成及发展驱动力。

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。

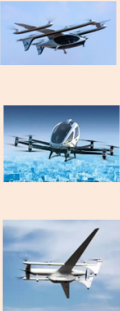
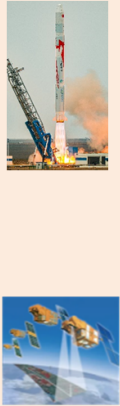
③ **新域新质赛道**：主要包含以无人装备、反无人、电子对抗、数据链路、军事仿真以及军事智能化等新战争形态下，以“智能化、体系化、信息化”为代表的军工细分领域，这些领域往往已经受到海外军事强国的重视或已经在战场上得到了实战验证，在国内往往处于早期萌芽发展阶段，但应用发展确定性相对较强。新域新质各细分领域在“十四五”末，乃至“十五五”时期都有望具有较大发展弹性，将有望成为军工板块在未来中长期持续高景气发展的新驱动力。

图15 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； - 船舶新域新智领域机会
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； - 新域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16 大军工赛道投资全景图（一）

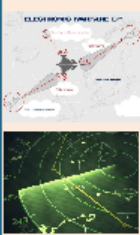
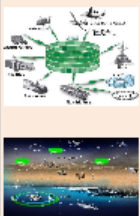
大军工赛道	现状 & 边际变化	发展趋势研判	投资逻辑和关注点
低空经济	 从2024年整体情况来看，低空经济产业发展呈现出明显提速趋势。在政策方面，党的二十届三中全会作出《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》从顶层发声明确支持低空经济发展，同时各地方政府针对低空经济产业发展的一系列发展规划日趋完善。技术方面，信息通信、北斗导航、电池、电机等技术持续迭代，为eVTOL为代表的新型电动化、绿色化、无人化飞行器低成本、可持续应用提供了重要助力。基础设施方面，随着国家及各个地方政府加快开展低空空域管理改革探索，为低空飞行服务的软、硬件设施都已加快布局建设，有望在2025年前形成一定的规模。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保持快速增长趋势，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

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年央企国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，相对确定的两点因系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，我国军贸短期内有望持续增长，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。			

39

图18 新域新质赛道投资全景图

新质新域赛道	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 	● 随着对于电磁频谱域运用的拓展与开发，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，对于电磁频谱域战斗力生成的需求将驱动新一轮的电子信息科技的发展。	● 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19 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	+++	+++			+	○	+++	--	+++	+++
新域新质赛道										
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）

九、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）。

十、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