

国防军工行业深度报告

军工行业 2025 年度策略：追进度带来业绩切换，布局主战与新质装备

增持（维持）

2024 年 12 月 08 日

证券分析师 苏立赞

执业证书：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书：S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

研究助理 高正泰

执业证书：S0600123060018

gaozht@dwzq.com.cn

投资要点

■ 回顾 2024 年，国防军工行业经历了诸多挑战，下游调整超预期业绩持续承压，板块先抑后扬 924 新政后跑赢大盘：一方面，受中期调整和人事变动等因素的影响，行业面临了订单延后和业绩下滑的双重压力，然而，随着行业订单逐步下达，板块景气度有望恢复，行业“业绩底”正在形成。另一方面，上市公司业绩下滑，市场情绪低落，因此国防军工板块前三季度跑输大盘，但 924 国新办新闻发布会后市场风险偏好显著修复，流动性大幅回升，国防军工作为新质生产力的典型代表，迎合了资金审美，板块行情触底反弹，全年略跑赢大盘。

■ 展望 2025，作为“十四五”计划的最后一年，关键词是“追进度”，最大变量是订单下达带来核心产业链上下游的业绩切换与估值修复：外部局势方面，特朗普的外交政策始终强调“美国优先”，其二次上台不仅可能会继续采取强硬的贸易政策，而且或将加剧对中国的地缘政治压力。内部人事方面，持续的人事调整在一定程度上影响了十四五计划的执行率，2025 年作为十四五收官一年，军队建设目标或将倒逼内部问题解决。2025 年新一轮采购周期或将开启，追进度将是明年主基调，最大变量是订单下达带来的核心产业链上下游业绩切换，有望实现高增速和估值修复。

■ 2025 年军工行业的布局方向将重点聚焦在主战装备与新质装备上：主战装备方面，军机、船舶以及弹药等平台型和消耗性装备将迎来快速发展。军机产业链将随着新机型推出和大飞机批产提速而快速增长，航空发动机作为关键部件，其技术提升将有力保障军机性能的提升；船舶行业则受益于全球军贸市场的新发展期和国家政策的扶持，有望迎来景气上行；远程制导弹药作为消耗性装备，其威慑与实战战略意义显著，产业链也将随着下游装备放量而持续扩大。新质装备方面，商业航天、无人装备以及水下装备等领域将展现出巨大的发展潜力。商业航天市场规模激增，政策支持和技术提升将推动该领域快速发展；无人装备则凭借高性价比和战场表现好的优势，在国际市场上展现出强大的竞争力；水下装备产业链也将随着水下攻防体系需求的增加而迎来快速发展。

■ 投资建议：看好军工十一大方向布局机会，建议关注以下标的。1) 军机：中航沈飞、中航西飞；2) 航发：航发动力；3) 船舶：中国船舶；4) 导弹：北方导航、菲利华；5) 商业航天：航天电子、中国卫星；6) 无人装备：航天彩虹；7) 水下安防：中国海防；8) 军贸：中无人机、国睿科技；9) 大飞机：中航高科、中航机载；10) 低空经济：中科星图、莱斯信息；11) 国企改革：航天南湖。

■ 风险提示：1) 行业订单不及预期的风险；2) 新技术新产品应用进度不及预期的风险；3) 价格波动超出预期；4) 相关改革进展不及预期。

行业走势



相关研究

《2024 年三季报总结：业绩底部，复苏在即》

2024-11-13

《星舰第五次试飞成功，超重助推实现半空中捕获回收》

2024-10-14

内容目录

1. 回顾 2024: 估值顶与业绩底叠加, 强预期与慢恢复共存	4
1.1. 行情复盘: 先抑后扬至估值高点, 新域新质领域弹性更大	4
1.1.1. 前三季度震荡下跌, 924 后流动性扩张及航展行情助推指数上行	4
1.1.2. 板块估值 PE-TTM 接近 100 倍, 为五年内第二高点	5
1.1.3. 本轮军工板块上涨主要由新质生产力领域带动	5
1.2. 业绩总结: 行业需求触底, 增量订单可期	6
1.2.1. 下游需求减少导致了营收及利润的下滑	6
1.2.2. 周转率与净利率是盈利能力的核心拖累	7
2. 展望 2025: 核心变量是订单下达带来的产业链上下游业绩切换	9
2.1. 外部局势: 特朗普二次上台, 中美紧张关系或加剧	9
2.1.1. 特朗普继续推行“美国优先”政策, 或加剧对中国的地缘政治压力	9
2.1.2. 内阁成员普遍对华持有强硬态度	9
2.1.3. 特朗普倾向用外交施压推销美国武器, 中国需提升军备应对安全威胁	11
2.2. 内部调整: 倒逼人事问题解决, 坚定实现建军目标	11
2.2.1. 军队与军工集团重要人事变化密集公布, 人事调整持续落地	11
2.2.2. 实现建军奋斗目标或倒逼内部人事问题解决	11
2.3. 核心判断: 五年计划前松后紧翘尾效应明显, 最大变量是业绩切换	12
2.3.1. 类比 2020 年, 2025 年将迎来基本面弹性更大的加速追赶期	12
2.3.2. 追进度是 2025 年的主旋律, 最大变量是订单下达带来产业链上下游业绩切换	13
3. 布局方向: 聚焦主战装备与新质装备	14
3.1. 主战装备: 配套和采购体系优化下价值中枢向龙头转移	14
3.1.1. 军机: 短期看批产, 长期看军贸, 仍然是最稳健的军工赛道	14
3.1.2. 航发: 新机列装、国产替代与消耗属性并举, 军工板块最长坡厚雪赛道	15
3.1.3. 船舶: 高成熟度领域, 关注航空母舰持续下水的属舰增量变化	16
3.1.4. 导弹: 困境反转特点最为显著, 或是明年弹性最大方向	17
3.2. 新质装备: 装备迭代下新技术、新方向和新领域的发展	18
3.2.1. 商业航天: 以降本放量为前提, 引领航天产业变革	18
3.2.2. 无人装备: 深刻改变战争面貌, 将成为制胜未来战争的关键	19
3.2.3. 水下安防: 我国在水下安防方面起步较晚, 未来有望加速建设	20
3.3. 军贸、民用航空: 打开传统军工天花板, 支撑景气发展的第二增长曲线	20
3.3.1. 军贸: 国际军贸格局变化带来的历史性机遇, 动荡局势下最受益主线	20
3.3.2. 大飞机: 实现大规模、大批量生产交付, C919 进入常态化运营阶段	21
3.3.3. 低空经济: 顶层支持拉开低空大幕, 万亿市场腾飞在即	23
3.4. 国企改革: 国企改革持续深化	24
3.4.1. 市值管理: 价值提振与高景气共振	24
4. 投资建议	25
5. 风险提示	25

图表目录

图 1:	2024 年 1 月 1 日至 2024 年 11 月 30 日国防军工（申万）行情复盘.....	4
图 2:	近五年国防军工（申万）PE-TTM 表现.....	5
图 3:	2024 年 1 月 1 日至 2024 年 11 月 30 日国防军工、商业航天、低空经济累计涨跌幅.....	6
图 4:	申万军工前三季度营业总收入及同比增速.....	7
图 5:	申万军工前三季度归母净利润及同比增速.....	7
图 6:	申万军工前三季度销售毛利率.....	7
图 7:	申万军工销售期间费用率.....	7
图 8:	申万军工前三季度 ROE-TTM.....	8
图 9:	申万军工前三季度总资产周转率.....	8
图 10:	申万军工前三季度销售净利率.....	8
图 11:	申万军工前三季度权益乘数.....	8
图 12:	特朗普 2.0 核心政策主张和 1.0 的对比.....	9
图 13:	特朗普 2.0 内阁重要官员鹰派特征鲜明.....	10
图 14:	建军百年奋斗目标.....	12
图 15:	五年计划国防预算支出占比.....	12
图 16:	军工行业典型企业库存水平前低后高规律明显.....	13
图 17:	2025 年军工行业布局方向.....	14
表 1:	军机赛道推荐标的.....	15
表 2:	航发赛道推荐标的.....	16
表 3:	船舶赛道推荐标的.....	16
表 4:	导弹赛道推荐标的.....	17
表 5:	商业航天赛道推荐标的.....	18
表 6:	无人装备赛道推荐标的.....	19
表 7:	水下安防赛道推荐标的.....	20
表 8:	军贸赛道推荐标的.....	21
表 9:	大飞机赛道推荐标的.....	22
表 10:	低空经济赛道推荐标的.....	23
表 11:	国企改革赛道推荐标的.....	24

1. 回顾 2024：估值顶与业绩底叠加，强预期与慢恢复共存

回顾 2024 年，国防军工行业经历了诸多挑战，下游调整超预期业绩持续承压，板块先抑后扬 924 新政后跑赢大盘。一方面，受中期调整和人事变动等因素的影响，行业面临了订单延后和业绩下滑的双重压力，然而，随着行业订单逐步下达，板块景气度有望恢复，行业“业绩底”正在形成。另一方面，上市公司业绩下滑，市场情绪低落，因此国防军工板块前三季度跑输大盘，但 924 国新办新闻发布会后市场风险偏好显著修复，流动性大幅回升，国防军工作为新质生产力的典型代表，迎合了资金审美，板块行情触底反弹，全年略跑赢大盘。

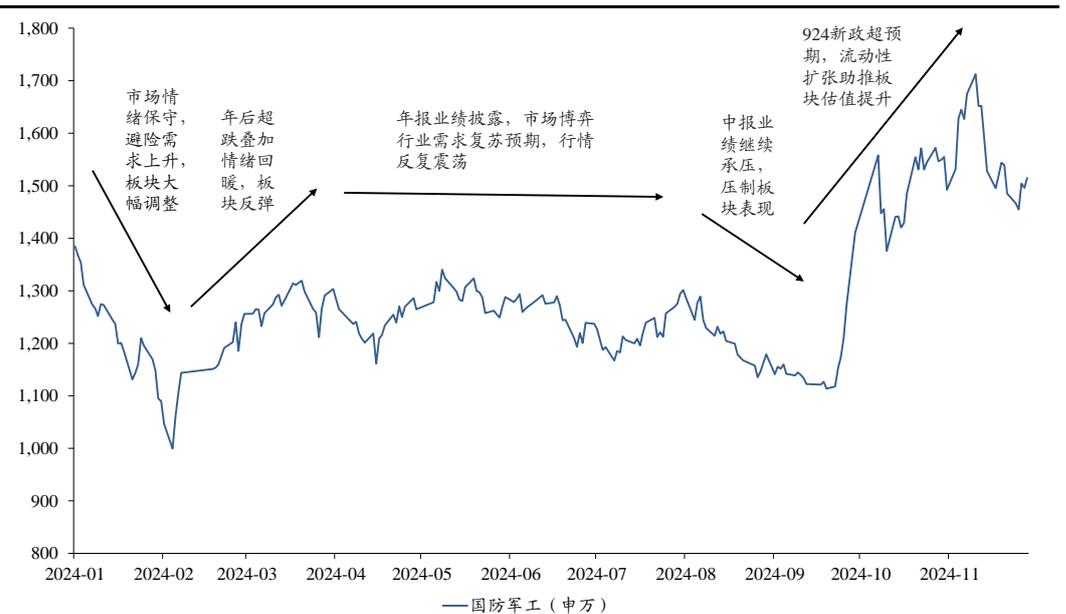
1.1. 行情复盘：先抑后扬至估值高点，新域新质领域弹性更大

1.1.1. 前三季度震荡下跌，924 后流动性扩张及航展行情助推指数上行

前三季度，军工行业需求不足叠加市场风险偏好不振，军工板块跑输大盘。自 2023 年以来，在人事调整、订单推迟以及行业降价等多重因素的共同作用下，军工行业业绩及股价表现持续受到压制，2024 年前三季度市场预期明显悲观，仅春节后受到市场情绪回暖带动上行，年中反复博弈 2023 年报与 2024 中报业绩，期间多次穿插大飞机与低空经济等主题行情，但因缺乏实在的业绩支撑，军工板块整体震荡下跌，跑输大盘。

9 月 24 日以来，流动性扩张与珠海航展带动板块大幅反弹，最大涨幅接近 50%。924 国新办新闻发布会政策力度超预期，同期叠加美联储降息靴子落地，在金融政策组合拳出击下，市场风险偏好迎来显著修复，A 股流动性大幅增加。11 月 12-17 日珠海航展召开，包括歼 35A 在内的多款先进武器装备首次公开亮相，各军种及军贸订单如期而至，提升了市场对航空航天主赛道的关注度，也明确了上市公司业绩改善的预期。

图1：2024 年 1 月 1 日至 2024 年 11 月 30 日国防军工（申万）行情复盘

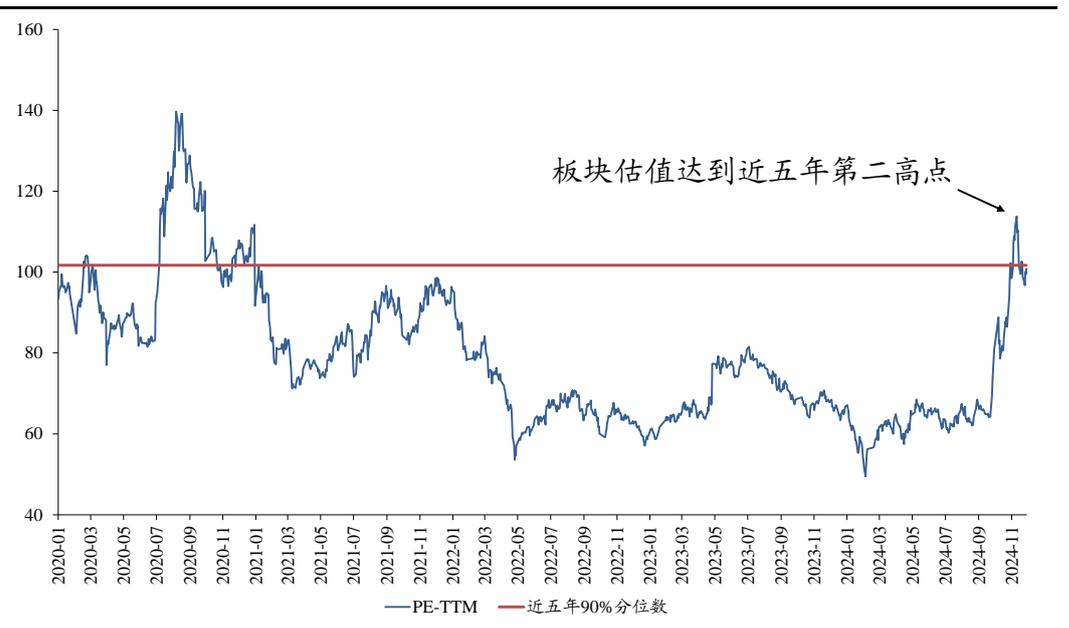


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.1.2. 板块估值 PE-TTM 接近 100 倍，为五年内第二高点

军工板块估值水平接近五年内高点，估值扩张领先于业绩修复。国防军工（申万）自身纵向比较，除 2020 年 8 月军工行情高潮的 140 倍高点与 2022 年 4 月市场系统性风险时的 45 倍低点外，过去五年内基本围绕 50-70 倍的估值区间波动。受到年底市场流动性激增与次年强复苏预期拉动，军工板块作为新质生产力的典型代表，符合市场风格与资金审美，截至 2024 年 11 月，国防军工（申万）PE-TTM 已经达到 100 倍左右，略低于近五年 90%分位数，为五年内第二高点。考虑到当前“估值高位”与“业绩底部”的现实，PE 对于股价的拉动远远领先于 EPS。

图2: 近五年国防军工（申万）PE-TTM 表现

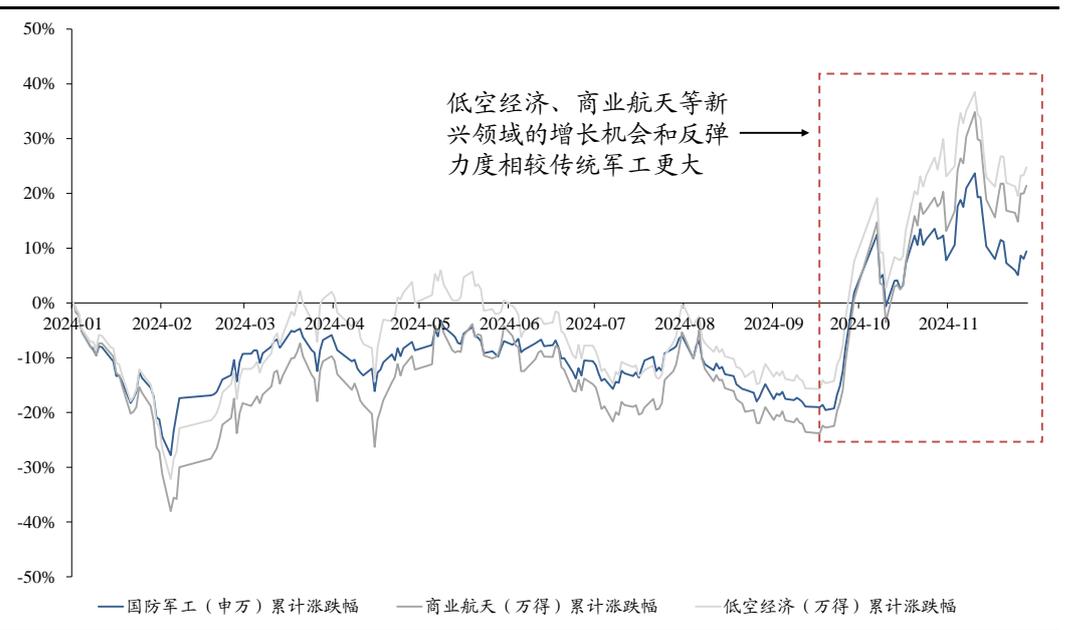


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.1.3. 本轮军工板块上涨主要由新质生产力领域带动

924 反弹涨幅靠前的主要是商业航天、低空经济等新城新质方向，而传统军工方向涨幅相对有限。充足的流动性对于应用市场空间广阔、行业处于快速成长期且国产化率较低的新质生产力行业更加偏好，本轮军工行业的上涨并非由以往的军工传统标的带动，而是由于商业航天、低空经济表现较好。在 9 月 24 日至 11 月 30 日区间内，国防军工（申万）累计涨幅为 31.45%，而商业航天（万得）同期涨幅达 51.29%，低空经济（万得）达到 40.62%。

图3：2024年1月1日至2024年11月30日国防军工、商业航天、低空经济累计涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

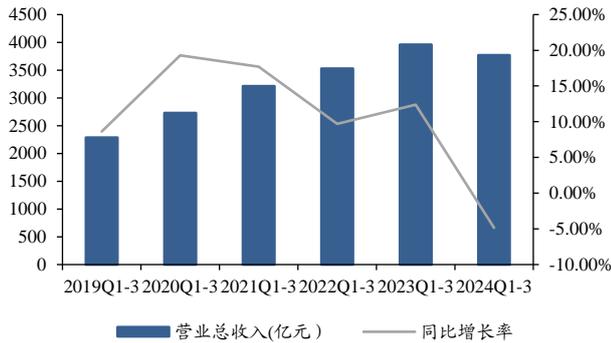
1.2. 业绩总结：行业需求触底，增量订单可期

1.2.1. 下游需求减少导致了营收及利润的下滑

2024Q1-3 国防军工（申万）营收及利润同比增长率五年内首次转负。申万军工在2019年至2023年前三季度展现了稳定的增长趋势，营业总收入从2019Q1-3的2287.87亿元增长至2023Q1-3的3960.98亿元，同比增长率保持在正数区间，尽管增速有所波动。然而，到了2024Q1-3，营业总收入出现下滑，降至3768.76亿元，同比增长率首次转负，为-4.85%，营收增长势头放缓并出现衰退迹象。在利润方面，归母净利润也呈现出类似的增长模式，从2019Q1-3的133.81亿元增长至2023Q1-3的294.11亿元，但增速同样有所放缓。2024Q1-3，归母净利润下滑至213.83亿元，同比增长率降至-2.73%。

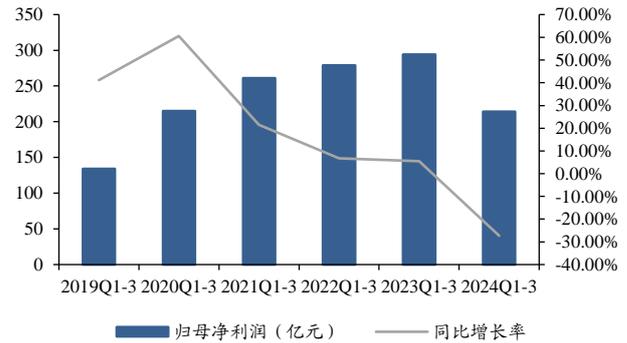
下游需求的减少直接影响了军工产品的销售和订单量，进而导致营收和利润的双重下滑。在下游需求疲软的背景下，即便军工企业可能通过提高生产效率或降低成本来应对，但整体市场环境的乏力仍然对业绩产生了显著的影响。然而，随着后续订单的逐步到位和市场需求的恢复，军工行业有望迎来新的发展机遇。

图4: 申万军工前三季度营业总收入及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 申万军工前三季度归母净利润及同比增速

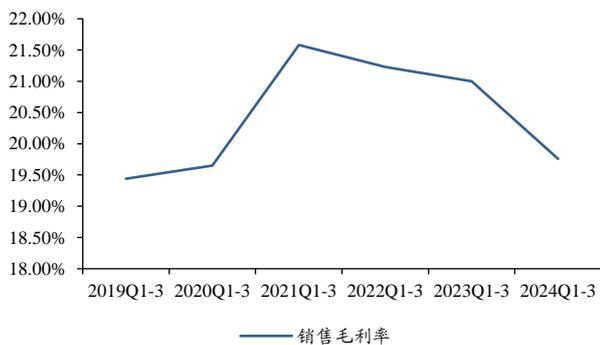


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2.2. 周转率与净利率是盈利能力的核心拖累

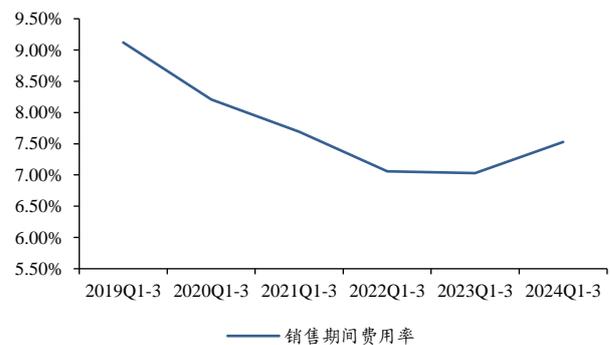
盈利能力方面，2024 年前三季度销售毛利率继续下滑，期间费用率反弹上升。从 2019 年到 2023 年前三季度，销售毛利率从 19.44% 上升至 21.58%，然而 2024 年前三季度，销售毛利率略有下降至 19.76%，未来武器装备低成本化的要求将是长期趋势，但随着装备批产规模提升，阶梯降价、批次降价逐步成为常态，对毛利率的影响也逐步趋于稳定。与此同时，销售期间费用率自 2019 年前三季度的 9.12% 逐年下降至 2023 年前三季度的 7.03%，但 2024 年前三季度，销售期间费用率回升至 7.53%，由于营业收入下降，但短期内费用规模并不会同比下降，尤其研发费用占比最大，研发进程不会因短期需求变化而停滞，导致期间费用率同比提升。

图6: 申万军工前三季度销售毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 申万军工销售期间费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

ROE 受到周转率与净利率拖累，2024 年前三季度 ROE-TTM 回落至 3.27%。ROE-TTM 在 2022 年 Q1-3 达到近五年最高点 5.78%，而 2024 年 Q1-3 下降至 3.27%。总资产周转率从 2019 年 Q1-3 的 0.27 次逐渐上升至 2021 年 Q1-3 的 0.28 次，随后下降至 2024 年 Q1-3 的 0.25 次。销售净利率从 2019 年 Q1-3 的 2.84% 增长至 2021 年 Q1-3 的 6.41%，之后略有下降至 2024 年 Q1-3 的 4.29%。权益乘数从 2019 年 Q1-3 的 1.77 上升至 2022 年 Q1-3 的 2.02，之后下降至 2024 年 Q1-3 的 1.73。

因订单延迟与交付计划调整，周转率显著低于“十四五”前半程，持续的研发投入叠加产品结构变化与价格下降也导致净利率回调下滑。多家军工企业在 2024 年财报中提及“客户需求阶段性节奏变化”、“客户交付计划节点调整”、“集采降价”、“采购价格下调”等因素对报告期内营收利润产生影响，导致周转率与净利率下降。此外，上文提及的毛利率下滑及期间费用率上升也是净利率下滑的拉动因素。

图8: 申万军工前三季度 ROE-TTM

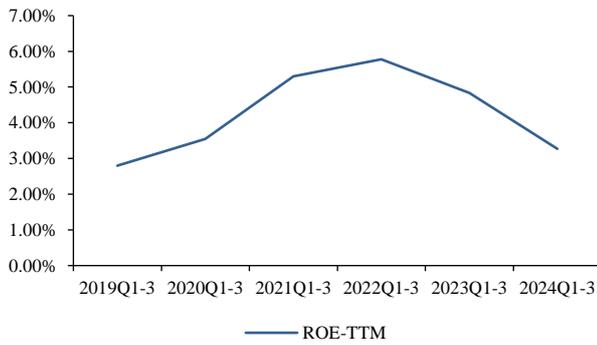
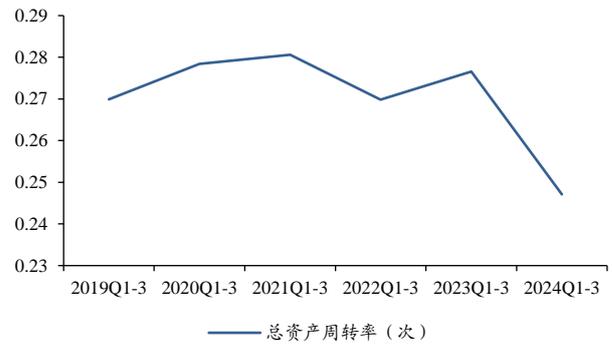
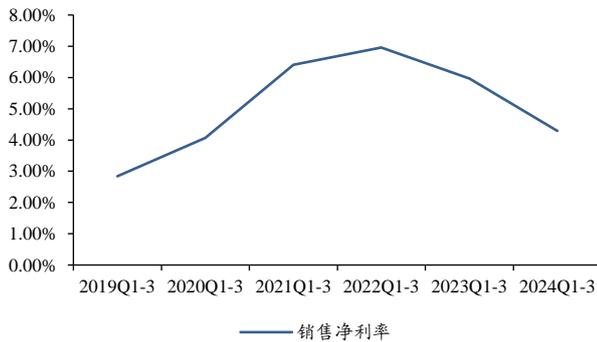


图9: 申万军工前三季度总资产周转率



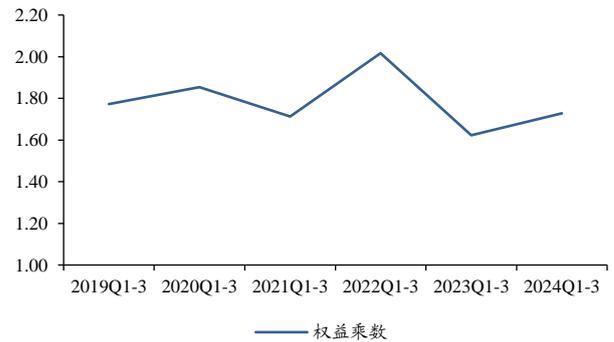
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 申万军工前三季度销售净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 申万军工前三季度权益乘数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 展望 2025: 核心变量是订单下达带来的产业链上下游业绩切换

展望 2025, 作为“十四五”计划的最后一年, 关键词是“追进度”, 最大变量是订单下达带来核心产业链上下游的业绩切换与估值修复。外部局势方面, 特朗普的外交政策始终强调“美国优先”, 其二次上台不仅可能会继续采取强硬的贸易政策, 而且或将加剧对中国的地缘政治压力。内部人事方面, 持续的人事调整在一定程度上影响了十四五计划的执行率, 2025 年作为十四五收官一年, 军队建设目标或将倒逼内部问题解决。2025 年新一轮采购周期或将开启, 追进度将是明年主基调, 最大变量是订单下达带来的核心产业链上下游业绩切换, 有望实现高增速和估值修复。

2.1. 外部局势: 特朗普二次上台, 中美紧张关系或加剧

2.1.1. 特朗普继续推行“美国优先”政策, 或加剧对中国的地缘政治压力

特朗普政府强调“美国优先”, 其对外政策可能更加单边主义, 这可能在一定程度上改变国际秩序, 包括在亚洲地区的战略平衡。虽然这不一定直接针对中国, 但可能对中国的地缘政治环境产生影响。特朗普政府的对华政策, 包括施加高额关税和限制技术出口与合作, 导致了中美贸易战的升级, 双方经济受损, 全球供应链受冲击, 阻碍了科技交流, 影响了创新合作。其对外政策的不确定性可能影响中美关系的稳定性和可预测性, 这种不确定性可能增加两国之间的紧张氛围, 甚至导致冲突风险的上升。

图12: 特朗普 2.0 核心政策主张和 1.0 的对比

主要方向	2.0	1.0
国内降低税率	1) 延长 个税条款到期期限, 推动《减税和就业法案》永久化 2) 进一步 降低企业所得税, 从21%到20%; 其中制造业从21%到15%	1) 降低个人所得税税率, 部分条款2025年到期 2) 将企业所得税税率从35%降到21%
国际贸易加关税	1) 对全球国家加征10%关税 2) 对中国征收 60% 、甚至 更高定向关税	1) 加征钢(25%)和铝(10%)关税 2) 通过301条款使得中美贸易摩擦产生, 期间三次加征关税
严格的移民政策	1) 大规模 驱逐非法移民 2) 继续 修建边境墙 3) 加重 对非法入境人员的惩罚	1) 修建边境墙 2) 限制庇护申请
回归传统能源	加大 油气资源开采	1) 取消石油、天然气开采禁令 2) 放宽温室气体排放标准 3) 退出《巴黎协定》
外交上实行美国优先	减少 对地缘政治的参与	推动北约成员国分担防务费用

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.1.2. 内阁成员普遍对华持有强硬态度

特朗普 2.0 内阁成员普遍对华持有强硬态度, 鹰派特征鲜明。例如, 被提名为国务卿的马可·卢比奥是著名的对华鹰派, 长期支持特朗普的“美国优先”外交理念。国家安全事务顾问沃尔兹和国防部长赫格塞斯也持有对华强硬的鹰派立场, 并曾对中国发出过攻击和威胁。此外, 被提名为商务部部长的霍华德·卢特尼克是对中国征收关税的坚定支持者, 他曾在采访中表示美国制造业就业岗位的流失和中国有关。这些提名人选不仅反映了特朗普的政治意图, 也预示了在他第二任期中试图推动的政策方向。

图13: 特朗普 2.0 内阁重要官员鹰派特征鲜明

官员	职位	经历/简介	主张
詹姆斯·万斯 (James Vance)	副总统	在2024年美国总统大选中，万斯作为共和党的副总统候选人搭档特朗普参与竞选，并最终成功当选	对华立场强硬，视中国为美国的最大威胁。他将自己的对华立场描述为“直截了当的经济民族主义论调”。他主张美国要集中精力全力对抗中国，并可能推动“和俄离中”策略
苏珊·怀尔斯 (Susan Wiles)	白宫办公厅主任	是2016年和2020年特朗普总统竞选佛罗里达州竞选活动负责人。她被视为特朗普团队中最有影响力的女性之一。此外她还曾在多次州级和地方选举中担任顾问，帮助共和党候选人获胜	保证republican和trump产生更深的关联性，要求严格控制内阁成员和核心权力部门
马尔科·卢比奥 (Marco Rubio)	国务卿	卢比奥曾参与2016年美国总统竞选，在共和党预选中与特朗普针锋相对在特朗普2016年当选美国总统后，两人的关系逐渐修复并发展良好。卢比奥后来担任特朗普的非正式外交顾问	强硬鹰派，被称为“反华急先锋” 俄乌战争：不支持俄罗斯，但支持通过谈判方式结束战争 中东局势：强烈支持以色列在加沙的战争；加大对伊朗石油的制裁力度 对华：反华是核心主张，对多个涉华议题发表荒唐言论
斯科特·贝森特 (Scott Bessent)	财政部长	亿万富翁、宏观对冲基金Key Square Group创始人	贝森特对美联储持强烈批评态度 贝森特提出了被称为“333方案”的经济政策主张。该计划包含三个核心目标：到2028年将预算赤字降至GDP的3%、通过放松管制实现3%的GDP增长、每日增产300万桶石油或等量能源。
麦克·华尔茨 (Michael Waltz)	国家安全顾问	2019年1月至今，华尔茨是佛罗里达州的国会议员，曾在美国陆军特种部队服役，拥有丰富的军事和国家安全经验。在国会任职期间，他致力于加强军事和国家安全立法，支持强化美国在全球的军事存在	鹰派，极度反华，要求国会提高国防预算称 ‘We are in a cold war with China’
斯蒂芬·米勒 (Stephen Miller)	白宫办公厅副主任	2017年1月—2021年1月，米勒任职特朗普白宫高级政策顾问，以其对移民、国家安全和文化政策的强硬立场而著称。他推动了移民限制令（“穆斯林禁令”），限制七个主要穆斯林国家的公民入境，且他是2018年“零容忍”移民政策的核心设计者之一	鹰派 驱逐非法移民，收紧移民政策
托马斯·霍曼 (Thomas Homan)	边境安全领导小组组长	“边境沙皇”。2017年1月—2018年6月任职美国移民和海关执法局（ICE）代理局长。他主张严格的移民执法政策。在担任 ICE 局长期间，霍曼推行了大规模的执法行动，加强了非法移民的拘留和驱逐力度。	鹰派 大规模驱逐非法移民出境
艾莉丝·斯特凡尼克 (Elise Stefanik)	驻联合国大使	2015年1月至今，斯特凡尼克任职纽约州的国会议员。近年来在共和党崭露头角，积极支持特朗普的政策。她是特朗普的忠实盟友，多次公开反对针对特朗普的弹劾调查，获得了共和党保守派的支持。	支持以色列，要求加强打击哈马斯力度，要求美国盟友跟美国理念相同
李·泽尔丁 (Lee Zeldin)	环保局局长	2015年1月—2023年1月，泽尔丁任职纽约州国会议员。曾在2022年竞选纽约州州长（未成功）	主张减少环境监管以促进经济发展，支持增加石油、天然气的生产，主张平衡环境保护和经济发展的关系。
罗伯特·莱特希泽 (Robert Lighthizer)	贸易代表	中美贸易战架构人 历史主张使用关税解决贸易逆差及恢复美国制造业	主张对中国加征60%关税,跨境贸易加征10%
皮特·海格塞斯 (Pete Hegseth)	美国国防部长	曾在美国陆军国民警卫队服役，目前为福克斯新闻电视主持人	主张将美国军力集中在本土安全上，而非投入过多资源到海外
史蒂夫·威特科夫 (Steve Witkoff)	中东问题特使	史蒂夫·威特科夫主要以房地产投资商身份闻名，管理着多个高端房地产项目。他的名字和特朗普有一定的交集，特别是在特朗普竞选期间，他向特朗普竞选活动提供了大量资金支持	这一任命说明特朗普政府对中东事务仍然有着强烈的关注，或倾向于在该地区继续维持其战略影响力
埃隆·马斯克 (Elon Musk)	政府效率部部长	特斯拉、SpaceX创始人，为特朗普竞选提供了重要帮助	与华交流密切，相对亲华
维韦克·拉马斯瓦米 (Vivek Ramaswamy)		企业家和商人	对华鹰派

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1.3. 特朗普倾向用外交施压推销美国武器，中国需提升军备应对安全威胁

特朗普在竞选期间及二次胜选后的表态中，多次透露出其积极推销美国武器并通过外交手段施压的倾向。特朗普曾明确表示，如果赢得美国总统选举，他将在短时间内结束俄乌冲突，并在此过程中，可能会通过施压乌克兰放弃部分领土来推动冲突结束。这一立场暗示了他愿意利用外交手段来达成目的，其中包括可能涉及美国武器的交易。此外，特朗普还曾公开表示，如果再次当选总统，他将要求欧洲出资来补充美国因援助乌克兰而消耗的武器库存，这进一步证明了他推动盟友购买美国武器的决心。

从军备数量对等平衡的角度来看，我国对军事装备的需求是持续的。全球军事力量的平衡是一个复杂而微妙的系统。一方面美国作为全球军事强国，一直在积极推销其武器装备，并试图通过外交手段来巩固和扩大其军事盟友网络。我国为了保持在全球军事力量平衡中的有利地位，必然需要不断提升自身的装备水平；另一方面，我国面临的外部安全环境也在发生变化，特别是美国在亚太地区的军事存在增强，中国在装备现代化方面的投入也在加大，以应对潜在的安全威胁。

2.2. 内部调整：倒逼人事问题解决，坚定实现建军目标

2.2.1. 军队与军工集团重要人事变化密集公布，人事调整持续落地

军工体系重大人事调整持续落地，带来了正向的积极影响。军队人事调整近年来在持续进行，2023年12月29日，全国人民代表大会常务委员会公告，包括张振中、张育林、饶文敏、鞠新春、丁来杭、吕宏、李玉超、李传广、周亚宁等9名将领被罢免了全国人大代表的职务。2024年7月18日，中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议公报，给予李尚福、李玉超、孙金明开除党籍的处分。这些将领涉及海、陆、空、火箭军等多个军种。前期密集的人员处理定案后，后边的定案处理就有了参照坐标，进入密集发落阶段，有助于加速整个体系的久拖未决的人事问题。

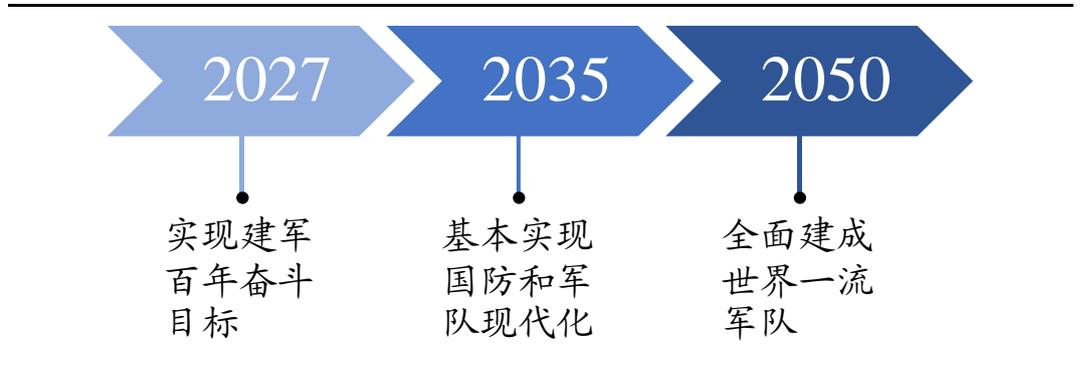
2024 中央军委政治工作会议在延安胜利召开，会议聚焦新时代政治建军方略，是去年以来军队军工体系人事调整进程中关键的一项里程碑。会议重申要贯彻落实新时代政治建军方略，持续深化政治整训，锻造政治坚定、能力过硬的坚强党组织和忠诚干净担当、堪当强军重任的高素质干部队伍，也提出要加强反腐败斗争，坚持严的基调不动摇，铲除腐败滋生的土壤和条件，确保军队建设的健康稳定发展。部队作战条线进入正常的高质效作训演练，装备条线也需尽快恢复正轨，为部队战斗力提升提供更好的工具支持。对于装备承研承制的产业链、在订单后续下达背景下、在常规列装与应急战备双重要求下、产业链各环节或面临一轮采购需求的释放。

2.2.2. 实现建军奋斗目标或倒逼内部人事问题解决

中国国防和军队建设有着明确的发展目标，持续的人事调整在一定程度上影响了十四五计划的执行率，十四五收官在即，军队建设目标或将倒逼内部问题解决。中国军队的发展目标明确分为三个阶段：2027 年实现建军百年奋斗目标，2035 年基本实现国防

和军队现代化，2050 年全面建成世界一流军队。人事调整是国防和军队改革的一部分，旨在优化军队结构和提高效率。随着十四五规划的收官，军队建设的目标可能会倒逼内部问题的解决，以确保规划的顺利完成和目标的实现。这种倒逼机制可能会促进军队内部结构和管理体系的进一步优化，以适应现代化军队建设的需要。

图14: 建军百年奋斗目标



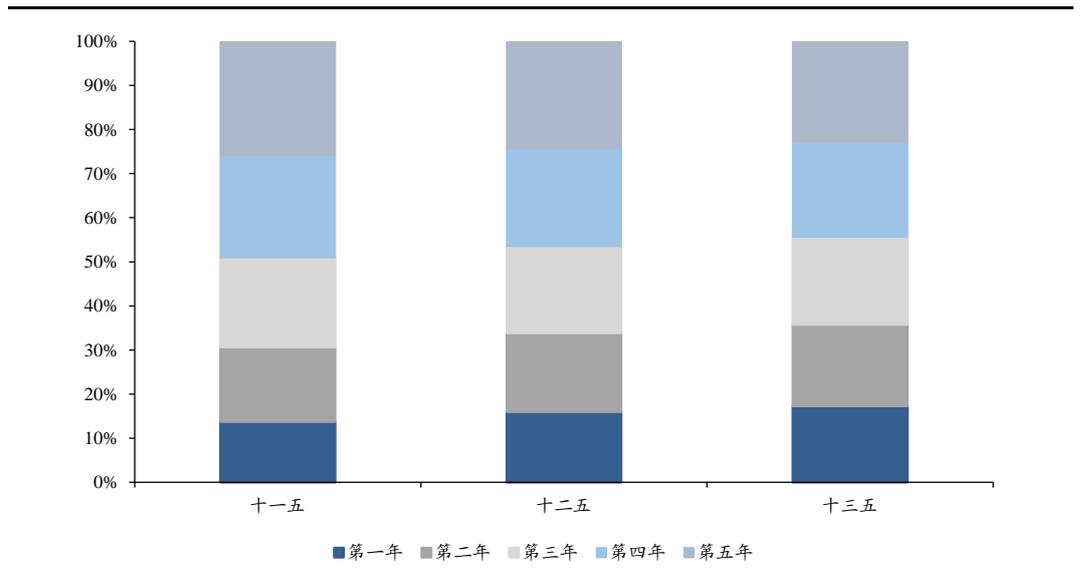
数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

2.3. 核心判断：五年计划前松后紧翘尾效应明显，最大变量是业绩切换

2.3.1. 类比 2020 年，2025 年将迎来基本面弹性更大的加速追赶期

国防军工行业是五年计划周期性行业，作为十四五收官之年，2025 年行业发展可类比 2020 年，明年有望迎来加速发展期。国防军工深受国家五年计划的影响，行业发展在五年计划后半段均呈现加速发展态势，回顾 2020 年，军工行业在面临多重挑战下依然保持了强劲的增长势头，这为我们理解 2025 年的行业发展提供了有益的参考。随着多家军工企业披露新的订单合同，军工央企集团发布任务动员令加速完成各项目标任务，以及全球地缘局势的持续紧张和国防开支的稳健增长，军工行业有望加速发展。

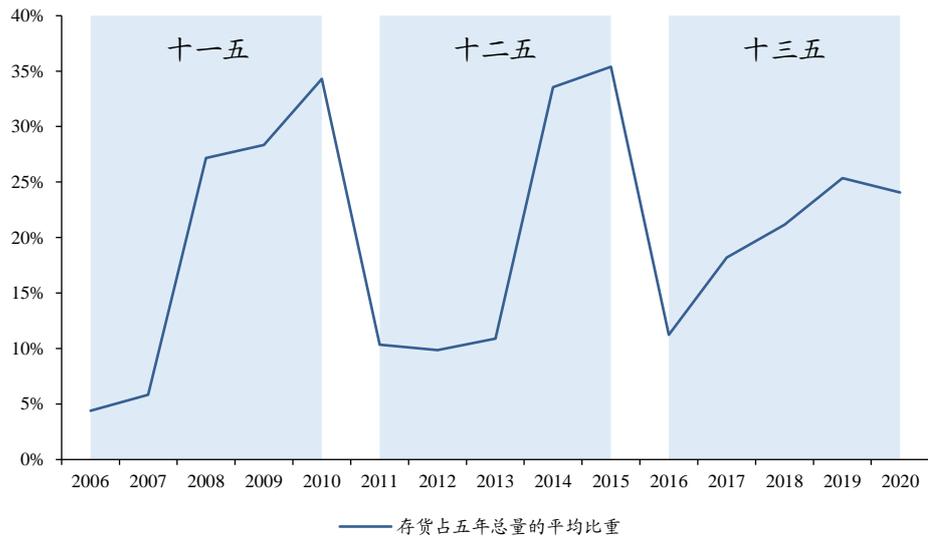
图15: 五年计划国防预算支出占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

当前行业处于库存周期底部，2025 年有望迎来新一轮补库周期，叠加新型号的量产推进时点临近，可能出现五年规划期“十四五”末年翘尾效应。军工行业自 2020 年以来经历了主动补库存阶段，随后 2021 年进入批量采购和库存积累，2023 年达到被动补库存高点，2024 年进入主动去库存阶段，为 2025 年新一轮补库周期奠定基础。其次，新型号的量产推进时点临近，新型号的持续落地预示着批产可期，为行业带来新的发展机遇。2025 年作为规划的收官之年，有望出现预算执行的翘尾效应。

图16：军工行业典型企业库存水平前低后高规律明显



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：下游主机厂标的选择中航沈飞、航发动力；上游原材料标的选择中航光电、航天电器

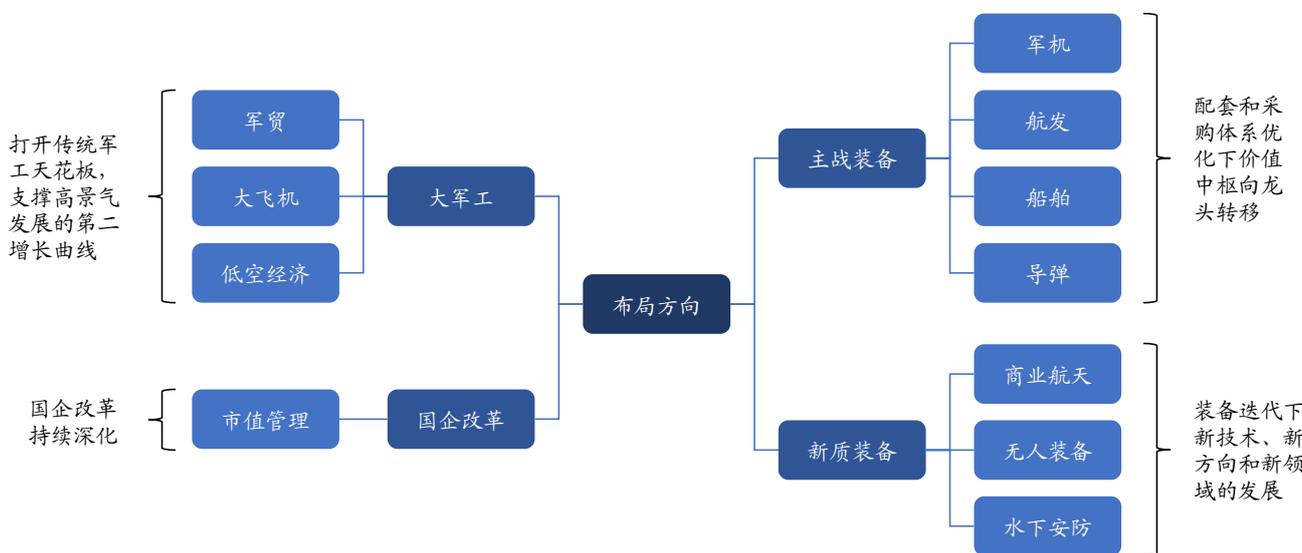
2.3.2. 追进度是 2025 年的主旋律，最大变量是订单下达带来产业链上下游业绩切换

2025 年是十四五追赶年，产业链业绩切换是最大期待。由于前期的人事调整和装备建设计划理顺，军工企业正加速推进新型号的研制和批产进度，以满足国防建设的迫切需求，板块正经历业绩端的逐步筑底和需求端的渐进修复。订单的下达情况成为了影响军工行业业绩的关键因素。目前已有多家上市公司公告大额订单情况，多集中在上游零部件厂商，板块各细分领域点状修复，随着订单的逐步下发，军工产业链上下游企业将迎来业绩的快速增长，实现业绩的切换。

3. 布局方向：聚焦主战装备与新质装备

2025年军工行业的布局方向将重点聚焦在主战装备与新质装备上。主战装备方面，军机、船舶以及弹药等平台型和消耗性装备将迎来快速发展。军机产业链将随着新机推出和大飞机批产提速而快速增长，航空发动机作为关键部件，其技术提升将有力保障军机性能的提升；船舶行业则受益于全球军贸市场的新发展期和国家政策的扶持，有望迎来景气上行；远程制导弹药作为消耗性装备，其威慑与实战战略意义显著，产业链也将随着下游装备放量而持续扩大。新质装备方面，商业航天、无人装备以及水下装备等领域将展现出巨大的发展潜力。商业航天市场规模激增，政策支持和提升将推动该领域快速发展；无人装备则凭借高性价比和战场表现好的优势，在国际市场上展现出强大的竞争力；水下装备产业链也将随着水下攻防体系需求的增加而迎来快速发展。

图17：2025年军工行业布局方向



数据来源：东吴证券研究所绘制

3.1. 主战装备：配套和采购体系优化下价值中枢向龙头转移

3.1.1. 军机：短期看批产，长期看军贸，仍然是最稳健的军工赛道

航空装备后续需求确定，行业高景气度有望延续，其稳健增长的趋势在短中长期均有明显体现。短期内，主力机型的持续批产、新机型的快速迭代，为军机产业的稳健增长提供了坚实的基础。中期来看，随着军机使用年限的增加和飞行任务的频繁，维修需求将持续增长，为军机产业提供稳健的增长保障。长期而言，军贸和对民用大飞机产业的溢出效应将进一步打开行业的增长天花板。

2024年军机产业链面临下游需求不振和价格压力等挑战，上下游分化明显。下游主机厂以军工央企为主导，按照产品类别分工明确，仍能凭借较强的议价能力和良好的竞争格局保持业绩稳健；上游配套企业普遍为特定主机厂提供定向配套服务，但随着军工配套业务竞争进一步加剧，同时这些企业往往跟单一主机厂绑定较为深度，可能会受

到某主机厂需求阶段性放缓的波及，需要等待下游需求的回暖。

重视两类标的，一是上游环节中具备绝对技术壁垒的高附加值企业，二是下游环节处于“链长”地位的央企。

表1: 军机赛道推荐标的

标的	驱动逻辑	竞争格局
中航沈飞	<p>1) 歼-35 提升我国战斗机代际，航母配套隐形舰载机放量在即：从总量上，我军目前歼击机远低于美军；从存量结构上，我国四代机数量较少，二代机占比仍然较高。近年来我国众多先进航空装备陆续列装，相关装备已纷纷进入批产阶段，国防建设需求强劲拉动带动产业链链长持续高增长。</p> <p>2) 国企改革提质增效，打造旗舰型龙头上市公司：产业链资源专业化整合，增资加强吉航公司维修能力建设，参股扬州院布局未来产品新市场。积极开展股权激励，激励技术骨干核心成员，坚定公司增长决心。</p>	<p>我国现役歼击机主要研发生产基地之一：歼-35 轻型四代机在用途方面不会与歼-20 重型四代机产生明显重叠，两大主机厂各司其职相互补充，不存在明显竞争。</p>
中航西飞	<p>1) 全谱系大飞机的唯一主机厂，锚定产业长久发展：运-20 作为战略空军转型建设的重要物质基础，消除中国空军的远程空中投送能力存在不足的尴尬局面，优秀的国产化平台奠定长久增长基础。轰-6 仍为中国空军轰炸力量核心，新一代轰炸机空间广阔。运-7、运-8 满足民航需求，为中国军队提供后勤保障，并为国际援助任务提供运输支持。</p> <p>2) 国产民机产业链向好，长期带来第二曲线增长机会：公司是 C919 机体结构核心供应商，承担零部件制造，目前 C919 订单已超千架，且正处于国产民机放量前夕，未来有望受益于民机深度配套。</p>	<p>我国军用大飞机唯一上市平台，战略地位突出：中航西飞布局方向极为明确，专注于大中型飞机，在整机业务方面，中航西飞是目前国内唯一的军用运输机和轰炸机的生产商。</p>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.1.2. 航发：新机列装、国产替代与消耗属性并举，军工板块最长坡厚雪赛道

航空发动机技术一直是制约我国航空业发展的一大短板，也是军工行业最明确长期价值的细分板块。我国在航空发动机领域的研究起步较晚，相较于发达国家存在技术积累不足的问题；航空发动机涉及复杂的气动设计、高温材料、精密制造等多个高精尖领域，技术门槛极高；此外，航空发动机的研发周期长、投入大，风险高，这对我国航空业的自主发展构成了严峻挑战。

新机列装、国产替代与消耗属性并举，多因素共驱军机航发放量。新机列装，军机的规模性增长及代际升级。我国在军机列装数量和代际更替方面仍有差距，表现为装备总量少和机型发展不均衡。预计未来随着国产发动机的稳定交付和新型号的推出，我国军机市场将经历规模性增长和结构性升级，新机列装将主要依赖国产发动机，从而带动航空发动机的新增需求；国产替代，航空发动机一直是军贸进口中的最大品类，存在较大的进口替代空间，随着我国航空发动机能力的增强，国产替代将持续深化，预计军贸进口将持续减少，朝着完全自主供应的目标发展。同时，部分产品有望实现军贸出口，打开市场空间；持续需求，换发与维修的消耗属性，航空发动机在飞机使用周期内具有

显著的消耗属性。随着练兵备战与实战化训练频次的增加，发动机损耗与换发需求日益凸显。无论是日常维护还是定期换发，都将为航空发动机制造商带来稳定的订单。

主机厂新型号产品逐步成熟，盈利能力有望提升，是长坡厚雪赛道中值得重视的标的。航空发动机是军工中最为长坡厚雪赛道，其主力机型持续批量生产，新型号快速迭代升级，后端维修市场不断扩大，远期商用航空发动机及燃气轮机产业化等前景明确。随着主机厂新型号产品的逐步成熟，公司盈利能力有望得到显著提升。同时，随着产品成熟度的不断提升，规模效应逐渐显现，这将进一步推动主机厂盈利能力的提升。

表2：航发赛道推荐标的

标的	驱动逻辑	竞争格局
航发动动力	<p>1) 航空发动机具备消耗属性，其增速高于军机增速：航空发动机有寿命限制且容易损伤，还要有一定比例的备货便于随时更换。现有量产主力发动机除了装备新战机，对于数量庞大的在役存量机型，随着原有进口俄制发动机寿命到期，也将逐渐实施替换。十五五期间国内军用航空发动机市场规模更大。</p> <p>2) 产品谱系有望不断拓展，新型号有望贡献业绩增量：新型航发进展较快，公司产品谱系有望不断拓展，新型号有望在十四五末期进入小批低速生产，十五五将进一步提速贡献业绩。</p>	<p>我国航空发动机产业链唯一的整机总装龙头上市公司：是国内唯一能够研制涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞等全谱系军用航空发动机的企业。</p>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.1.3. 船舶：高成熟度领域，关注航空母舰持续下水的属舰增量变化

中国海军将继续坚定“走向深蓝”的步伐，实现从近海防御型向远海防卫型的战略转型，为新型舰船奠定需求基础。这一转型是国家利益拓展和国际安全环境变化的必然要求，旨在更好地维护国家海上安全和发展利益。在装备建设方面，中国海军正加速构建远海防卫作战装备力量体系，优化近海防御作战装备力量体系，以全面提升海上威慑和实战能力，为新型舰船奠定需求基础。

军船领域产业成熟度高，行业稳定，而民船市场景气周期的到来为行业增长提供了新动力。作为船舶行业需求的基石，军船不仅保障了国家安全，还通过技术溢出效应和产业协同作用，为民船的发展提供了强有力的支撑。近年来随着民船市场的回暖，民船成为行业增长的主要驱动力。民船市场的增长得益于全球贸易的逐步恢复、船龄到期带来的替换需求以及新环保政策的实施等因素。这些因素共同作用，推动了新船价格和订单量的回升，使得民船成为短期内船舶行业增长的关键因素。

军船领域产业成熟度已经相对较高，建议关注航空母舰持续下水的属舰增量变化；民船市场景气周期到来，建议关注订单量利齐升、业绩兑现的船舶龙头。

表3：船舶赛道推荐标的

标的	驱动逻辑	竞争格局
中国船舶	<p>1) 供需共振，船舶行业大周期已至：船舶具有二十年以上的长寿命、一年半至三年的长生产周期和长扩产周期，导致造船业以十年为维度周期波动。本轮船舶周期启动自2021年，船舶订单</p>	<p>全球船舶龙头，引领船舶大型化、高端化、绿色化趋势：中国船舶集团有限公司在全球造</p>

量价齐升，当前仍维持较高景气度，头部船厂接单至 2028 年。船市场中占据领先地位，手持订单量和新接订单量均位居世界第一。

2) 更新+环保带动主力船型复苏: 2020 年后船舶行业复苏进入快速上行期，替换需求逐步显现，未来 10 年交付价值量 CAGR 有望达 10%以上，叠加环保政策对新能源船型的需求，集装箱船、气体船结构性景气周期后，油轮、散货船有望继续放量。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.1.4. 导弹: 困境反转特点最为显著, 或是明年弹性最大方向

全球武器弹药加速扩产，导弹供应与储备尤为紧迫，之前部队建设更多关注武器平台补质量和数量的短板，未来导弹方向将获得更多重视。俄乌冲突相当耗费弹药，潜在大国冲突必然会消耗更多。俄乌战争中弹药消耗量巨大，俄罗斯每天发射的炮弹达到惊人的 2 万发，而乌克兰每天只能发射 4 千至 7 千发。即使是军事强国如美国和北约，也面临着弹药供应不足的问题，需要重新启动军工生产。此外，现代战争对传统军事精确制导弹药提出了更高的要求，智能弹药开始迅速登场。国防军工产业需要重视传统弹药的智能化改造，推动由数量规模型向质量效能型转变。

近年弹药产业链受供给、规划调整、人事调整等因素导致增速不高，目前需求具备较大修复弹性及修复基础，看好明年产业链弹性兑现。在现代军事防御体系中，导弹的需求量显著增长，并且因其高价值耗材的特性，已成为全球军事开支的一个关键领域。中国在这一领域面临产业链核心环节的供应限制，导致近年来导弹的供应未能达到预期，且行业调整中受到了较大的影响。然而，随着供需两端的制约因素逐步缓解，预计导弹领域将展现出较大的需求和供给弹性，有望成为需求恢复的核心部分，其需求恢复的速度可能会领先于行业内其他领域。

在明年潜在的弹性兑现背景下，主要关注业绩强持续性和高弹性的企业，此外，在低成本化、数量和总产值规模上具有明显优势的细分领域领军企业也值得关注。

表4: 导弹赛道推荐标的

标的	驱动逻辑	竞争格局
北方导航	<p>1) 装备弹药需求旺盛，直接受益于军工高景气: 建军百年目标背景叠加符合中期调整方向，作战平台载弹量大为提升、型号数量增加、实战化训练弹药消耗加快等因素，公司惯性导航有重要应用的火箭炮和智能炸弹需求旺盛。导引头占导弹武器成本 40%以上，制导控制系统公司有望受益。</p> <p>2) 紧跟兵器集团制导火箭弹外贸，卡位产业链核心环节: 远程火箭炮已成全球军贸明星产品，我国远火已达世界先进水平，兵器工业集团军贸市场推出了 AR 及 SR 系列火箭炮，公司卡位兵器集团远火产业链核心环节。</p>	<p>兵器集团核心配套商，业务划分拥有独家供应地位: 兵器集团弹药链重要组成部分，与集团其他公司不存在同业竞争关系，具备独特市场竞争优势。</p>
菲利华	<p>1) 航空航天景气驱动，高端石英纤维需求旺盛: 我国航空航天装备建设对耐高温、耐烧蚀、高透波与电绝缘性能的石英纤维材料需求大幅增加，且公司不仅提供石英纤维材料，还拓展至立体编织预制件及复合材料制造，形成完整产业链，成为菲利华业绩</p>	<p>航空航天领域全球少数具有石英玻璃纤维量产能力的制造商之一，国内航空航天领域石英玻璃纤维主导供应商: 凭借其</p>

增长的重要驱动力。

2) 半导体周期复苏，国产化空间广阔：半导体行业是石英玻璃材料的主要应用领域，随着全球半导体市场的持续增长和国内半导体自主可控政策的推动，菲利华的石英玻璃材料及制品需求旺盛。

在航空航天领域的深厚积累和完整产业链优势，保持领先地位

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 新质装备：装备迭代下新技术、新方向和新领域的发展

3.2.1. 商业航天：以降本放量为前提，引领航天产业变革

商业航天作为新质生产力的重要发展方向，正逐步从导入期迈向成长期。中国商业航天市场规模保持高速增长，引用前瞻产业研究院数据，从2018年至2023年，市场规模由0.6万亿元增至1.9万亿元，年均增长率达23%。技术创新和突破是商业航天发展的关键，中国在火箭研发与制造能力、发射能力、卫星制造和发射技术等方面取得了显著进步。据《中国航天科技活动蓝皮书（2023年）》显示，2023年我国共完成26次商业发射，发射成功率达96%；共研制发射120颗商业卫星，占全年研制发射卫星数量的54%。资本市场对商业航天的关注和投资热情也在不断高涨，投融资事件和金额在10年间增长超过200倍。

卫星通信作为现阶段商业化程度最高的航天应用领域，其大规模卫星组网的前提是降低卫星制造与火箭发射成本。高昂的卫星制造成本和发射成本一直是制约卫星通信系统发展的瓶颈。因此，降低卫星成本成为实现高密度组网的前提和关键。通过技术创新和成本控制，卫星制造企业可以优化生产流程，提高生产效率，从而降低卫星的制造成本。同时，优化卫星发射流程、提高发射成功率等也可以进一步降低发射成本。目前国内单颗低轨通信卫星的总成本远高于美国Starlink单星成本，仍需要持续推动降本以实现快速发射组网。

我国航天产业已进入发展“快车道”，作为具有长期成长潜力的行业，应关注在商业航天领域具有核心技术，存在降本放量潜力，短期内展现出积极边际变化，同时在长期内也有望持续受益于行业的高景气度的标的。

表5：商业航天赛道推荐标的

标的	驱动逻辑	竞争格局
航天电子	<p>1) 商业航天产业化提速：近年来是我国商业航天产业化提速的起点，对低成本大批量宇航电子及系统的需求正在释放，公司作为航天体系内核心配套单位，有望充分承接内外部需求。特别是在卫星制造和火箭发射领域，公司将率先受益于产业链基建环节的增长。</p> <p>2) 星间链路技术的突破与需求放量：随着卫星系统从单星任务向多星协同发展，卫星星座内部将越来越多地采用星间链路组网技术，其中激光通信是目前主流的星间通信技术发展方向，未来需求广阔，公司激光通信终端等多项卫星载荷已开始全面配</p>	<p>航天科技集团体系内核心企业，航天九院唯一上市平台：在航天电子信息产品领域保持国内领先水平，并保持着较高的配套比例。</p>

套用户装备，是未来有望带来更大增量的方向。

中国卫星

1) 商业航天助力微小卫星研制业务：随着航天发射技术的不断成熟，航天发射成本不断降低，微小卫星凭借着研制周期短、成本低、发射方式灵活等优势，应用潜力不断被挖掘，并得到越来越广泛的重视。

2) 通信、导航、遥感等卫星应用领域前景广阔：公司形成了以卫星综合应用系统总体为核心，以卫星通信、卫星导航、卫星遥感等领域的系统集成与产品制造为支撑，为国防、行业、区域用户和国际市场提供基于天基资源的综合信息化整体解决方案，未来应用前景广阔。

国内微小卫星制造龙头，低轨卫星星座建设国家队起带头作用：公司拥有航天科技五院微小卫星研制业务核心资产，在我国卫星通信系统等重大科研项目中扮演重要角色。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2.2. 无人装备：深刻改变战争面貌，将成为制胜未来战争的关键

无人化、智能化军事装备已经成为制胜未来战争的关键，是当前世界军事变革的主要趋势。无人作战正在深刻改变战争面貌，是未来作战装备的首选之一。无人作战装备具有人员零伤亡、作战成本低、作战能力可快速补充等特点，作战效能日益凸显，已逐渐渗透到战争空间的各个领域。

无人作战装备将逐步取代有人装备成为战争的主要作战力量。随着人工智能、大数据、云计算等智能化技术的飞速发展，无人装备的技术难题迎刃而解，并迅速登上现代战争的舞台。无人装备正由单一功能向多用途转变，无人机已从侦查型升级为察打一体。同时，无人装备正推动多维多域无人作战体系的发展，涉及空中、水下、陆地等多个领域。此外，无人装备还呈现从单机作战向集群作战的转变，通过智能化、信息互通互联的集群体，实现对战场目标的高效打击。人机融合也正向高度智能化转化，人工智能武器将加速进入战争主流武器库，极大地提高无人系统的自主性和战场适应性。

新战争模式带来装备应用渗透率快速提升，且耗材属性强，重点关注无人装备的两大方向：无人机、无人潜器。

表6：无人装备赛道推荐标的

标的	驱动逻辑	竞争格局
航天彩虹	<p>1) 无人机作战优势凸显，成为武器装备重点发展方向：无人化作战具备打击效率高、人员零伤亡的独特优势，已融入现代战争中的各个环节。且俄乌冲突提升全球国防安全感知，无人机作为新域新质核心装备成国防重点方向。</p> <p>2) “彩虹”系列无人机出口数量可观，国内国外双景气格局形成：公司军用无人机性能处于世界一流水平，多款产品已经出口海外积累了大量实战经验，盈利能力同为业内领先。在“十四五”加快国防建设与国际关系紧张的环境下，有望呈现出国内无人装备渗透率提升，海外军贸业务景气的格局。</p>	<p>军用无人机龙头，竞争力显著：在军用固定翼无人机领域，主要竞争对手包括中无人机，航天电子。</p>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2.3. 水下安防：我国在水下安防方面起步较晚，未来有望加速建设

水下战场正逐渐成为未来联合作战体系中的重要作战区域，我国在水下安防领域的建设相对滞后，未来有望加快水下安防建设。水下战场因其隐蔽性强、破坏力大、无人化、体系化的特点，正逐渐成为未来联合作战体系中的重要作战区域。为顺应现代海战的演进趋势，水下攻防对抗正朝着体系化方向发展，综合了水下预警、侦察、探测、攻防等一系列行动。然而，相较于国际先进水平，我国在水下安防领域的建设相对滞后，存在不少空白和短板。结合技术进步、政策支持和市场需求，我国在水下安防的建设有望加速，以适应未来水下作战的需求和挑战。

UUV 领航无人化新质装备发展，水声装备是水下攻防的风向标。水下战场因其复杂多维、范围广阔、侦察难度大等特点，要求攻防体系更加系统化、综合化，对装备性能提出了更高要求。UUV 作为能在水下长时间作业的智能装备，种类多样，功能全面，适应多种作战环境，并能依托多种平台灵活部署。相较于传统有人水下装备，UUV 具备出色的隐蔽性、高性价比及分布式作战能力，正逐步成为水下非对称作战的重要新生力量。水声装备通过声波探测和定位技术，为水下侦察、通信、导航和作战提供关键支持，是构建水下感知链和通信网的核心，同时也是提高水下定位精度和实现水下攻防对抗体系的关键技术。

水下介质的特殊属性给装备建设提出了新的技术要求。相关关键技术或随水下体系建设加快而逐渐发展和应用，对应产业链有望迎来超额增量机会。

表7：水下安防赛道推荐标的

标的	驱动逻辑	竞争格局
中国海防	<p>1) 水下攻防对抗体系建设：水下攻防对抗体系的建设是现代海军作战能力的关键组成部分，随着无人作战平台的兴起，特别是无人潜航器（UUV）等装备的快速发展，随着国内外对水下作战能力的重视，中国海防的产品需求有望得到进一步释放，特别是在声呐系统等关键装备的更新换代上，为其带来持续的市场机遇。</p> <p>2) “耗材”属性带来的持续需求：水声电子装备，特别是声呐等关键设备，由于长期处于恶劣的海洋环境中工作，容易受到腐蚀和损坏，因此需要定期维护和更换。这种“耗材”属性为中国海防带来了持续的市场需求。随着海军装备的广泛使用和长时间运行，声呐等装备的维护和更换需求将不断增加。</p>	<p>中国海防是国内水下信息化的龙头企业：公司通过两次资产重组，整合了长城电子、海声科技、辽海装备等优质资产，形成了全产业链的水下信息化龙头。</p>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3. 军贸、民用航空：打开传统军工天花板，支撑景气发展的第二增长曲线

3.3.1. 军贸：国际军贸格局变化带来的历史性机遇，动荡局势下最受益主线

部分国家逐步放弃俄式装备，为中国军贸装备留下巨大空间。一方面由于俄乌冲突，俄罗斯需要优先供应本国武装部队，导致其军贸出口量受到限制；另一方面由于地缘政

治问题，全球武器出口格局发生了变化，俄罗斯的军贸出口份额持续下降，部分国家可能正在减少对俄式装备的依赖。中国军贸装备在技术、性能上逐渐接近国际先进水平，且不附带政治条件，此消彼长之间，我国军贸具备较强的国际竞争力。

造不如买，武器装备研制需要一整套成熟的研制、批产体系，对于弱国而言研制不如购买。武器装备的研制和生产是一个复杂且成本高昂的过程，它不仅需要巨额的前期投资，还涉及到技术积累、产业链支持以及长期的维护和升级。弱国可能缺乏相关的技术人才和经验，导致研制效率低下，产品质量难以保证，同时自研过程可能耗时过长，无法满足急需提升军事实力的需求。相比之下，当前国际军贸市场已经相当成熟，全球军贸市场的变化也为弱国提供了更多的选择。

聚焦我国军贸产品竞争优势的崛起，把握其对军工企业营收与盈利的双重提振，核心关注符合现代战场应用趋势的武器装备。随着产能扩张达产，我国军贸出口产能不足问题有望缓解。同时军贸出口产品利润率弹性大，但订单确定性较低，交付节奏的确定性不如国内列装。建议关注无人机、导弹、巡飞弹等现代战场应用趋势的武器装备。

表8: 军贸赛道推荐标的

标的	驱动逻辑	竞争格局
中无人机	<p>1) 逐步成为现代战争重要武器平台，我国军用无人机市场广阔：无人机所执行的任务正在逐步实现从辅助作战手段向基本作战手段的跨越，经过几次局部战争的实践，无人机已成为我国未来武器装备发展的重点方向，我国无人机列装尚存缺口，公司有望填补我国需求空缺。</p> <p>2) 全球多国缺乏高性能无人机生产能力，“翼龙”系列有望抓住军贸市场：全球多国需求无人机装备，但普遍缺乏自主生产能力，因此无人机全球军贸市场较为活跃。“翼龙”系列性能优异，深度受益于全球军贸市场。</p>	<p>大型固定翼长航时无人机领军企业，同业竞争优势明显：国内主要竞争对手包括航天彩虹、腾盾股份、天宇长鹰、海鹰航空。</p>
国睿科技	<p>1) 海外贸易领域的增长潜力：公司通过国睿防务拥有多谱系的地面情报雷达、武器制导雷达等产品，且这些产品在国际市场上享有较高的认可度。随着全球军用雷达市场需求的增长，以及我国军贸政策的支持，国睿科技的外销雷达型号有望进一步扩大国际市场份额。</p> <p>2) 资产重组与业务拓展：国睿科技通过两次重大资产重组，注入了中电科十四所的优质资产，形成了雷达装备及相关系统、工业软件及智能制造、智慧轨交三大业务板块。这两次重组显著提升了公司的收入和利润水平，成为国内军民用雷达的领军企业。</p>	<p>国睿科技在国内雷达行业处于领先地位，特别是在防务雷达领域：公司拥有多谱系的雷达产品，技术先进，性能稳定，赢得了国内外用户的广泛认可。</p>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3.2. 大飞机：实现大规模、大批量生产交付，C919 进入常态化运营阶段

产能端，规划未来 5 年内年产能达到 150 架，二期建设项目将有效提高生产效率。预计到 2028 年，其年产能将攀升至 150 架。这一规划源自中国商飞的前瞻布局，副总经理张玉金曾明确表示，C919 将加速扩产，积极抢占市场。同时，C919 二期产能建设

也已紧锣密鼓地展开，预计 2024 年产能将持续扩大。未来 3-5 年内，中国商飞将斥资数百亿元用于产能扩建。随着航空工业规划总院中标 C919 大型客机批生产条件能力（二期）建设项目，C919 的批量化生产需求将得到满足，生产效率也将显著提升，为国产大飞机的商业化运营及市场竞争奠定坚实基础。

运营端，C919 交付量已达到 12 架，步入商业运营的新常态。目前 C919 已构建起完整的“主制造商+供应商”生产体系，并已实现常态化商业运营。截至 2024 年 11 月，中国商飞累计交付 12 架 C919，并手握大量订单。此外，中国国航与中国商飞签署了 C929 客机的首家用户框架协议，意向成为 C929 宽体客机的全球首家用户。这些进展预示着 C919 的批产及交付能力的提升，将推动航空产业的升级，同时新机型的推出将进一步拓展航空产业的发展空间。

重点关注估值低、业绩弹性大的 C919 配套企业，同时关注民机产业链中的高价值环节与国产替代企业。鉴于多数军工股尚未涉足此领域，且军机民机产业链高度重叠，因此核心关注民机产业链上占据了高价值量环节的企业和承担了国产替代任务的配套企业。

表9：大飞机赛道推荐标的

标的	驱动逻辑	竞争格局
中航高科	<p>1) 下游军机放量与复材用量双提升，军用碳纤维卡位优势明显：碳纤维增强减重效果明显，已成为武器先进程度标志，使用比例不断提升，公司占据产业链主导地位，随着武器装备下游放量与更新换代，军用碳纤维需求逐步扩大，成长性突出。</p> <p>2) 先进民机碳纤维用量接近 50%，民机成未来业绩新支撑：波音 787 飞机重量约 50% 使用了碳纤维复合材料，我国 C919 碳纤维复材用量仅 15% 左右，国产民机未来碳纤维复材用量空间更大，正处于行业发展前夕。</p>	<p>我国航空复合材料行业的领跑者，市场占有率极高：背靠航空工业，卡位中游预浸料环节，同产业链生态位对手较少，形成差异化竞争格局。</p>
中航机载	<p>1) 我国航电集成供应商，产业需求上行待整合资源雄厚：公司历史上经历多次资产重组逐步成为国内航电设备系统研发和生产的集成化供应商，作为平台化控股公司下属共计 10 家控股子公司，均具备细分航电领域标志性产品的研制能力，且公司通过事业部的专业整合逐步实现子公司间的协同化发展。公司当前受益于下游航空装备的加速列装和信息化程度的持续升级营收业绩步入快车道。</p> <p>2) 贯彻国家的民机发展战略，抢抓民机发展历史机遇：中航机载布局 C919 等多款民机型号，随着国产大飞机项目的加速推进和国家构建“战略空军”的需求，公司有望迎来单机产品配套价值量提升、产品需求量提升以及产品配套型号渗透率的提升，同时叠加航空产品存量提升带来的后端维修市场，公司或将步入快速成长轨道。</p>	<p>我国一流机载平台，专业整合实现战略级垄断地位：多次吸收航空工业优质资产，中航电子与中航机电合并后形成我国机载系统重要平台。</p>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3.3. 低空经济：顶层支持拉开低空大幕，万亿市场腾飞在即

“空域开放”与“适航取证”作为低空经济“起飞”的两大前提，分别对应着“哪里能飞”与“什么能飞”两大关键问题。空域开放为低空经济发展提供了必要的空间资源，长期以来几乎任何飞行活动都需要报告，这种管理方式增加了通用航空的运营成本和时间成本，随着中央空中交通管理委员会成立，标志空域管理权从军方转移至民航局，民航局推进空域改革，解锁非管制空域，预计未来空域管理政策将逐渐放宽。适航取证是航空器进入市场运营的前提，我国已在 eVTOL 取证方面取得全球领先的突破。在政策扶持下我国在适航取证方面的进展有望加速，预计 25-27 年国内 eVTOL 厂商可逐步取证。

“航空器”、“空管系统”与“行业应用”是低空经济的三大关键节点，分别代表着“如何飞行”、“如何管理”与“如何应用”三大焦点。航空器是实现低空飞行的工具。eVTOL 作为低空经济的重要载体，是新质生产力代表，不仅成本效益显著，而且扬长避短发挥中国新能源产业的优势，有望引领未来立体交通的发展。无人机作为低空经济的主体产业，正逐渐成为市场主导力量，技术成熟和经济效益推动了无人机应用的深化，其中物流系统有望成为低空经济的重要增量。低空空管系统是确保飞行安全和空中交通顺畅运行的关键中枢，前期建设优先投入方向，亟待深化与建设，科技成长属性突出。低空行业应用在传统领域中增长较为稳定，新应用场景商业模式闭环有望快速落地，其中载人交通与快递物流中长期或迎来放量成长，成就低空万亿级市场。

关注政策引导的机场基建、空域管理和飞行数智化等前置基建保障。此外，eVTOL 产业链的整机或零部件供应商也有潜在的入局机会，特别关注高壁垒且国产化率低的航空产业链相关标的。

表10：低空经济赛道推荐标的

标的	驱动逻辑	竞争格局
中科星图	<p>1) 深度布局低空经济地基能力，引领低空新质生产力：“数智低空大脑”是中科星图在低空经济领域的核心产品，意在打造低空服务保障数字底座，其主要功能在于解决空域与航线即时计算、低空气象服务、电磁频谱管理三大问题，低空经济领域卡位独特，有望带动业绩上行。</p> <p>2) 集团化，生态化发展战略实现资源优化与业务协同，拉动业绩持续上行：集团化战略实现了各业务板块间的紧密连接与资源高效配置。母公司通过设立或收购优势子公司，并为其提供数据与技术支持，促进子公司快速成长，形成良性循环，共同推动中科星图业绩显著提升。</p>	<p>我国数字地球行业有力竞争者较少，中科星图龙头地位显著：公司为中科院空天院控股的数字地球产业领军企业，凭借其先发优势，预计将在行业集中度提升的过程中进一步扩大市场份额。</p>
莱斯信息	<p>1) 立足空中管制业务优势，立志成为低空经济建设主力军：随着国家对民航空管系统国产化率的要求提升，以及“8+N”区域管制中心的建设，公司将显著受益于空管系统的新增需求和更新换代。预计未来低空经济市场规模将达到数万亿元，公司在该领域的布局有望带来新的收入来源。</p>	<p>莱斯信息在民航空中交通管理领域占据领先地位：其空管自动化系统市场占有率高达42%。公司背靠中国电科28所，技术实力雄厚。</p>

2) 空管+机场“两翼齐飞”，且将引领低空发展：公司积极布局智慧机场建设，已形成可复制、可推广的智慧机场整体解决方案，并在淮安机场等项目中取得成功应用。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.4. 国企改革：国企改革持续深化

3.4.1. 市值管理：价值提振与高景气共振

高质量发展乘势而上，定调央企未来发展，国资委或将对军工央企落实和出台进一步支持政策，包括：资产重组、股权激励、集团重组、转型考核机制等。为了进一步提升军工央企的竞争力和市场地位，国资委或将出台一系列支持政策，包括资产重组、股权激励、集团重组以及转型考核机制等。这些政策的实施将有助于优化军工央企的资源配置，提高其运营效率和市场竞争力。通过深化军民融合，拓展国外市场，以及政策的持续支持，国内军工央企将迎来更加广阔的发展前景。未来，随着技术的不断进步和市场的不断拓展，军工央企将在国内外市场中发挥更加重要的作用。

看好军工央企在市值管理与并购重组大背景下实现更好的高质量发展，推荐核心赛道中下游、拥有进一步改革增效预期的军工央企标的。

表11：国企改革赛道推荐标的

标的	驱动逻辑	竞争格局
航天南湖	<p>1) 电子信息战盛行，防空预警雷达是国防信息化建设的重要方向之一：防空预警雷达符合国家国防和军队现代化的战略目标，是国防信息化建设的重要方向之一。我国信息化建设基础较为薄弱，近年来接连在发布的《新时代的中国国防》等多个政策中明确了国防信息化和现代化建设的目标。防空预警雷达有望受益于武器装备体系的优化和升级，迎来更加广阔的市场。</p> <p>2) 航天科工二院 23 所下属的唯一上市平台，存在资产注入的预期：航天科工集团的资产证券化率相对较低，这意味着集团内部有大量未上市的优质资产，有可能通过资本市场进行证券化。特别是在国企改革和军工集团资产证券化提速的背景下，航天南湖有可能成为集团资产注入的受益者。</p>	<p>在防空预警雷达领域，航天南湖与中电科 14 所、38 所形成三足鼎立的竞争格局：公司在多个竞标项目中成功中标，有望在行业中保持领先地位。</p>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 投资建议

看好军工十一大方向布局机会，建议关注以下标的：

1) 军机：中航沈飞、中航西飞；2) 航发：航发动力；3) 船舶：中国船舶；4) 导弹：北方导航、菲利华；5) 商业航天：航天电子、中国卫星；6) 无人装备：航天彩虹；7) 水下安防：中国海防；8) 军贸：中无人机、国睿科技；9) 大飞机：中航高科、中航机载；10) 低空经济：中科星图、莱斯信息；11) 国企改革：航天南湖。

5. 风险提示

行业订单不及预期的风险：军工行业的订单与国防需求和国家战略紧密相关，若面临订单不及预期的风险，可能是由于国防预算调整、政策变化或战略重心转移等因素导致，进而导致实际订单量未能达到行业预期水平，可能影响企业的生产计划、营收增长及整体盈利能力，给行业稳定发展带来不确定性。

新技术新产品应用进度不及预期的风险：新技术和新产品的研发与应用是推动国防军工行业进步的关键。若新技术或新产品的开发周期延长、测试验证过程复杂导致应用进度滞后，将可能削弱行业的创新能力和市场竞争力，影响未来战略地位的巩固与提升。

价格波动超出预期：军品价格受国家采购政策和预算影响较大。如果降价压力增大，可能是由于国家采购政策调整或预算限制。若降价幅度超出行业预期，将直接压缩企业的利润空间，影响企业的研发投入和可持续发展能力，对行业整体的业绩压力构成挑战。

相关改革进展不及预期：国防军工行业的改革是推动行业转型升级、提升效率的重要动力，院所改制、混改、资产证券化等是系统性工作。若相关改革政策推进缓慢或实施效果不佳，如军民融合深度发展、国防科技工业体制改革等关键领域改革未能达到预期目标，将可能影响行业资源配置效率、技术创新能力和市场竞争力，制约行业的高质量发展步伐。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>