

行业专题
行业评级：领先大市-A

涅槃——两个中周期间的机遇与风险

国投证券军工及新材料团队

杨雨南 S1450525060003

2025年7月2日



核心结论

- 当下时间点处于两个五年之交，但受制于此前行业若干扰动，节点更接近与第四年与第五年之交；预计2025年后行业EPS将出现结构性边际向上，PE端受“十五五”规划结构性提振。
- 供给端：23年底-26年底为行业供给扩张期也是内卷及出清期。
- 需求端：
 - 25-26年为【补缺】需求扩张期，由于所需装备更多为消耗性装备及对“十四五”的查漏补缺，预计更多呈现脉冲型而非成长型机会；
 - 27年附近【民用】需求预计将迎来产业格局的平衡点，其规模效应能够支撑价格降幅，而“十四五”期间主要放量装备将迎来退坡期；
 - 我们预计“十五五”期间将是全球格局发展的关键性五年，国际地缘战略版图变动带来的【军贸】需求将成为行业重大变量。
- 综上，预计2024-2030军工行业可能出现“N”型走势，第一个顶部预计出现于2025Q3-Q4，底部估测位于26年底至27年上半年区间。
- 策略层面，【“十四五”已完成装备】关注后市场增量，存量部分等待事件扰动带来的布局时点；“【十四五”待完成装备】重点关注与后续“十五五规划”具有连贯性方向，如无人装备、低轨卫星及数据链、远程火箭弹及火工药剂、下一代航空发动机等；【民用】关注产能出清后的商发及大飞机产业链；【军贸】明确各标的所处环节及上市资产，根据具体事件进行分析。

目录



第一部分：军工行业中周期、长周期与当下周期周期位置

第二部分：行业后续供需情况展望

第三部分：投资策略与风险提示

军工行业中周期、长周期与当下周期周期位置



行业中周期——五年规划

年份	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
计划工作	开启新的五年计划	人事调整	时间过半，任务过半	继承上年动作	结束这个五年规划下个五年
对应年份	2011/2016/2021	2012/2017/2022	2013/2018/2023	2014/2019/2024	2015/2020
指数涨跌（申万）	-33.09%/-18.58%/11.17%	-5.66%/-16.65%/-25.30%	33.35%/-31.04%/-9.35%	53.89%/27.19%/7.08%	28.50%/57.98%
振幅	50.75%/36.49%/36.79%	48.85%/37.40%/42.98%	52.65%/38.07%/31.87%	82.98%/52.30%/54.37%	132.82%/78.03%
EPS变动	-1.13%/39.93%/16.32%	-28.01%/32.01%/5.61%	-21.67%/1.22%/-4.79%	-6.71%/17.54%/-21.59%	-33.78%/21.41%
PE变动	-32.33%/-41.80%/-4.42%	31.06%/-36.84%/-29.27%	70.29%/-31.89%/-2.00%	64.93%/8.21%/36.54%	93.93%/30.10%
具体看点	预付款	人事变动	查漏补缺、中期调整	周期复苏	尾款与新计划

通过五年中周期时间节点，需求端可以优先判断当下周期位置，五年规划中第一年至第五年主线逻辑各有差异：

- 第一年（逢一逢六）：此时的板块往往经历过上一个第五年带来的预期扩张，行业发展确定性较强但股价往往也包含相应信息，较难大幅超预期，市场往往表现为EPS兑换PE；
- 第二年（逢二逢七）：下半年往往开始进行部分核心岗位换届，同时受此前1-2年行业业绩基数的上升，EPS增速往往出现下行，对应PE开始收缩；
- 第三年（逢三逢八）：往往是人事任命开始影响行业中层部分之时，行业易出现动荡，此前部分确定性可能出现消失；
- 第四年（逢四逢九）：部分新领导往往已到任，行业部分领域EPS出现复苏，但PE端难以较大幅度提振；
- 第五年（逢五逢十）：受五年计划期影响，往往EPS与PE出现双重提振。



长周期维度下的军工行业——从停滞到成熟

年份	1991-2000	2001-2005	2006-2010	2011-2015	2016-2020	2021-2025	2026-2030
行业主线	忍耐	盘活	启动	扩张	变局	跨越	未来
资本市场	央企民品业务上市	资产“擦边球”	资产加速上市	核心资产上市	先抑后扬	预付款	?
代表事件	“军队要忍耐”	资产证券化	军工股改	证券化加速	军改	小核心大协作	补缺&创收
产业逻辑	停滞	预研	预研转小批	小批转批产	小批转批产	批产	产业拓展



年份	成分股数量	央国企数量	民企数量
2011/12/31	28	22	6
2012/12/31	28	22	6
2013/12/31	28	22	6
2014/12/31	29	23	6
2015/12/31	32	24	8
2016/12/31	37	26	11
2017/12/31	49	32	17
2018/12/31	52	35	17
2019/12/31	67	45	22
2020/12/31	72	45	27
2021/12/31	97	52	45
2022/12/31	98	48	50
2023/12/31	135	57	78
2024/12/31	139	57	82

当下周期位置

- 中周期
- 当下时间点处于两个五年之交，但受制于此前行业若干扰动，“十四五”中周期更接近与第四年与第五年之交；
 - 预计后续行业EPS将出现结构性边际向上，PE端将受“十五五”规划结构性提振。

- 长周期
- 行业尚以计划型经济为主，预计“十四五”需求端扩张细分方向后续较难有明显机会；
 - 【补缺】与【创收】将成为行业下个五年的核心方向。

2024年关联交易情况

	预计发生额	实际发生额	使用率	备注
中航沈飞	619亿元	325亿元	52.57%	实际发生额为1-11月
中航西飞	289亿元	107亿元	36.91%	实际发生额为1-9月
中航成飞	375亿元	4亿元	1.19%	
洪都航空	112亿元	61亿元	53.87%	
中直股份	641亿元	267亿元	41.56%	
航发动力	551亿元	245亿元	44.42%	实际发生额为1-11月
中兵红箭	25亿元	0.6亿元	2.53%	
北方导航	40亿元	21亿元	51.86%	销售军品-军品

航空产业链EPS波动变化

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
西部超导			120.58%	99.99%	38.51%	-50.24%	6.43%
宝钛股份	557.11%	70.11%	51.11%	40.29%	-1.39%	-2.32%	5.92%
抚顺特钢	-295.15%	-92.54%	86.67%	42.86%	-75.00%	80.00%	-66.67%
中航重机	104.76%	-18.60%	5.71%	140.54%	-7.87%	9.76%	-52.22%
三角防务			2.50%	102.44%	51.81%	17.46%	-53.38%
派克新材				52.15%	54.97%	-6.93%	-46.37%
航宇科技					15.93%	-0.76%	0.00%
中航沈飞	3.92%	18.87%	68.25%	-17.92%	35.63%	-7.63%	12.84%
中航西飞	18.38%	92.51%	-27.65%	-16.03%	-19.85%	64.29%	18.90%
航发动力	0.00%	2.13%	2.08%	-8.16%	6.67%	10.42%	-39.62%

行业后续供需情况展望



“十五五”需求端的逻辑关联

- “十五五”行业整体需求预计为【补缺】与【创收】两大主题；
- 【补缺】中可大致分为【“十四五”已完成装备】建设与【“十四五”待完成装备】建设；
- 【补缺】需求端整体商业模式与“十四五”行业商业模式并无显著差别，但方向更多为查漏补缺而非重复建设。
- 【创收】逻辑的主要组成部分为【军贸】及【民用】，虽然其生产模式与“十四五”期间有一定的重合，但商业模式有较为显著差异；
- 【创收】需求端两大组成部分与我国周边地缘冲突最终结果均具有显著正向关联，这一结果尤其将决定【军贸】的空间上限及进展速度，5.7空战为此证明。
- 考虑到建军百年目标，在不发生重大变局的情况下，【补缺】逻辑先于【创收】逻辑。



印尼考虑购买歼10战机

采购范围可能不限于战斗机



据央视新闻客户端消息
当地时间6月5日
据印尼军方消息
印尼政府正就采购
中国制造的歼-10战斗机
进行可行性评估

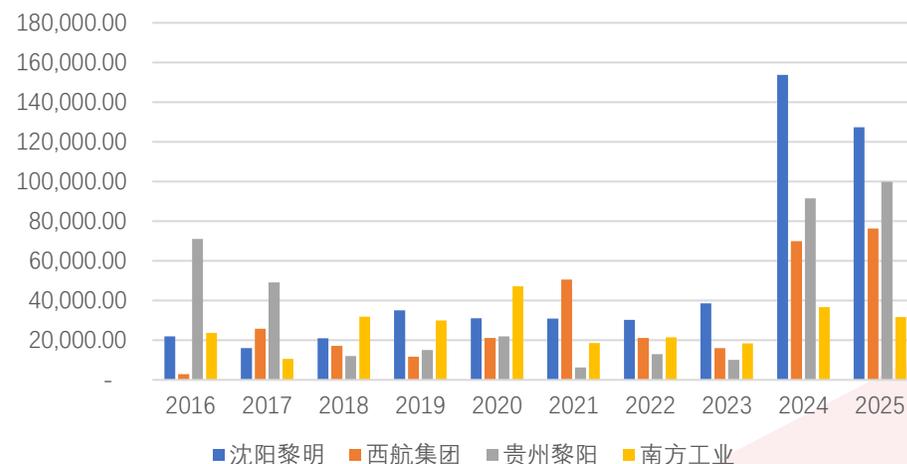
下半年产业需求端情况展望

- 从行业前置指标电子元器件景气程度变化及航发主机厂投资计划角度分析，可以看到行业结构性分化明显，弹药层面更多体现“十四五”查漏补缺，而航发则体现对后续产业布局重心；
- 下半年市场预期的重点在于“十五五规划”，预期无人装备、低轨卫星、远程火箭弹、数据链、电子攻防等将存在重点展望；
- “十四五”已完成放量相关装备预计将在2026-2027年后进入产量退坡期；
- 考虑到民用端需求国际市场已接近红海竞争，预计前三年将表现为量升价跌模式。

证券代码	证券名称	25Q1营收变动	25Q1合同负债变动
603267.SH	鸿远电子	8.67%	25.35%
000733.SZ	振华科技	-10.45%	6.41%
300726.SZ	宏达电子	6.03%	-11.43%
603678.SH	火炬电子	16.96%	6.68%
688582.SH	芯动联科	291.77%	272.36%
688385.SH	复旦微电	-0.54%	-0.77%
002049.SZ	紫光国微	-10.05%	-52.05%
688143.SH	长盈通	14.75%	-43.34%

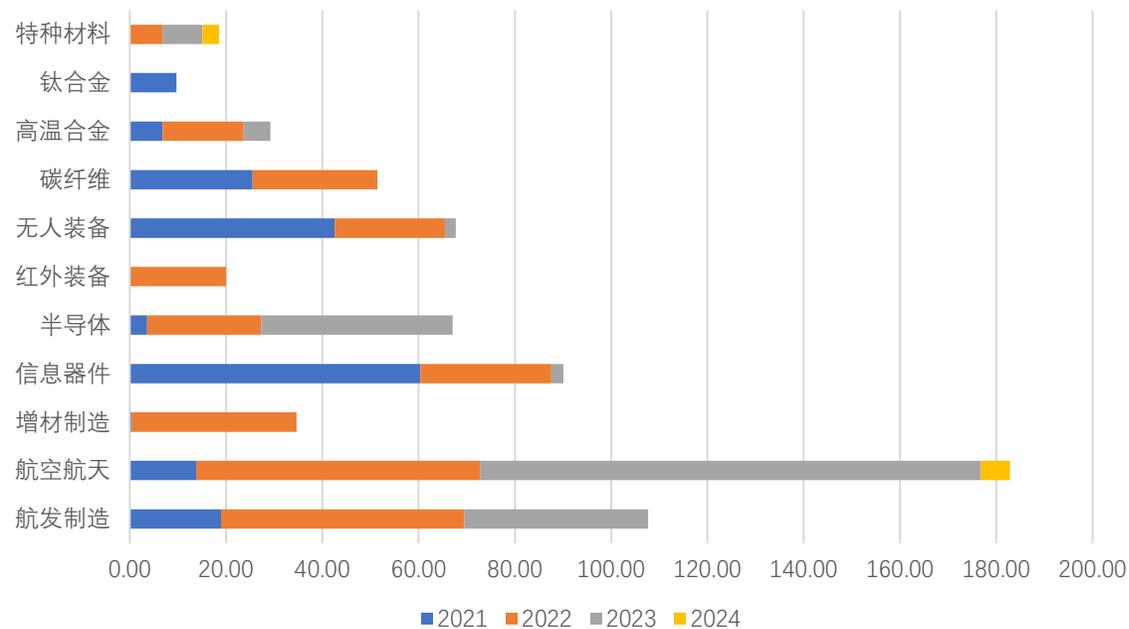
证券代码	公司名称	公告日期	审议程序情况
688543.SH	国科军工	2025/1/9	公司全资子公司先锋公司与九江国科收到与某单位签署的两型主用弹药等弹药产品2025年年度订货合同，合同金额为合计人民币738,734,000元（含税）。
002214.SZ	大立科技	2025/1/9	公司与某一客户签订的某型光电系统研制合同，合同金额为7,100万元人民币。
688282.SH	理工导航	2025/4/8	合同类型：2份销售合同。合同金额共计：6,526.5984万元。
		2025/1/8	合同类型：销售合同。合同金额：17,579.3856万元。
300699.SZ	光威复材	2025/6/15	威海拓展与客户A签订了补充物资采购合同，合同总金额为65,800.00万元。

航发主机厂投资计划（万元）

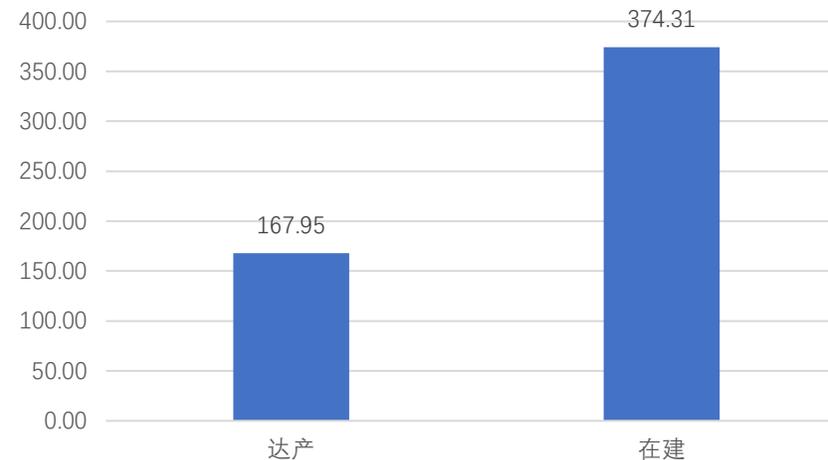


下半年产业供给端情况展望

各细分赛道2021至今投融资情况 (亿元)



过去五年行业募投资项目落地情况 (亿元)



资本开支及在建工程情况 (亿元)



涅槃——“十五五”期间行业的机遇与风险

在不发生重大行业扰动下我们做如下预期判断：

□ 供给端：23年底-26年底为行业供给扩张期；

□ 需求端：

25-26年为【补缺】需求扩张期，由于所需装备更多为消耗性装备及对“十四五”的查漏补缺，预计更多呈现脉冲型而非成长型机会；

27年附近【民用】需求预计将迎来产业格局的平衡点，其规模效应能够支撑价格降幅，而“十四五”期间主要放量装备将迎来退坡期；

我们预计“十五五”期间将是全球格局发展的关键性五年，国际地缘战略版图变动带来的【军贸】需求将成为行业重大变量。

□ 综上，预计2024-2030军工行业可能出现“N”型走势，第一个顶部预计出现于2025Q3-Q4，底部估测位于26年底至27年上半年区间。

投资策略与风险提示



投资策略及相关标的

- 我们将【补缺】与【创收】各分为【“十四五”已完成装备】&【“十四五”待完成装备】与【军贸】&【民用】四部分；
- 【“十四五”已完成装备】策略为：
 - 重点关注已批产装备后市场，关注维修零部件增量型机会，对应多为小市值标的（图南股份、润贝航科等）；
 - 中大市值标的采用“危-机”策略，遭遇事件型扰动带来的下跌后可适时布局对应央国企资产及对应民企竞对资产。
- 【“十四五”待完成装备】重点关注后续“十五五规划”具有连贯性方向，如无人装备（晶品特装、航天电子、航天彩虹、中无人机）、低轨卫星及数据链（臻镱科技、国博电子、*ST铖昌）、远程火箭弹及火工药剂（中兵红箭、北方导航、长盈通、国泰集团、国科军工）、下一代航空发动机（航材股份、图南股份、航发动力）等。
- 【民用】关注产能出清后的商发及大飞机产业链（航发动力、航发控制、航材股份、图南股份、中航成飞、中航西飞、中航成飞、洪都航空、中航重机、中航高科等）
- 【军贸】明确各标的所处环节及上市资产，根据具体事件进行分析（国睿科技、航天彩虹、富吉瑞、中航成飞等）。

风险提示

- 人事任命扰动
- 价格扰动
- 部分环节生产能力瓶颈
- 部分环节产能出清
- 订单不及预期
- 原材料价格扰动
- 行业估值波动
- 系统性风险
- 除上述以外的其他风险

行业评级

□ 收益评级：

领先大市—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

□ 风险评级：

A —正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B —较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

分析师声明

□ 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

□ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司地址

国投证券证券研究所

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路168号国投大厦28层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮 编： 100034