

2024年10月27日

国科天成 (301571.SZ)

制冷红外产品需求景气叠加核心部件业务取得阶段性进展, 共同支撑公司业绩向好

投资要点

- ◆ 事件内容: 10月23日盘后, 公司披露2024年三季度报告。2024年前三季度, 公司实现营业收入6.44亿元, 同比增长46.23%; 实现归母净利润1.07亿元, 同比增长41.85%。
- ◆ 受益于国防装备现代化建设的持续推进, 同时核心产品InSb制冷型红外可能在边防及要地监测设备等部分复杂场景中具备相对优势, 公司前三季度营收及净利润双双实现高增。2024年前三季度, 公司实现营业收入6.44亿元, 同比增长46.23%; 实现归母净利润1.07亿元, 同比增长41.85%。对于前三季度业绩表现强劲, 公司9月公告表示, 主要系行业需求持续增长、新老客户扩大采购所致。2024年政府工作报告曾提及“抓好军队建设‘十四五’规划执行”; 本年度我国财政安排国防支出预算16655.4亿元、同比增长7.2%, 占GDP比例约为1.26%、创下“十国五”以来新高, 为国防装备现代化建设提供稳定支撑; 在强军兴军的逻辑下、包括红外光电等在内的军用装备的市场需求持续增加。从公司层面来看, 据招股书披露, 公司是国内少数具备1280×1024等高分辨率制冷型红外产品研制生产能力的企业之一, 且区别于国内大多数红外厂商选用的MCT探测器路径, 公司的制冷型红外产品主要选用InSb探测器路径, 在中波波段可能较MCT技术路线更具盲元率低、稳定性高等优势, 适用于边防及要地监测设备等部分对性能要求相对较高的复杂应用场景; 随着下游市场对InSb探测器产品路径的认可度不断提升, 公司陆续与多家军工集团达成业务合作, 充分受益于国防装备现代化建设的持续推进。
- ◆ 公司第三季度延续了二季度的良好发展态势。2024Q3公司实现单季度营收2.67亿元、同比增长58.16%、环比增长1.97%; 实现单季度归母净利润0.50亿元、同比增长41.19%、环比下降3.16%。(1) 第三季度营收同比实现较大增幅, 延续了二季度的良好发展态势。(2) 对于单季度净利润同比增速低于营收增速, 预计主要原因有以下三点: 一是或受产品价格波动等因素影响, 2024Q3毛利率为37.99%、较2023Q3同比下降2.56个百分点; 二是银行授信增加所致、2024Q3利息费用较2023Q3同比增加530.58万元; 三是应收账款增加所致、2024Q3信用减值损失计提较2023Q3同比增加721.54万元。
- ◆ 公司现已构建较为完整的先进T2SL制冷型红外技术的产业链布局。据招股书披露, T2SL制冷探测器是继MCT、InSb之后的下一代制冷探测器, 具有高量子效率、高帧率、高灵敏度等特点, 可能在长波波段以及部分复杂背景应用场景中更具优势。公司前瞻性布局上游核心部件、自建量产线, 以及通过股权投资的方式向上游芯片及设备领域延伸, 具体来看: (1) 核心部件方面, 公司前瞻性布局并于2023年成功研制出两款T2SL探测器, 与中航工业集团F0001、微纳星空等客户在机载、星载领域达成了相应的合作意向, 是国内少数具备T2SL探测器研制能力的企业之一。据招股书披露, 公司已于2023年同步启动了产线设备采购工作, 目前具有小批量生产能力, 自建量产线预计在2025年内实现投产。(2) 芯片及设备领域, 为进一步完善T2SL制冷红外领域产业链布局, 公司先后投资参股了从事II类超

国防军工 | 兵器兵装III

投资评级

增持-A(首次)

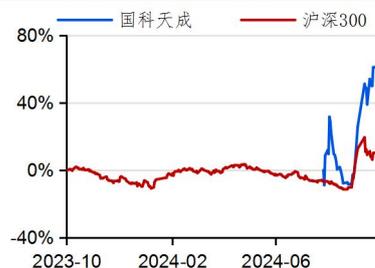
股价(2024-10-25)

52.25元

交易数据

总市值(百万元)	9,375.00
流通市值(百万元)	1,781.20
总股本(百万股)	179.43
流通股本(百万股)	34.09
12个月价格区间	57.22/33.29

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	37.26	352.98	356.44
绝对收益	48.86	369.03	369.03

分析师

李蕙

SAC执业证书编号: S0910519100001

lihui1@huajinsec.cn

报告联系人

戴等等

daizhengzheng@huajinsec.cn

相关报告

国科天成: 华金证券-新股-新股专题覆盖报告(国科天成)-2024年第47期-总第474期 2024.8.3



晶格外延材料业务的国科半导体和从事 MBE 设备业务的国成仪器公司。其中，国科半导体的控股股东为北京国科超晶科技有限公司、公司拥有其 10.30% 的股权；国成仪器的控股股东为国成仪器有限公司、公司拥有其 10% 的股权。

◆ **为提高自身基础配套能力，公司持续创新并不断向镜头镜片、光电芯片、以及非制冷探测器领域拓展；2023 年，公司多个项目取得阶段性进展。**（1）精密光学领域，公司使用自有资金为子公司天将光电投资建设了一条精密光学加工线，具备了镜片精密加工能力并设计开发了多款镜头产品，已开始面向市场面向推广和销售；2023 年，精密光学加工线投入使用、并在首年获得接近 3500 万元的收入。除此之外，公司募投项目“超精密光学加工中心建设项目”还将继续围绕镜头镜片；预计项目建设达产后，将获得 16,000 片/年的高端光学镜片生产加工能力，并新增年营业收入 2.01 亿元（不含税）、净利润 3193.90 万元。（2）非制冷探测器领域，公司于 2023 年研制出一款兼具性能与成本需求的非制冷型探测器，运用自主开发的自适应热像辅助瞄准系统以实现目标进行精准打击，有效解决了目前国内外热像瞄准器普遍存在的场景适应性差和辅助射击功能不足的问题，形成了一定的差异化竞争优势；同年，公司新设孙公司上海天成微用于建设非制冷型探测器封装线。（3）光电芯片领域，公司于 2021 年新设子公司天芯昂光电以开展红外芯片研制业务；并拟通过募投项目“光电芯片研发中心”进一步强化光电芯片产品性能，使之适用于不断更新的高速红外跟踪系统和红外图像合成系统，助力公司夯实行业领先优势。

◆ **投资建议：**公司 2024 年前三季度业绩表现亮眼；展望 2024 全年，在国防建设持续加强的背景下，公司制冷红外产品的需求有望保持旺盛；长期来看，公司是业内少数拥有完整 T2SL 制冷型红外技术相关产业链布局的企业之一，并在镜头镜片、光电芯片、以及非制冷探测器领域形成较强的基础配套能力，未来业绩有望稳健向好。我们预计 2024-2026 年营业总收入分别为 9.70 亿元、12.66 亿元、16.91 亿元，同比增速分别为 38.2%、30.5%、33.6%；对应归母净利润分别为 1.72 亿元、2.27 亿元、3.05 亿元，同比增速分别为 36.0%、31.4%、34.4%；对应 EPS 分别为 0.96 元、1.26 元、1.70 元，对应 PE 分别为 54.4x、41.4x、30.8x（以 10 月 25 日收盘价计算）。首次覆盖，给予“增持-A”评级。

◆ **风险提示：**对探测器主要供应商依赖的风险、外购探测器导致毛利率较低和主营业务毛利率下降的风险、质量控制相关的风险、军工资质延续的风险等风险。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	530	702	970	1,266	1,691
YoY(%)	61.6	32.5	38.2	30.5	33.6
归母净利润(百万元)	97	127	172	227	305
YoY(%)	30.7	30.1	36.0	31.4	34.4
毛利率(%)	37.5	40.3	38.3	39.1	40.0
EPS(摊薄/元)	0.54	0.71	0.96	1.26	1.70
ROE(%)	8.8	10.1	9.2	10.8	12.6
P/E(倍)	96.2	73.9	54.4	41.4	30.8
P/B(倍)	8.5	7.6	5.1	4.5	4.0
净利率(%)	18.4	17.7	17.4	17.5	17.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

1、红外产品：报告期内，公司红外产品收入主要来自于制冷型机芯及整机；截至目前，已与航天科技集团、航天科工集团、四川九洲集团、中科院、中国船舶集团等优质客户形成长期稳定的合作关系。我们预计红外产品业务 2024-2026 年对应收入分别为 5.97 亿元、7.59 亿元、9.37 亿元，同比增速分别为 41.32%、27.28%、23.36%；对应毛利率分别为 36.3%、37.0%、37.2%。

2、零部件：公司零部件业务包括冷型探测器、镜头、镜片等零部件，以满足客户产品的自主开发需求。受益于公司零部件与红外产品业务的下游客户重叠度较高，报告期内公司红外产品业务快速发展、客户数量持续增加，进而带动零部件业务收入增长。预计零部件业务 2024-2026 年对应收入分别为 1.60 亿元、2.25 亿元、3.17 亿元，同比增速分别为 38.68%、40.59%、41.03%；对应毛利率分别为 25.0%、28.0%、29.0%。

3、研制业务：公司光电研制业务以项目为单位开展，报告期内，公司已完成光电研制项目的主要研制内容包括星载线列 T2SL 制冷探测器、可见光与热红外复合光电吊舱、热红外探测系统、光电监控系统、卫星载荷图像数据存储/管理/解析分析系统、卫星相机分系统等。受益于红外领域的客户资源积累以及相关项目的经验丰富，公司研制业务有望持续增长。我们预计研制业务 2024-2026 年对应收入分别为 0.42 亿元、0.46 亿元、0.50 亿元，同比增速分别为 9.61%、9.69%、9.44%；对应毛利率分别为 53.0%、52.0%、54.0%。

4、精密光学：公司使用自有资金为子公司天禄光电先行投资了一条精密光学加工线，目前天禄光电已具备各类红外镜片的生产加工能力并研制开发了多款镜头产品，已开始面向市场进行推广和销售；伴随着业务的逐步成熟以及产线的陆续放量，公司光学业务收入有望持续增长。我们预计精密光学业务 2024-2026 年对应收入分别为 0.42 亿元、0.73 亿元、1.77 亿元，同比增速分别为 20.0%、73.33%、144.13%；对应毛利率分别为 57.0%、58.0%、56.0%。

5、其他主营业务：公司还开展了卫星遥感数据应用、信息系统开发服务、卫星导航接收机研制等其他业务；伴随着军工装备现代化发展持续，其他业务亦有望随之增长。预计其他主营业务 2024-2026 年对应收入分别为 1.26 亿元、1.60 亿元、2.07 亿元，同比增速分别为 44.04%、26.86%、29.71%；对应毛利率分别为 54.5%、53.0%、53.0%。

综上，我们预计 2024-2026 年营业总收入分别为 9.70 亿元、12.66 亿元、16.91 亿元，同比增速分别为 38.19%、30.53%、33.65%，对应毛利率分别为 38.33%、39.11%、40.02%。

表 1：收入成本拆分

业务收入（百万 元）	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	327.74	529.56	701.58	969.54	1265.56	1691.38
yoy	66.37%	61.58%	32.49%	38.19%	30.53%	33.65%
毛利率（%）	44.37	37.54	40.29	38.33	39.11	40.02
1、红外产品	172.38	280.74	422.13	596.56	759.28	936.62
yoy	91.69%	62.86%	50.37%	41.32%	27.28%	23.36%
毛利率（%）	39.50	36.47	40.14	36.30	37.00	37.20

业务收入（百万元）	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
2、零部件	66.06	92.25	115.22	159.78	224.64	316.81
yoy	53.53%	39.65%	24.90%	38.68%	40.59%	41.03%
毛利率（%）	36.42	26.73	23.92	25.00	28.00	29.00
3、研制业务	51.95	52.44	38.02	41.67	45.71	50.02
yoy	14.96%	0.94%	-27.51%	9.61%	9.69%	9.44%
毛利率（%）	57.02	41.76	58.97	53.00	52.00	54.00
4、精密光学			34.91	41.90	72.62	177.29
yoy				20.00%	73.33%	144.13%
毛利率（%）			51.22	57.00	58.00	56.00
5、其他主营业务	31.53	71.59	87.47	125.99	159.83	207.30
yoy	71.85%	127.03%	22.17%	44.04%	26.86%	29.71%
毛利率（%）	70.68	56.11	51.58	54.50	53.00	53.00
6、其他业务	5.81	32.53	3.83	3.64	3.48	3.34
yoy	1072.34%	459.94%	-88.21%	-5.00%	-4.50%	-4.00%
毛利率（%）	23.50	29.71	6.13	15.00	15.00	15.00

资料来源：Wind、华金证券研究所

二、可比公司估值

公司主要从事红外光电领域，综合考虑产品属性及其主要应用领域，我们选取同样从事红外产品的高德红外（产品包括非制冷和制冷探测器）、睿创微纳（从事红外成像产品）、以及同为军工应用领域为主的华工科技（主要产品包括激光加工装备、敏感元器件、光电器件等）为国科天成的可比上市公司。2024-2026 年国科天成估值分别为 54.4x、41.4x、30.8x，或受益于下游军工行业需求增长持续，同时 T2SL 制冷红外探测器、镜头镜片等新产品陆续开拓放量，公司业绩有望迎来进一步成长、支撑公司估值提升。

表 2：可比公司估值

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			对应 PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002414.SZ	高德红外	345.50	0.06	0.14	0.24	134.8	57.8	33.7
688002.SH	睿创微纳	229.88	1.35	1.89	2.25	38.0	27.1	22.8
000988.SZ	华工科技	370.73	1.30	1.65	2.00	28.4	22.3	18.4
	行业平均	315.37	0.90	1.23	1.50	67.1	35.8	25.0
301571.SZ	国科天成	93.75	0.96	1.26	1.70	54.4	41.4	30.8

资料来源：Wind，华金证券研究所（可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期、国科天成盈利预测来自华金证券研究所；表中数据截至日期：2024 年 10 月 25 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1056	1222	2486	3332	4632	营业收入	530	702	970	1266	1691
现金	260	103	920	1415	1929	营业成本	331	419	598	771	1014
应收票据及应收账款	287	530	599	875	1096	营业税金及附加	2	2	2	3	4
预付账款	162	104	263	216	424	营业费用	8	11	13	16	19
存货	338	470	684	804	1154	管理费用	41	42	50	57	70
其他流动资产	9	15	20	21	29	研发费用	29	50	66	84	108
非流动资产	249	372	470	543	658	财务费用	-2	4	19	39	76
长期投资	5	1	1	1	1	资产减值损失	-8	-32	-28	-41	-57
固定资产	136	139	270	368	492	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	16	10	9	6	1	投资净收益	0	-4	-1	-2	-2
其他非流动资产	92	222	190	168	165	营业利润	112	143	195	256	344
资产总计	1305	1595	2955	3875	5290	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	189	351	1101	1799	2916	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	65	230	908	1626	2636	利润总额	112	143	195	256	344
应付票据及应付账款	69	50	119	99	189	所得税	15	19	26	34	46
其他流动负债	55	70	74	74	92	税后利润	97	124	169	222	298
非流动负债	10	12	12	12	12	少数股东损益	-0	-3	-4	-5	-6
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	97	127	172	227	305
其他非流动负债	10	12	12	12	12	EBITDA	129	182	231	321	451
负债合计	198	363	1114	1811	2929	主要财务比率					
少数股东权益	6	4	1	-4	-10	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	135	135	179	179	179	成长能力					
资本公积	788	788	1184	1184	1184	营业收入(%)	61.6	32.5	38.2	30.5	33.6
留存收益	175	302	471	693	991	营业利润(%)	28.4	27.2	36.6	31.2	34.4
归属母公司股东权益	1100	1227	1841	2067	2372	归属于母公司净利润(%)	30.7	30.1	36.0	31.4	34.4
负债和股东权益	1305	1595	2955	3875	5290	获利能力					
						毛利率(%)	37.5	40.3	38.3	39.1	40.0
						净利率(%)	18.4	17.7	17.4	17.5	17.6
						ROE(%)	8.8	10.1	9.2	10.8	12.6
						ROIC(%)	7.9	9.1	6.7	7.0	7.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	15.2	22.8	37.7	46.7	55.4
						流动比率	5.6	3.5	2.3	1.9	1.6
						速动比率	2.9	1.8	1.4	1.3	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
						应收账款周转率	2.3	1.7	1.7	1.7	1.7
						应付账款周转率	3.2	7.1	7.1	7.1	7.1
						估值比率					
						P/E	96.2	73.9	54.4	41.4	30.8
						P/B	8.5	7.6	5.1	4.5	4.0
						EV/EBITDA	71.2	52.4	40.7	29.9	22.3

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%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

李蕙声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn