

国防军工

2025 年 09 月 01 日

国科军工 (688543)

—— 主业收入稳增叠加盈利能力改善，赛道持续景气未来可期

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 09 月 01 日

收盘价 (元)	56.27
一年内最高/最低 (元)	63.63/34.92
市净率	5.3
股息率% (分红/股价)	1.60
流通 A 股市值 (百万元)	6,525
上证指数/深证成指	3,875.53/12,828.95

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	10.63
资产负债率%	24.93
总股本/流通 A 股 (百万)	209/116
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

韩强 A0230518060003
hanqiang@swsresearch.com
武雨桐 A0230520090001
wuyt@swsresearch.com
穆少阳 A0230524070009
musy@swsresearch.com

研究支持

达邵炜 A0230124030001
dasw@swsresearch.com

联系人

达邵炜
(8621)23297818x
dasw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 公司公布 2025 年半年报业绩报告。根据公司公告，公司 2025 年 H1 实现营收 4.17 亿元 (yoy-13.37%)，实现归母净利润 0.77 亿元 (yoy-3.18%)，实现扣非归母净利润 0.62 亿元 (yoy-18.59%)。2025 年 Q2 实现营收 2.93 亿元 (yoy-1.86%)，实现归母净利润 0.48 亿元 (yoy+3.72%)，实现扣非归母净利润 0.47 亿元 (yoy+2.33%)。2025 年 H1 业绩表现符合市场预期。

点评：

- 主业产品有序交付支撑营收体量，全年收入有望实现稳增。根据公司公告，公司 2025 年 H1 实现营业收入 4.17 亿元 (yoy-13.37%)，我们分析认为：1) 分子公司看，报告期内先锋公司实现收入 1.45 亿元 (yoy+22.03%)，九江国科实现收入 0.24 亿元 (yoy-47.33%)，航天经纬实现收入 1.93 亿元 (yoy+3.21%)，星火军工实现收入 0.30 亿元 (yoy+6.44%)，新明机械实现收入 0.51 亿元 (yoy-57.82%)；2) 分业务看，根据公司公告，子公司先锋公司及九江国科从事弹药装备生产，报告期内合计实现收入 1.70 亿元 (yoy+2.75%)，子公司航天经纬主要从事固体发动机动力模块生产，子公司星火军工从事整弹引信生产，子公司新明机械从事制导装备控制模块生产，基于子公司财务数据，报告期内整弹及动力模块两大主业营收实现正增，25H1 营收同比下滑系报告期内控制模块确收体量较去年同期下降；3) 分季度看，公司 2025 年 Q2 实现营收 2.93 亿元，同比下滑 1.86%，环比增加 134.4%，公司产品交付确收情况逐季改善中。我们分析认为，公司深度受益于行业下游景气度恢复，叠加年初签订重大销售合同，在手订单饱满，伴随产品有序交付确收，2025 年全年营收有望保持增长态势。
- 产品结构优化带动盈利能力提升，2025 年 H1 业绩符合市场预期。根据公司公告，公司 2025 年 H1 实现归母净利润 0.77 亿元 (yoy-3.18%)，我们分析认为：1) 从毛利率看，2025 年 H1 公司毛利率为 38.41%，较去年同期 36.16% 增加 2.25pcts，系报告期内高毛利产品营收占比增加，带动整体毛利率提升；2) 从净利率看，2025 年 H1 公司净利率较去年同期增加 1.27pcts 至 18.52%，净利率提升主要系产品盈利能力提升，增幅较毛利率收窄系报告期内费用率较去年同期增加；3) 从费用端看，公司期间费用率较去年同期增加 7.62pcts 至 22.95%，其中管理费用率较去年同期增加 2.12pcts 至 9.48%，研发费用率较去年同期增加 4.35pcts 至 13.19%，我们分析认为公司费用率增加主要系报告期内股份支付费用摊销增加，叠加报告期内研发投入维持高位所致，报告期内管理费用及研发费用中股份支付费用较去年同期合计增加 0.13 亿元。伴随公司动力模块及智能弹药在研产品定型投产转化为收入，公司全年业绩有望实现正增。
- 存货环比维持高位，公司排产有序进行中。根据公司公告，截至 2025 年 H1 末，公司存货为 2.61 亿元，较 25 年 Q1 末增加 12.02%，其中在产品为 1.52 亿元，较 25 年初增加 85.37%，较去年同期增加 65.22%，原材料为 0.80 亿元，维持年初以来的高位。我们分析认为，公司存货环比维持高位，其中在产品体量较年初显著增长，表明公司产品排产有序进行中，公司生产经营情况向好，侧面反映行业维持高景气。
- 弹药及制导装备核心配套商，核心受益于下游需求持续释放。1) 公司为行业内极少数具备弹载动力模块研制资质的生产单位，且掌握多核心技术，历年来紧跟装备迭代，且 25 年初签订重大销售合同，在手订单饱满且份额稳固；2) 公司产品覆盖海陆空三场景应用，深度受益下游多客户需求释放带来的业绩增量；3) 募投项目有序建设，动力模块产能提升的同时，产业链条有望进一步延伸，拓宽公司成长边界；4) 公司股权激励计划实施中，覆盖公司核心团队，并将核心盈利指标设定为解禁目标，彰显公司盈利能力持续改善信心。
- 下调 2025E-2026E 年盈利预测，新增 2027E 年盈利预测并维持“买入”评级。考虑公司股权激励费用摊销影响，我们下调 2025E-2026E 年公司归母净利润预测为 2.28/2.90 亿元 (前值为 2.43/3.06 亿元)，新增 2027E 年盈利预测为 3.79 亿元，当前股价对应 PE 分别为 52/41/31 倍。考虑到公司生产资质稀缺，卡位优势显著，且募投项目有望进一步拓宽成长边界，因此维持“买入”评级。
- 风险提示：下游订单落地进度不及预期、毛利率变动风险、在建工程建设进度不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,204	417	1,416	1,670	2,031
同比增长率 (%)	15.8	-13.4	17.6	17.9	21.7
归母净利润 (百万元)	199	77	228	290	379
同比增长率 (%)	41.3	-3.2	14.6	27.2	30.9
每股收益 (元/股)	1.14	0.37	1.09	1.39	1.82
毛利率 (%)	34.4	38.4	36.7	36.8	37.6
ROE (%)	8.7	3.5	9.0	10.6	12.5
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,040	1,204	1,416	1,670	2,031
其中：营业收入	1,040	1,204	1,416	1,670	2,031
减：营业成本	704	790	896	1,055	1,268
减：税金及附加	4	5	6	7	8
主营业务利润	332	409	514	608	755
减：销售费用	17	19	21	24	28
减：管理费用	78	88	101	119	142
减：研发费用	72	91	120	148	172
减：财务费用	0	-18	-1	0	1
经营性利润	165	229	273	317	412
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	0	-24	-29	3	16
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-1	1	0	0	0
加：投资收益及其他	3	11	5	5	0
营业利润	167	237	269	344	447
加：营业外净收入	0	-2	0	0	0
利润总额	167	235	269	344	447
减：所得税	20	28	34	43	54
净利润	147	207	236	301	394
少数股东损益	6	8	8	12	14
归属于母公司所有者的净利润	141	199	228	290	379

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。