

国科军工 (688543.SH)

业绩短期承压，积极拓展新市场

公司发布 2025 年半年度业绩报告，报告期内公司实现营业收入 4.17 亿元，较上年同期下降 13.37%；实现归属于上市公司股东的净利润为 7711.11 万元，同比下降 3.18%；扣非归母净利润 6186.61 万元，同比下降 18.59%。

□ **业绩短期承压，在手订单充裕。** 2025 年上半年，公司实现营业收入 4.17 亿元，较上年同期下降 13.37%，受上游专用原材料供给不及预期影响，其中第一季度营收为 1.25 亿元，同比下降 32.11%。分业务来看，军品业务的营业收入为 3.96 亿元，同比下降 13.92%，民品营收为 1988.89 万元，同比上升 3.75%。2025H1，公司实现归属上市公司股东净利润 7711.11 万元，较上年同期下降 3.18%；扣非归母净利润 6186.61 万元，同比下降 18.59%。报告期内，增加股份支付费用 1,852.26 万元，剔除该因素影响，实现归属于上市公司股东的净利润 9,528.30 万元，较上年同期增加 19.64%。公司于 2025 年 1 月 10 日披露了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），或将显著提升 2025 年公司业绩。

□ **毛利率提升，加大研发强度。** 2025 年前半年公司实现毛利率 38.41%，同比上升 2.25pct，实现净利率 18.52%，同比上升 1.27pct。三项费用率为 9.76%，较去年同期上升 3.28%。财务费用为 -699.98 万元，去年同期为 -1182.86 万元，主要系现金管理产品利率下降所致；管理费用为 3956.65 万元，同比上升 11.62%；销售费用为 818.50 万元，同比上升 7.83%；研发费用为 5505.46 万元，同比上升 29.21%。报告期内，公司加大研发投入，积极参与竞标、扩点或单一来源等项目开发，并坚持产学研合作的发展思路，在技术领域方面与国内多家高校、科研院所开展了深层次合作交流。

□ **积极扩张产能，拓展新市场。** 国防科工承担了军方多项重点型号的科研生产任务和国家重点工程任务，一直深耕于国防科技工业领域，专注于导弹（火箭）固体发动机动力与控制产品及弹药装备的研发、生产与销售，以军用产品为主，辅以少量民用产品业务。报告期内，公司积极拓展市场，与多家军工单位在原有项目合作基础上，新增多型预研项目合作；新增与多家军工单位、科研机构合作，持续扩宽客户范围，提升公司市场影响力和竞争力。产能建设方面，随着统筹规划建设项 A 区、B 区专业化产线产能逐步释放，自动化产线生产模式已见成效，生产效能得到快速提升；积极实施对动力模块现有产能的改造优化，积极推进动力模块扩能建设项目；通过与政府部门的积极沟通，已完成航天动力建设项目中土地的置换及增购方案的确定。

□ **专注内在价值提升，回购注销回馈股东。** 报告期内，公司通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式累积回购公司股份 1,666,533 股，占公司总股本 175,701,557 股的比例为 0.9485%，回购成交的最高价为 50.00 元/股，最低价为 36.31 元/股，支付的资金总额为人民币 76,125,163.06 元（不含印花税、交易佣金等交易费用）。公司将回购的股份用于注销并减少注册资本，通过提升每股收益水平，切实提高股东的投资回报，回购股份注销于 2025 年 6 月 30 日完成。

□ **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 营业收入为 14.18/17.25/20.65 亿元，归

强烈推荐（维持）

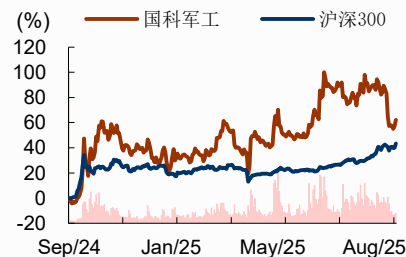
中游制造/军工
目标估值：NA
当前股价：48.8 元

基础数据

总股本（百万股）	209
已上市流通股（百万股）	116
总市值（十亿元）	10.2
流通市值（十亿元）	5.7
每股净资产（MRQ）	10.6
ROE（TTM）	8.8
资产负债率	24.9%
主要股东	江西省军工控股集团有限公司
主要股东持股比例	34.13%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-16	3	56
相对表现	-24	-11	17



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《国科军工（688543）一业绩符合预期，发动机动力业务快速增长》2025-04-08
- 《国科军工（688543）一业绩符合预期，持续加大固体发动机动力模块投入》2024-10-28
- 《国科军工（688543）一业绩稳定增长，加大动力模块与航天动力领域投入》2024-08-27

王超 S1090514080007
wangchao18@cmschina.com.cn
廖世刚 S1090524090003
liaoshigang@cmschina.com.cn

母净利润分别为 2.27、2.76 及 3.28 亿元，对应 PE 分别为 44.8X、37.0X、31.0X，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：新产品研发风险、军品订单下降风险、军品定价模式风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1040	1204	1418	1725	2065
同比增长	24%	16%	18%	22%	20%
营业利润(百万元)	167	237	270	327	390
同比增长	29%	42%	14%	21%	19%
归母净利润(百万元)	141	199	227	276	328
同比增长	27%	41%	14%	21%	19%
每股收益(元)	0.67	0.95	1.09	1.32	1.57
PE	72.4	51.3	44.8	37.0	31.0
PB	4.5	4.5	4.3	3.9	3.6

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2369	2222	2410	2787	3224
现金	1828	1323	1353	1508	1698
交易性投资	0	30	30	30	30
应收票据	54	49	58	70	84
应收款项	197	556	654	796	953
其它应收款	2	5	6	7	8
存货	232	203	243	295	354
其他	56	56	66	81	97
非流动资产	878	938	951	964	976
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	697	727	756	782	806
无形资产商誉	93	147	132	119	107
其他	87	63	63	63	63
资产总计	3247	3159	3361	3751	4200
流动负债	880	816	907	1079	1270
短期借款	10	0	0	0	0
应付账款	539	641	767	934	1118
预收账款	186	20	23	28	34
其他	145	156	116	117	118
长期负债	86	45	45	45	45
长期借款	60	20	20	20	20
其他	26	25	25	25	25
负债合计	967	861	951	1124	1315
股本	147	176	209	209	209
资本公积金	1671	1569	1569	1569	1569
留存收益	450	535	604	811	1057
少数股东权益	14	19	28	39	51
归属于母公司所有者权益	2267	2279	2382	2589	2835
负债及权益合计	3247	3159	3361	3751	4200

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	441	(105)	256	282	330
净利润	147	207	236	286	341
折旧摊销	49	53	66	67	67
财务费用	11	3	(8)	(10)	(12)
投资收益	(0)	(2)	(11)	(11)	(11)
营运资金变动	236	(362)	(27)	(50)	(56)
其它	(1)	(4)	0	0	0
投资活动现金流	(91)	(153)	(68)	(68)	(68)
资本支出	(91)	(142)	(79)	(79)	(79)
其他投资	0	(11)	11	11	11
筹资活动现金流	1141	(246)	(157)	(58)	(71)
借款变动	(312)	(72)	(41)	0	0
普通股增加	37	29	33	0	0
资本公积增加	1406	(102)	0	0	0
股利分配	0	(117)	(158)	(68)	(83)
其他	10	17	8	10	12
现金净增加额	1492	(504)	30	155	191

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1040	1204	1418	1725	2065
营业成本	704	790	946	1150	1377
营业税金及附加	4	5	6	7	8
营业费用	17	19	23	27	33
管理费用	78	88	82	100	120
研发费用	72	91	107	131	156
财务费用	(0)	(18)	(8)	(10)	(12)
资产减值损失	(2)	(4)	(4)	(4)	(4)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	3	9	9	9	9
投资收益	0	2	2	2	2
营业利润	167	237	270	327	390
营业外收入	0	2	2	2	2
营业外支出	1	4	4	4	4
利润总额	167	235	268	325	388
所得税	20	28	32	39	46
少数股东损益	6	8	9	11	13
归属于母公司净利润	141	199	227	276	328

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	24%	16%	18%	22%	20%
营业利润	29%	42%	14%	21%	19%
归母净利润	27%	41%	14%	21%	19%
获利能力					
毛利率	32.4%	34.4%	33.3%	33.3%	33.3%
净利率	13.5%	16.5%	16.0%	16.0%	15.9%
ROE	9.6%	8.7%	9.8%	11.1%	12.1%
ROIC	8.4%	8.1%	9.6%	11.0%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	29.8%	27.3%	28.3%	30.0%	31.3%
净负债比率	3.4%	1.9%	0.6%	0.5%	0.5%
流动比率	2.7	2.7	2.7	2.6	2.5
速动比率	2.4	2.5	2.4	2.3	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	2.8	3.6	4.2	4.3	4.2
应收账款周转率	4.2	2.8	2.2	2.2	2.2
应付账款周转率	1.4	1.3	1.3	1.4	1.3
每股资料(元)					
EPS	0.67	0.95	1.09	1.32	1.57
每股经营净现金	2.11	-0.50	1.22	1.35	1.58
每股净资产	10.85	10.91	11.40	12.40	13.57
每股股利	0.56	0.76	0.33	0.40	0.47
估值比率					
PE	72.4	51.3	44.8	37.0	31.0
PB	4.5	4.5	4.3	3.9	3.6
EV/EBITDA	45.0	35.8	29.2	24.9	21.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。