



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 09 月 11 日

基础数据

09 月 10 日收盘价（元）	47.28
总市值（亿元）	98.74
总股本（亿股）	2.09

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：石康

S1220517040001
shikang@xyzq.com.cn

分析师：李博彦

S0190519080005
liboyan@xyzq.com.cn

分析师：石砾

S0190525040002
shili@xyzq.com.cn

国科军工(688543.SH)

扣除股份支付后业绩稳增,动力模块现有产能优化

投资要点:

- 2025 年上半年, 公司实现营业收入 4.17 亿元, 同比减少 13.37%; 归母净利润 0.77 亿元, 同比减少 3.18%; 公司扣除股份支付影响后的归母净利润为 0.95 亿元, 同比增加 19.64%, 股份支付费用 0.19 亿元, 去年同期为 0; 扣非归母净利润 0.62 亿元, 同比减少 18.59%; 基本每股收益 0.37 元/股, 同比减少 19.57%; 归母净利率 18.47%, 同比增加 1.94pc。
- 2025Q2 公司营收实现较大环比增长。2025Q2 公司营业收入为 2.93 亿元, 同比减少 1.86%, 环比增长 135.27%; 归母净利润 0.48 亿元, 同比增长 3.72%, 环比增长 68.76%。
- 民品营收同比小幅增长。2025 年上半年, 军品营业收入 3.96 亿元, 同比减少 13.92%; 民品营业收入 0.20 亿元, 同比增加 3.75%。
- 先锋公司营收同比增长较多。分子公司看, 2025 年上半年: 1) 先锋公司实现营业收入 1.45 亿元, 同比增长 22.03%, 净利润 0.23 亿元, 净利润率 16.07%。2) 九江国科实现营业收入 0.24 亿元, 同比减少 47.33%, 净利润 0.03 亿元, 净利润率 12.28%。3) 星火军工实现营业收入 0.30 亿元, 同比增加 6.44%, 净利润-0.01 亿元, 净利润率 -3.26%。4) 新明机械实现营业收入 0.51 亿元, 同比减少 57.82%, 净利润 0.02 亿元, 净利润率 2.95%。5) 航天经纬实现营业收入 1.93 亿元, 同比增加 3.21%, 净利润 0.54 亿元, 净利润率 28.02%。
- 经营性现金流同比改善。2025 上半年, 公司经营活动产生的现金流量净额 0.76 亿元, 同比增加 3.84 亿元, 主要系上年应收账款回笼, 以及收到开工款共同所致; 投资活动产生的现金流量净额-1.50 亿元, 同比减少 0.48 亿元; 筹资活动产生的现金流量净额 -1.83 亿元, 同比增加 0.38 亿元。
- 弹药产能逐步释放, 动力模块现有产能改造优化。随着统筹规划建设项目 A 区、B 区专业化产线产能逐步释放, 公司自动化产线生产模式已见成效; 公司积极实施对动力模块现有产能的改造优化, 努力实施提升 20% 以上产能, 确保动力模块扩能项目建设中产能瓶颈期所需产能。
- 我们根据最新财报给出盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.23/2.99/4.10 亿元, 对应 9 月 10 日收盘价 PE 为 44.3/33.0/24.1 倍, 给与“增持”评级。
- 风险提示: 产品研发失败以及技术升级迭代风险; 产品价格下降风险; 产品质量风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1204	1480	1820	2450
同比增长	15.8%	22.9%	23.0%	34.6%
归母净利润（百万元）	199	223	299	410
同比增长	41.3%	12.1%	34.1%	37.2%
ROE	8.7%	9.6%	12.5%	16.6%
每股收益（元）	0.95	1.07	1.43	1.96
市盈率	49.7	44.3	33.0	24.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司发布 2025 年半年报：2025 年上半年，公司实现营业收入 4.17 亿元，同比减少 13.37%；归母净利润 0.77 亿元，同比减少 3.18%；公司扣除股份支付影响后的归母净利润为 0.95 亿元，同比增加 19.64%；股份支付费用 0.19 亿元，去年同期为 0；扣非归母净利润 0.62 亿元，同比减少 18.59%；基本每股收益 0.37 元/股，同比减少 19.57%。

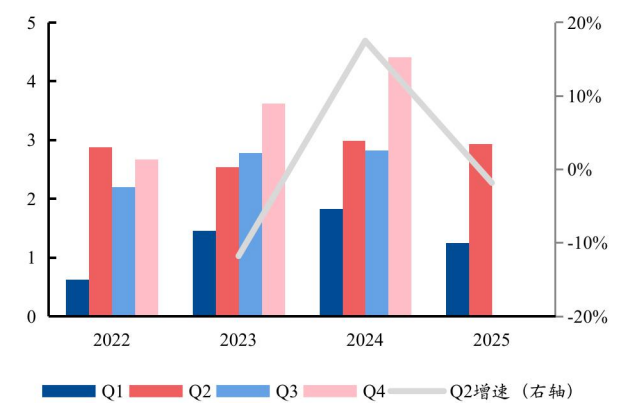
点评

● 2025H1 扣除股份支付费用后业绩稳增，2025Q2 营收和利润环比大增

2025 年上半年，公司实现营业收入 4.17 亿元，同比减少 13.37%；归母净利润 0.77 亿元，同比减少 3.18%；公司扣除股份支付影响后的归母净利润为 0.95 亿元，同比增加 19.64%，股份支付费用 0.19 亿元，去年同期为 0；扣非归母净利润 0.62 亿元，同比减少 18.59%；基本每股收益 0.37 元/股，同比减少 19.57%。

2025Q2 公司营收实现较大环比增长，营业收入为 2.93 亿元，同比减少 1.86%，环比增长 135.27%；归母净利润 0.48 亿元，同比增长 3.72%，环比增长 68.76%。

图 1、2022-2025Q2 分季度营收（亿元）及 Q2 增速



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2022-2025Q2 分季度归母净利润(亿元) 及 Q2 增速



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况

年份	季度	营收（亿元）	单季度/全年营收（%）	归母净利润（亿元）
2022	Q1	0.62	7.41%	-0.08
	Q2	2.88	34.42%	0.50
	Q3	2.20	26.22%	0.35
	Q4	2.68	31.96%	0.34

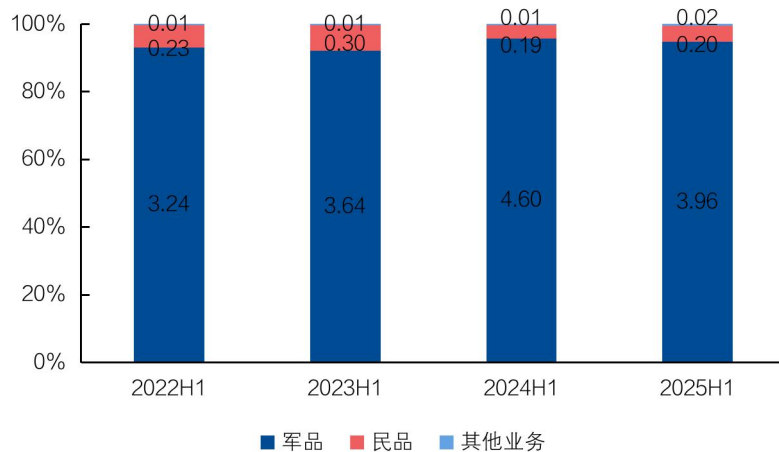
2023	Q1	1.46	14.00%	0.09
	Q2	2.54	24.43%	0.34
	Q3	2.78	26.74%	0.49
	Q4	3.62	34.84%	0.48
2024	Q1	1.83	15.23%	0.33
	Q2	2.98	24.78%	0.47
	Q3	2.82	23.42%	0.70
	Q4	4.40	36.57%	0.49
2025	Q1	1.25		0.29
	Q2	2.93		0.48

数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 分产品看，民品营业收入同比增长

2025 年上半年，军品营业收入 3.96 亿元，同比减少 13.92%，营收占比 94.81%，同比减少 0.60pct；民品营业收入 0.20 亿元，同比增加 3.75%，营收占比 4.76%，同比增加 0.79pct；其他业务营业收入 0.02 亿元，同比增加 25.03%，营收占比 0.42%，同比增加 0.13pct。

图 3、2022-2025H1 公司分产品收入（亿元）



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 先锋公司营收同比增长较多

分子公司看，2025 年上半年，

1) 先锋公司实现营业收入 1.45 亿元，同比增长 22.03%，净利润 0.23 亿元，净利润率 16.07%。

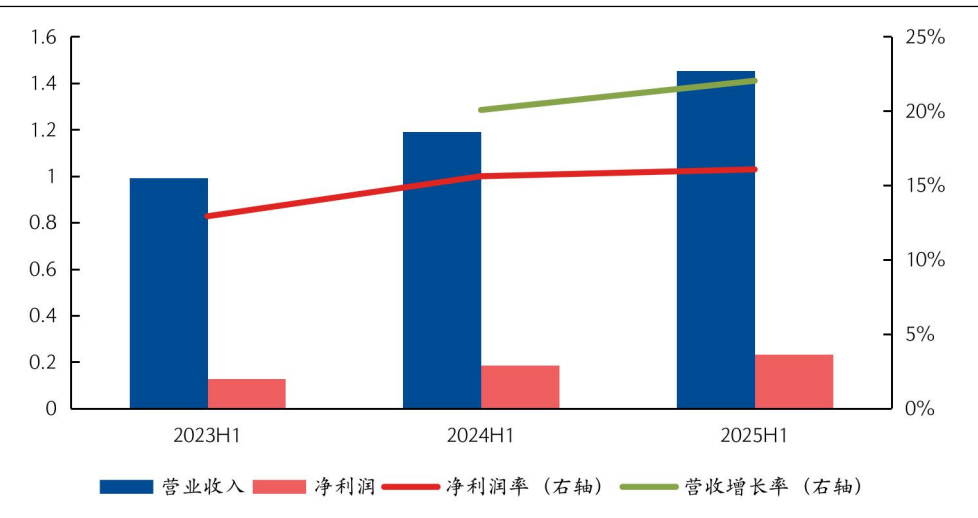
2) 九江国科实现营业收入 0.24 亿元，同比减少 47.33%，净利润 0.03 亿元，净利润率 12.28%。

3) 星火军工实现营业收入 0.30 亿元，同比增加 6.44%，净利润-0.01 亿元，净利润率-3.26%。

4) 新明机械实现营业收入 0.51 亿元，同比减少 57.82%，净利润 0.02 亿元，净利润率 2.95%。

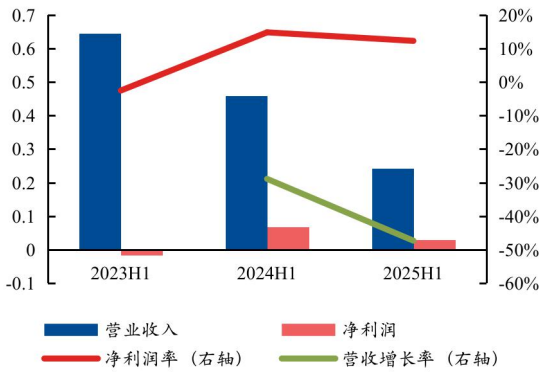
5) 航天经纬实现营业收入 1.93 亿元，同比增加 3.21%，净利润 0.54 亿元，净利润率 28.02%。

图 4、2023H1-2025H1 先锋公司营收、净利润、净利润率以及营收增长率



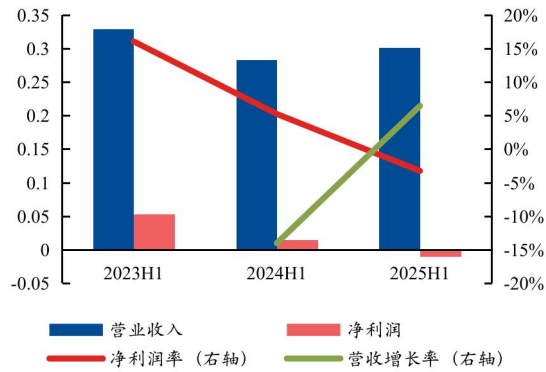
数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2023H1-2025H1 九江国科营收、净利润、净利润率以及营收增长率



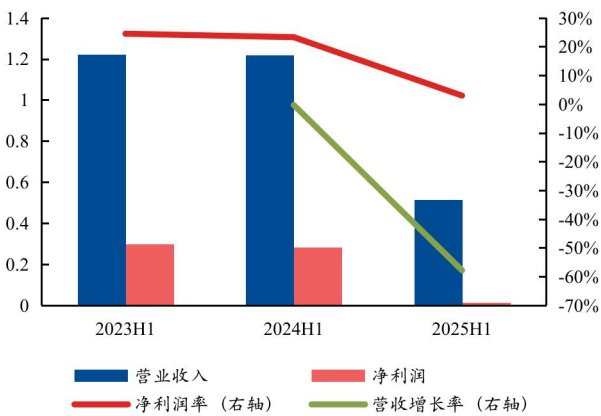
数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2023H1-2025H1 星火军工营收、净利润、净利润率以及营收增长率



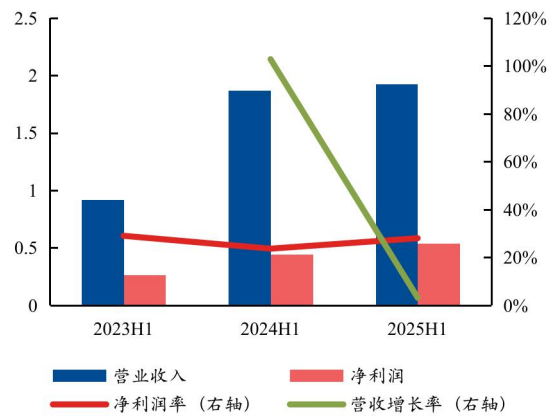
数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2023H1-2025H1 新明机械营收、净利润、净利润率以及营收增长率



数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2023H1-2025H1 航天经纬营收、净利润、净利润率以及营收增长率

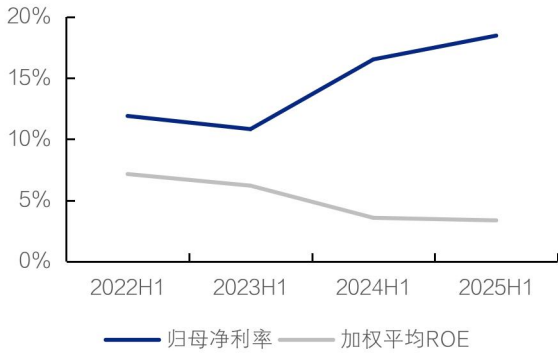


数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 期间费用率同比上升

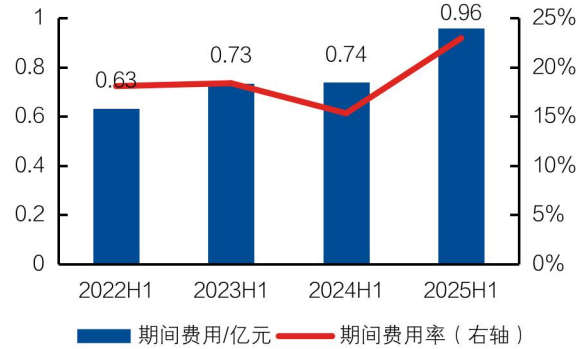
2025 上半年, 公司期间费用合计 0.96 亿元, 同比增长 29.79%, 期间费用率为 22.95%, 同比增加 7.63pct。其中, 销售费用 0.08 亿元, 同比增长 7.83%, 销售费用率为 1.96%, 同比增加 0.39pct; 管理费用 0.40 亿元, 同比增长 11.62%, 管理费用率为 9.48%, 同比增加 2.12pct; 财务费用-0.07 亿元, 同比增加 0.05 亿元, 财务费用率为-1.68%, 同比增加 0.78pct, 主要系现金管理产品利率下降所致; 研发费用 0.55 亿元, 同比增长 29.21%, 研发费用率为 13.19%, 同比增加 4.35pct。

图 9、2022H1-2025H1 公司净利率以及加权平均 ROE



数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2022-2025H1 期间费用及各年度 H1 期间费用率

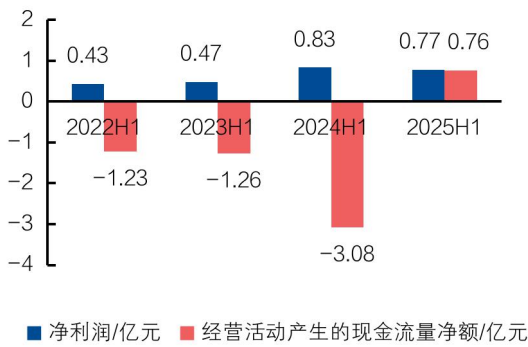


数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营现金流明显改善

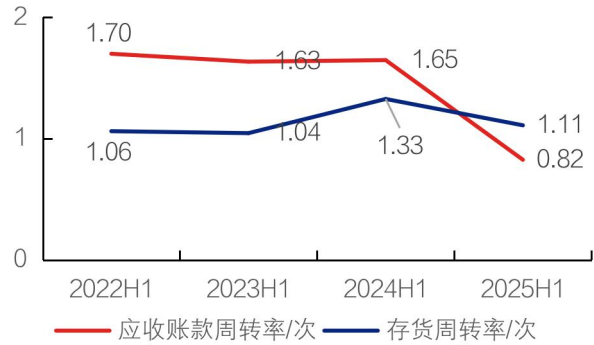
2025 上半年, 公司经营活动产生的现金流量净额 0.76 亿元, 同比增加 3.84 亿元, 主要系上年应收账款回笼, 以及收到开工款共同所致; 投资活动产生的现金流量净额-1.50 亿元, 同比减少 0.48 亿元; 筹资活动产生的现金流量净额-1.83 亿元, 同比增加 0.38 亿元。

图 11、2022-2025H1 公司净利润及经营活动产生的现金流量净额



数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2022H1-2025H1 应收账款和存货周转率



数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 应收账款同比减少, 存货较年初有所上升

截至 2025 上半年末, 公司应收账款、应收票据合计 4.84 亿元, 较年初减少 19.87%; 其中, 应收账款 4.56 亿元, 较年初减少 17.85%, 应收票据 0.28 亿元, 较年初减少 42.80%; 应收账款周转率 0.82 次, 同比减少 0.82 次; 信用减值损失 0.07 亿元, 同比减少 0.19 亿元。

截至 2025 上半年末, 存货 2.61 亿元, 较年初增长 28.78%, 存货周转率 1.11 次, 同比减少 0.22 次。

- **弹药产能逐步释放，动力模块现有产能改造优化**

随着统筹规划建设项目 A 区、B 区专业化产线产能逐步释放，公司自动化产线生产模式已见成效，生产效能得到快速提升，公司弹药产能以及生产效率将不断的得到提升；公司积极实施对动力模块现有产能的改造优化，努力实施提升 20% 以上产能，确保动力模块扩能项目建设中产能瓶颈期所需产能；同时，公司积极推进动力模块扩能建设项目，提前筹划做好项目前期准备工作；公司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。

- **盈利预测与投资建议**

我们根据最新财报给出盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.23/2.99/4.10 亿元，对应 9 月 10 日收盘价 PE 为 44.3/33.0/24.1 倍，给与“增持”评级。

- **风险提示**

产品研发失败以及技术升级迭代风险；产品价格下降风险；产品质量风险。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2222	2490	2805	3300
货币资金	1323	1582	1745	1929
交易性金融资产	30	40	50	60
应收票据及应收账款	605	439	485	619
预付款项	6	9	10	14
存货	203	344	420	562
其他	55	76	94	116
非流动资产	938	1008	1061	1106
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	727	790	839	876
在建工程	31	21	11	6
无形资产	146	161	175	188
商誉	1	1	1	1
其他	32	35	35	34
资产总计	3159	3497	3866	4406
流动负债	816	1098	1336	1771
短期借款	0	0	5	5
应付票据及应付账款	641	765	933	1248
其他	175	333	398	519
非流动负债	45	45	100	100
长期借款	20	20	75	75
其他	25	25	25	25
负债合计	861	1143	1436	1872
股本	176	209	209	209
未分配利润	464	478	496	522
少数股东权益	19	28	40	57
股东权益合计	2298	2355	2430	2534
负债及权益合计	3159	3497	3866	4406

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	199	223	299	410
折旧和摊销	53	77	91	105
营运资金的变动	-367	210	19	51
经营活动产生现金流量	-105	584	485	661
资本支出	-123	-140	-136	-143
长期投资	-30	-10	-10	-10
投资活动产生现金流量	-153	-149	-144	-150
债权融资	-50	1	60	0
股权融资	3	0	0	0
融资活动产生现金流量	-246	-176	-178	-327
现金净变动	-504	259	163	184

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1204	1480	1820	2450
营业成本	790	950	1159	1550
税金及附加	5	4	6	8
销售费用	19	25	31	42
管理费用	88	123	142	191
研发费用	91	120	155	196
财务费用	-18	-65	-77	-83
投资收益	2	1	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-24	-72	-72	-84
资产减值损失	1	-2	-2	-2
营业利润	237	265	355	487
营业外收支	-2	-1	-1	-1
利润总额	235	264	353	485
所得税	28	32	42	58
净利润	207	232	311	427
少数股东损益	8	9	12	17
归属母公司净利润	199	223	299	410
EPS(元)	0.95	1.07	1.43	1.96

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	15.8%	22.9%	23.0%	34.6%
营业利润增长率	41.6%	12.2%	33.6%	37.3%
归母净利润增长率	41.3%	12.1%	34.1%	37.2%
盈利能力				
归母净利率	34.4%	35.8%	36.3%	36.7%
ROE	8.7%	9.8%	12.5%	16.4%
				8.7%
偿债能力				
资产负债率	27.3%	32.7%	37.1%	42.5%
流动比率	2.72	2.27	2.10	1.86
速动比率	2.40	1.88	1.71	1.48
营运能力				
资产周转率	0.38	0.44	0.49	0.59
每股资料(元)				
每股收益	0.95	1.07	1.43	1.96
每股经营现金	-0.50	2.80	2.32	3.16
估值比率(倍)				
PE	49.7	44.3	33.0	24.1
PB	4.3	4.2	4.1	4.0

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数	
	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyq.com.cn	邮箱： research@xyq.com.cn	邮箱： research@xyq.com.cn