

**2025年11月12日**

# 国科天成 (301571.SZ)

## 制冷红外基本盘稳固叠加非制冷红外与光学产品持续放量，助推公司业绩预期向好

### 投资要点

- ◆ 10月28日盘后，公司披露2025三季报。2025年前三季度，公司实现营收7.16亿元，同比增长11.31%；实现归母净利润1.26亿元，同比增长17.63%。
- ◆ 受益于国防装备现代化建设的持续推进，以及非制冷红外与光学产品的陆续量产，公司前三季度业绩实现稳步增长。2025年前三季度，公司实现营收7.16亿元、同比增长11.31%，实现归母净利润1.26亿元、同比增长17.63%；其中，第三季度公司实现营收3.10亿元、同比增长16.25%、较第二季度营收增速抬升10.59个百分点，实现归母净利润0.59亿元、同比增长17.93%、较第二季净利润增速抬升1.81个百分点，单季度营收及净利润均呈加速增长态势。对于公司2025年前三季度业绩稳步增长，预计主要有两个方面原因：（1）据国防部网站发布，2025年度我国财政安排国防支出预算1.81万亿元、比上年执行数增长7.2%；在强军思想指引下，包括红外光电在内的军用装备市场需求持续增加。（2）据公司2025半年报披露，非制冷红外产品和光学产品已开始批量供应、为公司贡献收入。
- ◆ 在制冷红外领域，公司锑化物制冷红外基本盘稳固，并已实现II类超晶格探测器中试级别生产能力。（1）锑化物制冷红外方面，公司主要采用的锑化物制冷红外技术路线有别于多数竞争对手的碲镉汞技术路线、形成较强的差异化竞争优势；据2025半年报披露，公司锑化铟系列产品已获得下游市场的充分检验和广泛认可，是现阶段公司制冷红外产品销量的主要构成。（2）而在前瞻布局的II类超晶格（T2SL）制冷型红外方面，公司于2023年研制出II类超晶格探测器，是国内少数掌握II类超晶格探测器生产技术的企业之一。为夯实其先发优势，公司在成都II类超晶格探测器量产基地完工投入使用前、先行搭建了中试级别的生产环境，据公司招股书及2025半年报披露，公司现已具备II类超晶格探测器中试级别生产能力、且II类超晶格探测器量产线预计在2025年内实现投产；同时考虑到现有镜头产品生产以中波制冷型、长波非制冷型为主，公司拟通过“超精密长波红外镜头产线建设项目”与长波T2SL探测器技术形成有效配合，进而实现长波及甚长波制冷型红外整机产品能力。截至目前，该业务仍处于发展初期阶段但未来增长潜力较大。
- ◆ 公司非制冷红外产品及光学产品已开始批量供应，成为公司业绩增长的新动力。（1）在非制冷探测器领域：据2025年7月公告披露，公司的非制冷探测器目前以像元间距12um的640面阵型为主，性能已达国内头部企业主流水平；2024年相关产品收入同比增长超3倍、成为公司业绩新增长极。未来，公司还将在巩固红外枪瞄、户外观测等成熟市场的同时，重点向机器人、智能驾驶、无人机等新兴领域拓展；据公司可转债募集说明书披露，公司于2025年4月参股了从事具身智能产品及服务的浙江石虎山具身智能科技有限公司、持有其10%的股权。为顺应下游市场需求，公司积极扩大非制冷红外产品产能，其中上海非制冷探测器封装线预计在2025年内投入使用，并拟通过“非制冷红外探测器建设”可转债项目新建非制冷红外探测器陶瓷封装线和WLP、COB封装线。（2）在精密光学领域：公司现已具备完整的光学设计、镜片加工、镀膜、镜头装配和调试能力。在市场推广方面，公司将进

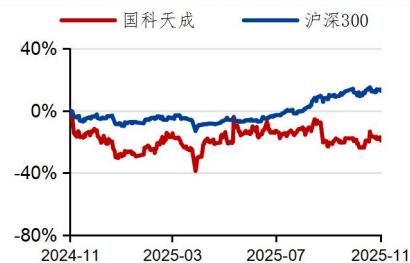
## 公司快报

**国防军工 | 兵器兵装III**
**投资评级**
**增持(维持)**
**股价(2025-11-11)**
**45.09元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	8,090.31
流通市值 (百万元)	5,373.24
总股本 (百万股)	179.43
流通股本 (百万股)	119.17
12个月价格区间	53.04/37.04

### 一年股价表现


**资料来源：聚源**

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.39	-21.65	-27.99
绝对收益	0.38	-8.32	-14.64

### 分析师

**李蕙**
**SAC 执业证书编号: S0910519100001**
**lihui1@huajinsc.cn**

### 报告联系人

**戴筝筝**
**daizhengzheng@huajinsc.cn**

### 相关报告



一步丰富产品线，发挥与制冷、非制冷红外客户资源的协同效应；而在产能建设方面，杭州光学产线扩产项目预计在 2025 年内投入使用、项目达产后可获得 16,000 片/年的高端光学镜片生产加工能力。

- ◆ **公司积极开展“近红外 APD 光电探测器产线建设”、“中波红外半导体激光器建设”等项目，实施“延链补链”，为公司长远发展奠定良好基础。**（1）公司拟开展“近红外 APD 光电探测器产线建设项目”，助力公司实现全光段覆盖。APD 光电探测器利用半导体材料内的雪崩效应来放大光电流，具备高灵敏度、低噪声、快速响应、高量子效率等显著优势，可广泛应用于激光制导、激光通信、激光雷达等领域；目前公司在中波红外、长波红外领域已有较为完善的产品布局，但在 APD 光电探测器所属的近红外波段领域布局相对薄弱，因此项目的实施有望补全公司光电产品的波长覆盖范围。（2）公司拟开展“中波红外半导体激光器建设项目”，继续拓展上游关键零部件。中波红外半导体激光器属于量子级联激光器，在工艺原理方面与公司研制的 T2SL 探测器大部分一致，且公司已掌握激光器能带结构设计、低维多层材料组分精确表征和控制、材料生长缺陷控制等技术难点，为项目顺利实施提供重要保障。据可转债募集说明书披露，中波红外半导体激光器在特种装备、环保、医疗等领域应用广泛，能够用于红外对抗、监测大气环境、监测痕量气体等，具有广阔市场前景。
- ◆ **投资建议：**公司 2025 年前三季度业绩基本符合预期；展望 2025 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稳定。长期来看，公司已建立以锑化物技术路线制冷红外产品为优势、II 类超晶格制冷红外产品为前瞻布局、非制冷红外产品和光学产品快速突破的业务格局，并将业务进一步延伸至近红外波段及红外半导体激光器领域，助力未来业绩稳健向好。根据公司最新业绩情况，我们对盈利预测进行调整，预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 11.28 亿元、14.82 亿元、20.20 亿元，同比增速分别为 17.4%、31.3%、36.4%；对应归母净利润分别为 2.08 亿元、2.74 亿元、3.78 亿元，同比增速分别为 20.2%、31.9%、38.2%；对应 EPS 分别为 1.16 元/股、1.53 元/股、2.11 元/股，对应 PE 分别为 39.0x、29.6x、21.4x（以 11 月 11 日收盘价计算），维持“增持”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、政策超预期变化等风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	702	961	1,128	1,482	2,020
YoY(%)	32.5	36.9	17.4	31.3	36.4
归母净利润(百万元)	127	173	208	274	378
YoY(%)	30.1	36.2	20.2	31.9	38.2
毛利率(%)	40.3	36.4	38.8	39.6	41.3
EPS(摊薄/元)	0.71	0.96	1.16	1.53	2.11
ROE(%)	10.1	9.5	10.4	12.0	14.3
P/E(倍)	63.8	46.9	39.0	29.6	21.4
P/B(倍)	6.6	4.4	4.0	3.5	3.0
净利率(%)	17.7	18.3	18.7	18.8	19.0

数据来源：聚源、华金证券研究所



**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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>						<b>营业收入</b>	702	961	1128	1482	2020
现金	1222	1889	2896	4201	5345	营业成本	419	611	690	895	1187
应收票据及应收账款	103	449	1361	1864	2477	营业税金及附加	2	2	2	3	4
预付款项	530	699	745	1152	1434	营业费用	11	10	9	13	17
存货	104	188	155	296	318	管理费用	42	49	68	87	115
其他流动资产	470	521	598	853	1071	研发费用	50	57	67	88	120
<b>非流动资产</b>						财务费用	4	16	25	40	85
长期投资	372	618	670	769	942	资产减值损失	-32	-35	-40	-56	-74
固定资产	1	3	3	3	3	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	139	194	277	382	529	投资净收益	-4	6	2	3	3
其他非流动资产	10	10	6	-0	-4	<b>营业利润</b>	143	195	235	310	428
<b>资产总计</b>	222	411	384	385	414	营业外收入	0	0	0	0	0
	1595	2508	3566	4971	6288	营业外支出	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>						<b>利润总额</b>	143	195	235	310	428
短期借款	351	663	1528	2654	3587	所得税	19	20	24	32	44
应付票据及应付账款	230	548	1409	2500	3403	<b>税后利润</b>	124	175	211	278	384
其他流动负债	50	54	64	89	113	少数股东损益	-3	3	3	4	6
<b>非流动负债</b>						<b>归属母公司净利润</b>	127	173	208	274	378
长期借款	70	61	55	65	71	<b>EBITDA</b>	182	245	289	388	562
其他非流动负债	12	7	7	7	7						
<b>负债合计</b>	363	670	1535	2662	3594						
少数股东权益	4	6	9	14	20						
<b>股本</b>	135	179	179	179	179						
资本公积	788	1178	1178	1178	1178						
留存收益	302	474	685	963	1348						
归属母公司股东权益	1227	1832	2022	2296	2674						
<b>负债和股东权益</b>	1595	2508	3566	4971	6288						
<b>现金流量表(百万元)</b>											
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
<b>经营活动现金流</b>	-96	-29	173	-421	4	<b>主要财务比率</b>					
净利润	124	175	211	278	384	<b>会计年度</b>	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
折旧摊销	28	30	24	31	39	<b>成长能力</b>					
财务费用	4	16	25	40	85	营业收入(%)	32.5	36.9	17.4	31.3	36.4
投资损失	4	-6	-2	-3	-3	营业利润(%)	27.2	36.7	20.2	31.9	38.2
营运资金变动	-291	-278	-84	-766	-501	归属于母公司净利润(%)	30.1	36.2	20.2	31.9	38.2
其他经营现金流	36	33	-0	-0	-0						
<b>投资活动现金流</b>	-185	-233	-73	-127	-208						
<b>筹资活动现金流</b>	153	613	-49	-40	-85						
<b>每股指标(元)</b>											
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.96	1.16	1.53	2.11	<b>获利能力</b>					
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.54	-0.16	0.96	-2.34	0.02	毛利率(%)	40.3	36.4	38.8	39.6	41.3
每股净资产(最新摊薄)	6.84	10.21	11.27	12.79	14.90	净利率(%)	17.7	18.3	18.7	18.8	19.0
						ROE(%)	10.1	9.5	10.4	12.0	14.3
						ROIC(%)	9.1	8.1	6.9	6.7	7.7
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	22.8	26.7	43.0	53.5	57.2
						流动比率	3.5	2.9	1.9	1.6	1.5
						速动比率	1.8	1.7	1.4	1.1	1.1
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.3	0.4
						应收账款周转率	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
						应付账款周转率	7.1	11.7	11.7	11.7	11.7
						<b>估值比率</b>					
						P/E	63.8	46.9	39.0	29.6	21.4
						P/B	6.6	4.4	4.0	3.5	3.0
						EV/EBITDA	45.3	33.4	28.2	22.5	16.1

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；  
增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% 至 15% 之间；  
中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% 至 5% 之间；  
减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5% 至 15% 之间；  
卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10% 以上；  
同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于 -10% 至 10%；  
落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10% 以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

## 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](http://www.huajinsec.cn)