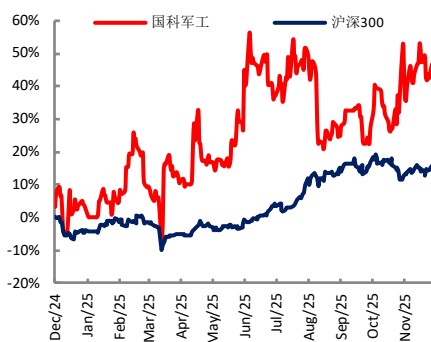


国防军工

聚焦两大产品体系，内需外贸空间广阔

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 2.09/1.16
 总市值/流通(亿元) 125.49/69.68
 12个月最高/最低(元) 63.63/42.31

相关研究报告

国防军工（688543）季报点评：受益行业高景气，业绩有望创历史新高

国防军工（688543）中报点评：核心技术优势明显，产品竞争力不断提升

证券分析师：马浩然

电话：010-88321893

E-MAIL: mahr@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120003

报告摘要

深耕国防重点领域，打造地方军工龙头企业。公司是江西省军工控股集团所属的国有控股混改企业，自成立以来始终专注于导弹（火箭弹）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。目前，公司产品涵盖各种导弹、火箭弹固体发动机动力模块、安全与控制模块，多型主战装备的主用弹药、特种弹药及其引信与智能控制产品，广泛应用于防空反导、装甲突击、火力压制、空中格斗与舰舰攻防等作战场景，承担了军方多项重点型号的科研生产任务，是我军重要的武器装备供应商之一。

导弹（火箭）固体发动机与控制产品：已列装多型现役装备，内需外贸空间广阔。公司是国内少数从事导弹（火箭）固体发动机动力模块及总装科研生产的企业之一，发动机动力模块产品广泛应用于各类导弹、火箭弹系统动力，发动机总装主要应用于靶弹、各类助推器。随着“固体火箭发动机制造应急能力建设项目”和“航天动力建设项目”的持续推进，不仅能够满足新批生产任务交付需求，更有助于公司在产业链上的延伸拓展。军贸订单落地将为公司开启更大成长空间，未来业绩有望续创历史新高。

弹药装备：核心技术优势明显，充分受益行业高景气。公司是国内重要的弹药装备研制生产企业之一，主要产品包括主用弹药、特种弹药和引信及智能控制产品，广泛应用于防空反导、装甲突击、反恐处突等领域。公司在弹药总体设计、精度控制、毁伤效果等环节积累了多项研发成果和技术，在小口径防空反导弹药方面具备国内先进水平。目前，公司正在由常规弹药向智能化、信息化弹药转型，未来有望充分受益行业的高景气。

盈利预测与投资评级：预计公司2025-2027年的净利润为2.35亿元、2.86亿元、3.43亿元，EPS为1.13元、1.37元、1.64元，对应PE为53倍、44倍、37倍，维持“买入”评级。

风险提示：订单增长不及预期；新产品研发进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1204.44	1457.37	1777.99	2133.59
营业收入增长率(%)	15.78%	21.00%	22.00%	20.00%
归母净利润（百万元）	198.73	235.29	286.30	342.88
净利润增长率(%)	41.25%	18.40%	21.68%	19.76%
摊薄每股收益（元）	0.952	1.127	1.371	1.642
市盈率（PE）	63.15	53.33	43.83	36.60

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 深耕国防重点领域，打造地方军工龙头企业.....	4
(一) 江西国资控股混改，整合五家军工企业，聚焦两大产品体系	4
(二) 营收利润保持平稳较快增长，募投项目助力业绩迈上新台阶	9
二、 导弹（火箭）固体发动机与控制产品：已列装多型现役装备，内需外贸空间广阔.....	11
(一) 产能建设项目持续推进，军贸开启更大成长空间	14
三、 弹药装备：核心技术优势明显，充分受益行业高景气	16
(一) 地缘政治紧张局势推动军费增长，弹药采购量大幅提升	19
四、 盈利预测及估值	22
五、 风险提示	22

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	4
图表 2: 公司股权结构.....	5
图表 3: 主要控股子公司.....	6
图表 4: 公司业务板块布局.....	6
图表 5: 公司主要产品情况.....	7
图表 6: 公司主要产品及应用.....	8
图表 7: 公司 2020-2024 年营业收入.....	9
图表 8: 公司 2020-2024 年归母净利润.....	9
图表 9: 公司 2024 年收入结构.....	9
图表 10: 公司 2024 年毛利结构.....	9
图表 11: 公司募投项目基本情况.....	10
图表 12: 公司产品在导弹武器系统中的作用示意图.....	11
图表 13: 公司导弹(火箭弹)固体发动机动力与控制产品情况.....	12
图表 14: 公司导弹(火箭弹)固体发动机动力与控制产品核心技术.....	13
图表 15: 航天经纬公司 2022-2025H1 营业收入.....	15
图表 16: 航天经纬公司 2022-2025H1 净利润/利润总额.....	15
图表 17: 公司弹药装备(军用)产品情况.....	16
图表 18: 公司弹药装备及引信与智能控制产品核心技术.....	18
图表 19: 美军在 1991 年以来四次局部战争的主要空袭行动中消耗的弹药数量.....	19
图表 20: 2005-2025 年中国国防支出预算.....	20

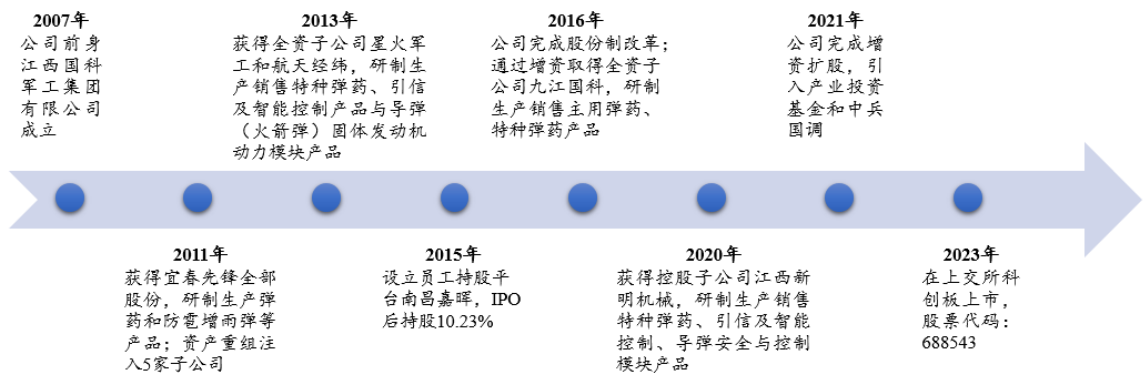
一、深耕国防重点领域，打造地方军工龙头企业

江西国科军工集团股份有限公司（简称“国科军工”）自成立以来一直深耕于国防科技工业领域，专注于导弹（火箭弹）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。公司产品涵盖各种导弹、火箭弹固体发动机动力模块、安全与控制模块，多型主战装备的主用弹药、特种弹药及其引信与智能控制产品，广泛应用于防空反导、装甲突击、火力压制、空中格斗、空面（地、舰）与舰舰攻防等作战场景，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，是我军重要的武器装备供应商之一。

（一）江西国资控股混改，整合五家军工企业，聚焦两大产品体系

公司前身“江西国科军工集团有限公司”于2007年12月29日注册成立，是江西省军工控股集团所属的国有控股混改企业。2011年，公司获得宜春先锋全部股份并通过资产剥离和重组继承了5家子公司全部军品业务及其相关知识产权，初步构建起以导弹固体发动机动力与控制、弹药装备为核心的产品体系，为后续专业化发展奠定了基础。2013年获得全资子公司星火军工和航天经纬。2016年公司完成股份制改革，整体变更为江西国科军工集团股份有限公司，并于同年获得全资子公司九江国科。2020年获得控股子公司新明机械，2021年完成增资扩股，引入产业投资基金和中兵国调。2023年公司在上交所科创板上市，股票代码：688543。

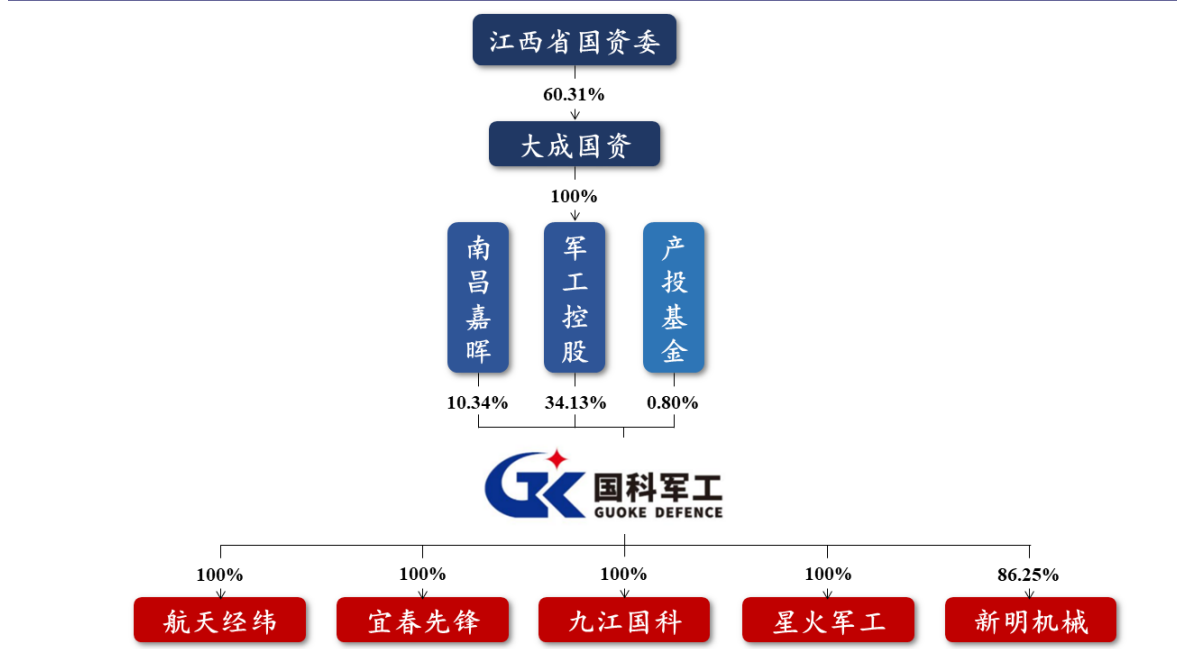
图表1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

根据公司发布的最新财报显示，公司第一大股东是江西省军工控股集团有限公司（简称“军工控股”），持股比例为 34.13%，公司实际控制人是江西省国资委。公司第二大股东南昌嘉晖投资管理中心（有限合伙）是员工持股平台，持股比例为 10.34%。目前，国科军工旗下共有 6 家控股子公司，其中 5 家主营军品业务的子公司是：江西航天经纬化工有限公司（简称“航天经纬”）、江西先锋军工机械有限公司（简称“宜春先锋”）、九江国科远大机电有限公司（简称“九江国科”）、江西星火军工工业有限公司（简称“星火军工”）、江西新明机械有限公司（简称“新明机械”）。

图表2：公司股权结构



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

国科军工作为一家控股型公司，由母公司负责公司整体发展规划的制定，统一规范内部运营体系，筹集资源支持各子公司、业务板块的发展，统筹推进市场、研发与科研生产能力建设，具体科研生产主要通过下属五家军品子公司航天经纬、宜春先锋、九江国科、星火军工、新明机械开展实施。

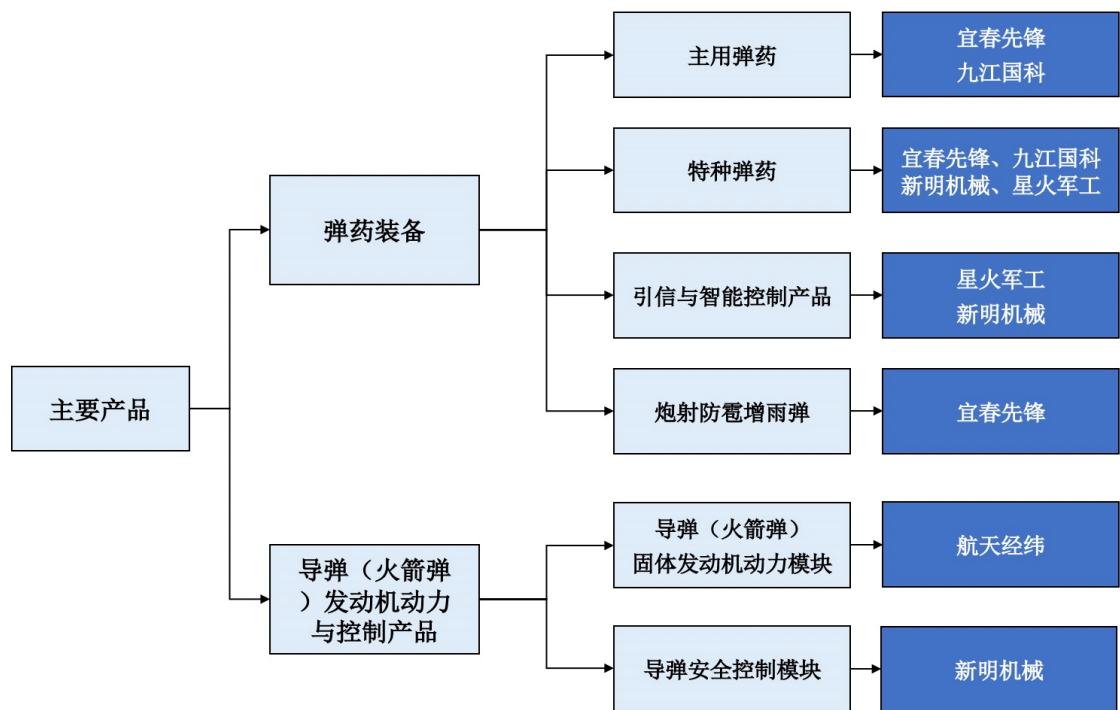
图表3：主要控股子公司

公司简称	成立时间	持股比例 (%)	2025 年 H1 营业收入 (万元)	2025 年 H1 净利润 (万元)
航天经纬	1998 年	100.00	19,270.95	5,400.43
宜春先锋	2008 年	100.00	14,544.12	2,337.67
九江国科	2009 年	100.00	2,416.52	296.71
星火军工	2008 年	100.00	3,016.81	-98.35
新明机械	2006 年	86.25	5,140.50	151.40

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司产品主要分为两大类：一是导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品，二是弹药装备产品。目前，公司各业务板块布局情况如下：






图表4：公司业务板块布局



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

在导弹（火箭）固体发动机动力领域：公司是国内少数从事导弹（火箭）固体发动机动力模块及总装科研生产的企业之一，发动机动力模块产品广泛应用于各类导弹、火箭弹系统动力；发动机总装主要应用于靶弹、各类助推器。凭借多年自主研发积累，在高性能材料技术与安全高效制备技术等产品研制与生产全领域形成了完善的自主技术体系，具有全产品自主研发技术能力，掌握多项核心技术，部分技术达到国际领先水平。

图表5：公司主要产品情况

产品类型	细分产品	产品示例	主要用途
导弹（火箭弹） 固体发动机动力与控制产品	导弹（火箭弹） 固体发动机动力模块		为导弹、火箭弹提供飞行动力
	导弹安全与控制模块		保证导弹、火箭弹在发射前的安全及发射时可靠点火
弹药装备	主用弹药； 特种弹药		用于毁伤敌有生力量、装备与设施或使其失去或降低战斗能力
	引信与智能控制产品		保证弹药在预定点可靠引爆及引爆前的安全
	炮射防雹增雨弹		用于防雹减灾等

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

在弹药装备领域：公司是国内重要的弹药装备研制生产企业之一，主要产品包括主用弹药、特种弹药和引信及智能控制产品，广泛应用于防空反导、装甲突击、反恐处突、海洋调查等多个

领域。通过长期研发及型号迭代，公司围绕弹药建立并完善了自有技术体系，拥有各类型弹药的完整研发技术能力。在弹药总体设计、精度控制、毁伤效果等核心环节积累多项研发成果和核心技术，在小口径防空反导弹药方面具备国内先进水平，多项关键技术和产品处于行业领先水平。同时，公司应用成熟军品技术投入民用领域，生产的炮射防雹增雨弹系行业首型 B 级弹（高炮形式作业），具备消雹效果好、性价比高、安全可靠高等优良特性，产品已应用于云南、贵州、四川等多个省份。

图表6：公司主要产品及应用

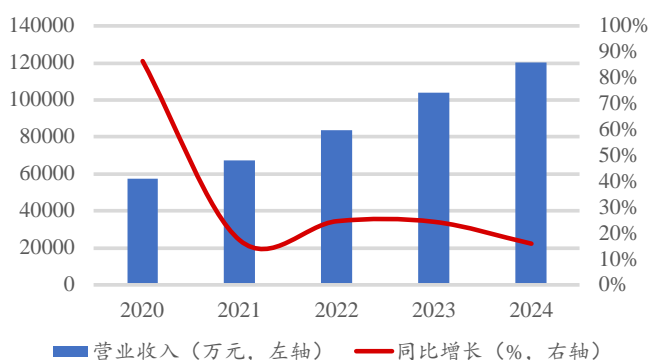


资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

(二) 营收利润保持平稳较快增长，募投项目助力业绩迈上新台阶

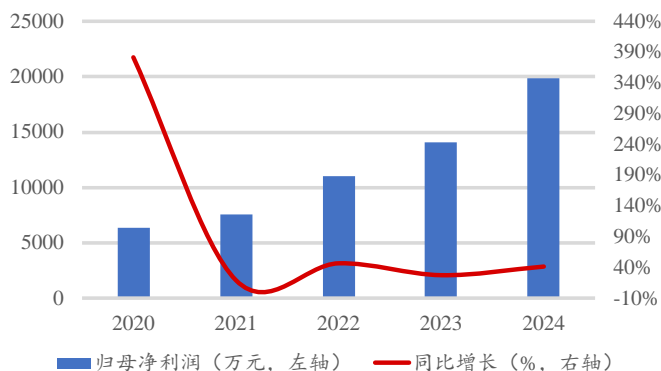
近年来，公司整体经营业绩保持平稳较快增长态势。2019-2024 年公司营业收入的年复合增长率为 31.36%，归母净利润的年复合增长率为 72.09%，综合毛利率水平维持在 30%以上。从公司 2024 年的收入和毛利结构来看，军品业务是公司主要的收入和利润来源，占比超过 95%。2024 年公司军品业务实现营业收入 11.67 亿元，较上年同期增长 17.34%。其中，弹药装备收入保持稳定增长，导弹（火箭）固体发动机动力模块收入实现快速增长。

图表7：公司 2020-2024 年营业收入



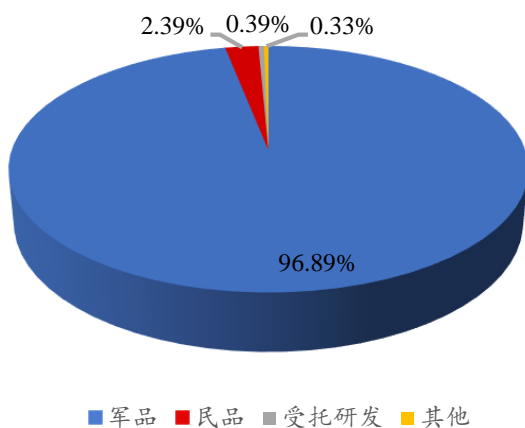
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表8：公司 2020-2024 年归母净利润



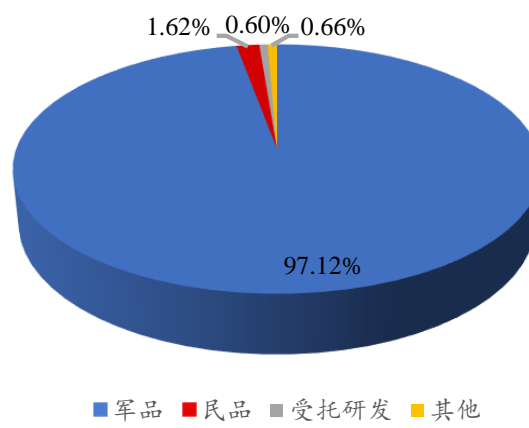
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表9：公司 2024 年收入结构



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表10：公司 2024 年毛利结构



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

公司 IPO 募集资金投资项目与公司现有业务关系密切，是从公司战略角度出发，对现有业务进行的扩展和深化，主要内容包括统筹规划建设项目、产品及技术研发投入、补充流动资金及偿还项目银行贷款。公司通过开展统筹规划建设项目，将实现现有技术和产品的产业化落地，将进一步提升公司产品质量和交付能力；通过增加产品及技术研发投入，进一步提高技术研发能力和自主创新能力、提升核心技术整体水平和新产品研制能力；通过补充流动资金及偿还项目银行贷款为公司业务发展提供资金支持。

图表11：公司募投项目基本情况

项目名称	总投资额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	项目概况
统筹规划建设项目	80,484.90	32,900.00	本项目具体包括统筹规划建设项目 A 区、B 区、C 区。其中：统筹规划建设项目 A 区规划建设为公司集团总部、子公司宜春先锋和星火军工行政办公区、科研及机械加工生产基地；统筹规划建设项目 C 区规划建设为公司子公司九江国科和新明机械行政办公区、科研及机械加工生产基地；统筹规划建设项目 B 区规划建设为公司弹药装备的总装区域。
产品及技术研发投入	19,600.00	19,600.00	本项目主要应用于公司现阶段在研项目以及未来新产品技术研发，主要研发方向包括弹药装备领域和导弹装备领域。
补充流动资金及偿还项目银行贷款	22,500.00	22,500.00	本项目用于补充流动资金及偿还银行贷款，以降低公司资产负债率，降低财务成本，增强公司抗风险能力，为公司业务规模的不断扩张发展提供稳定财务保障。
合计	122,584.90	75,000.00	

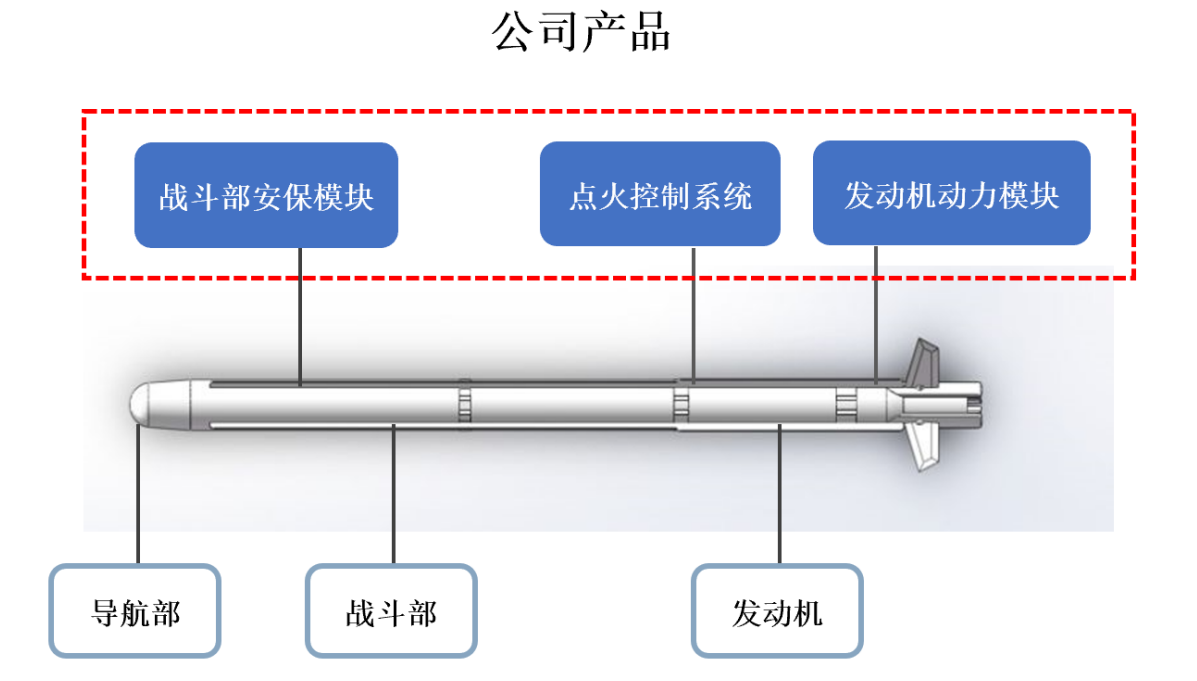
资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

我们认为，这些募投项目建成后将大幅提升公司科研生产能力，实现各子公司协同发展，有利于确保公司产品和技术不断升级与创新，增强核心竞争力，将公司打造成区域性重要的武器装备和创新型科研生产基地，整体经营业绩有望迈上新台阶。

二、 导弹(火箭)固体发动机与控制产品:已列装多型现役装备, 内需外贸空间广阔

导弹主要由导航部、战斗部、发动机及控制舱等构成。发动机是导弹的推进系统, 为导弹系统提供飞行动力。目前主流的导弹发动机根据其推进方式主要分为固体发动机、液体发动机、涡轮发动机及冲压发动机等。固体发动机以其储存运输方便、可靠性高、反应速度快及初始推力大的特点成为导弹、火箭弹最广泛应用的核心动力系统。导弹(火箭弹)固体发动机安全与控制产品, 作为实现战斗功能的重要模块, 满足现代战争条件下强电磁干扰、快速变化的极端环境温度、大过载等恶劣环境下, 保证导弹(火箭弹)储存、运输、发射等过程中的安全性及规定时点稳定、可靠作用。

图表12: 公司产品在导弹武器系统中的作用示意图



资料来源: 招股说明书, 太平洋证券整理

在导弹(火箭弹)固体发动机动力与控制领域, 公司产品主要包括各型固体发动机动力模块, 适配于不同口径、射程、燃速或其他技术要求的导弹、火箭弹, 承担了 Yx 系列、Px 系列等多项国家重要列装导弹和军贸 C 系列导弹、WS 系列火箭弹等多项固体发动机装药的研制批产任务。截至 2025 年 6 月 30 日, 公司主要导弹(火箭)固体发动机动力与控制产品包括军方定型列装批产

品 43 型，型号研制项目 26 项。

图表13：公司导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品情况

产品名称	产品示意图	产品特性
ZB026/JW- 固体发动机 动力模块		大幅降低产品体积及重量； 大幅提高总装产品机动性和突防能力； 低温、高频震动环境下能量保持率高，工作可靠。
YD040/XM- 点火控制系 统		复杂姿态、极端环境下的稳定发射点火，安全性高； 抗干扰能力强。
ZT025/JW- 固体发动机 动力模块		实现燃速精确控制、具备超远距离续航能力； 动力模块能量高，使导弹具有高突防速度； 环境适应性强，可承受极低工作环境温度。
ZT005/JW- 发动机动力 模块		燃烧快、推力大、可短时达到数倍音速； 环境适应性强，可承受极低工作环境温度。
远程火箭弹- 发动机动力 模块		燃速精确控制； 推力大、装填密度大。

YA033/XM 战斗部安保 机构		实现全弹道安全； 保险机构适应超高音速环境； 发火机构冗余设计，作用可靠性高。
-------------------------	---	---

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

公司在导弹（火箭）固体发动机动力领域的核心技术主要体现在高燃速推进剂配方、新型隔热材料技术、安全高效制备技术等方面。在高燃速推进剂配方方面，公司独有的高性能复合推进剂配方技术和高性能复合推进剂制备参数智能模型与控制技术可实现对推进剂燃速进行精准控制，产品燃速变动小，产品质量一致性好，燃速波动公差相较行业同类产品小，且该技术极大解决了批产阶段所需的安全高效瓶颈；在新型隔热材料技术方面，公司首创的新型隔热复合材料技术，可实现对固体发动机的能量进行有效管理和利用，解决了行业难题；在安全高效制备技术方面，公司首创的绝热层高质量高效制造技术，制造效率大幅提升至10倍以上，且产品质量水平高，开发的动力模块高效制造技术可实现数十发中小口径产品同时生产，大幅提升规模化生产效率，处于国内领先水平。

图表14：公司导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品核心技术

技术类别	核心技术名称	对应产品	成果转化	技术先进程度
高性能材料技术	高性能动力模块助剂技术	低燃速高能量动力模块	批产产品 4 型（ZD020/JW、ZD015/JW、ZD016/JW 等）； 型号项目 5 项（ZH039/JW、ZH027/JW、ZT035/JW 等）	国内先进
	高性能复合推进剂	高性能动力模块	批产产品 9 型（ZB026/JW、ZT005/JW、ZT025/JW 等）； 型号项目 6 项（ZT038/JW、ZT034/JW、ZH036/JW 等）	国内先进
	新型隔热复合材料技术	多 XX、多 XX 组合动力模块	批产产品 1 型（ZB026/JW）	国际领先
安全高效制备技术	高性能复合推进剂制备参数智能模型与控制技术	高性能动力模块	批产产品 9 型（ZB026/JW、ZT005/JW、ZT025/JW 等）； 型号项目 6 项（ZT038/JW、ZT034/JW、ZH036/JW 等）	国内领先

	新型包覆套材料、成型与可修复技术	包覆药柱类动力模块	批产产品 5 型 (ZB037/JW 等)	国内领先
	中小口径发动机动力模块制造技术	中小口径发动机动力模块	批产产品 9 型 (ZB026/JW、ZT009/JW、ZT006/JW 等)； 型号项目 8 项 (ZT038/JW、ZT041/JW、ZT034/JW 等)	国内领先
	绝热层高质量高效制造技术	带绝热层的动力模块	批产产品 5 型 (ZT005/JW、ZT025/JW、ZT006/JW 等)； 型号项目 10 型 (ZT041/JW、ZT034/JW、ZH039/JW 等)	国内领先
控制技术	直列式抗干扰高压起爆技术	点火控制模块	批产产品 1 型 (YD040/XM)； 型号项目 1 项 (YD051/XM)	国内领先
	高压起爆之电压精准控制技术	点火控制模块	批产产品 1 型 (YD040/XM)； 型号项目 1 项 (YZ051/XM)	国内领先
	全电子安全保险技术	安全控制模块	型号项目 1 项 (YZ051/XM)	国内领先
	全弹道安全闭锁技术	安全控制模块	批产产品 1 型 (YA033/XM)	国内领先
	高过载结构设计及材料技术	安全控制模块	批产产品 1 型 (YA033/XM)	国内领先

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

在导弹（火箭弹）固体发动机动力模块领域，公司掌握的高性能复合推进剂配方技术，通过对推进剂成分的精准调配，极大提升了发动机的推力和燃烧效率，使导弹（火箭弹）具备更远的射程和更高的机动性。新型隔热复合材料技术更是处于行业领先水平，这种材料不仅具备优异的隔热性能，有效保护发动机内部结构在高温环境下的稳定性，还实现了轻量化设计，在减轻发动机整体重量的同时，进一步提高了导弹的飞行性能。此外，高性能复合推进剂制备参数智能模型与控制技术，利用先进的算法和自动化控制系统，精确把控推进剂生产过程中的各项参数，保证了产品质量的高度一致性，生产效率较传统方式得到了一定提升。

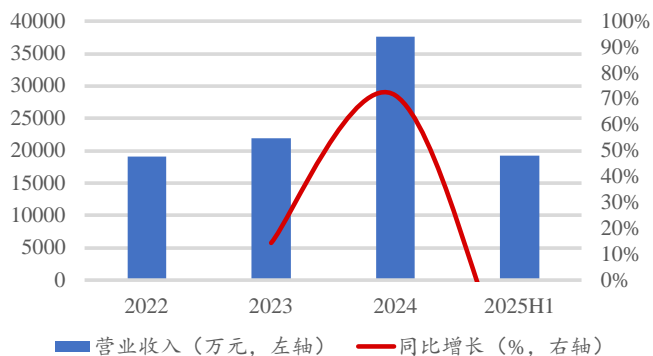
（一）产能建设项目持续推进，军贸开启更大成长空间

公司子公司航天经纬前身为我军第一代海防固体导弹发动机推进剂（动力模块）研制生产企业，技术储备丰厚。该公司凭借多年自主研发积累，在高性能材料技术与安全高效制备技术领域掌握多项核心技术，并承担了 Yx 系列、Px 系列、火箭弹系列等多项国家重要列装导弹和火箭弹

以及军贸 C 系列导弹、WS 系列火箭弹多项固体发动机装药的研制批产任务。

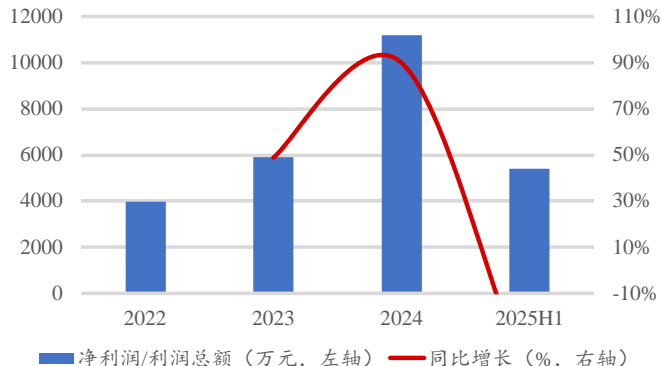
近年来，航天经纬公司营业收入和利润均保持快速增长态势。根据公司公告显示，航天经纬公司于 2025 年 10 月 29 日收到与某军工单位签署的某型军贸产品发动机装药年度订货合同，合同金额为合计人民币 46,620.00 万元（含税）。该合同金额已经超过航天经纬公司 2024 年全年营业收入总额，预计后续将会对公司业绩产生积极影响。我们认为，军贸订单的落地将为公司开启更大成长空间，未来营收利润规模有望续创历史新高。

图表15：航天经纬公司 2022-2025H1 营业收入



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表16：航天经纬公司 2022-2025H1 净利润/利润总额



资料来源：公司公告，太平洋证券整理


航天经纬公司作为唯一一家地方复合固体推进剂的厂家，发动机动力模块业务的剧增将使航天经纬公司面临制造产能不足的问题。因此，公司于 2023 年启动总投资 8.10 亿元的“固体火箭发动机制造应急能力建设项目”，拟新建复合固体推进剂生产线，新建 35 个建筑物（43173 平方米），新增工艺设备 31 台（套）。2024 年，公司又启动总投资 3.43 亿元的“航天动力建设项目”，拟在航天发动机动力模块业务的基础上，向航天发动机总装业务进行拓展，从发动机配套企业向发动机总装企业转型。我们认为，这些产能建设项目不仅能够满足新批产任务交付需求，更有助于公司在军工产业链上的延伸拓展，从而掌握更多核心技术和关键环节，提高自身在产业链中的附加值和话语权。通过进入航天动力领域，公司能够与现有的导弹（火箭）固体发动机动力模块业务形成协同效应，实现技术共享、资源优化配置，进一步提升市场竞争力和行业领导地位，为公司的可持续发展奠定坚实基础。






三、 弹药装备：核心技术优势明显，充分受益行业高景气

弹药装备按照实现功能可分为用于杀伤、爆破、穿甲、破甲、燃烧等单一或复合功能的主用弹药，以及用于发烟、照明、训练等用途的特种辅助弹药；按照作战对象、空间特点，可分为防空高炮系统弹药、地面压制弹药、装甲对抗弹药等。引信及智能控制产品是弹药领域的重要子系统，作为感受环境和目标信息，从安全状态转换到待发状态，适时作用以控制弹药发挥最佳效果的一种装置。引信系统主要由目标探测器、信号处理装置、安全起爆装置组成，起到保险、环境信息识别、解除保险和起爆的功能。其技术的先进性、作用的可靠性和控制的精确性直接关系到弹药的安全性及对目标的毁伤效果。

在弹药装备领域，公司产品主要包括防空反导弹药、各型特种弹药、弹药引信、弹药智能控制产品等。截至 2025 年 6 月 30 日，公司主要弹药装备类产品包括军方定型列装批产产品 13 型，型号研制项目 21 项。

图表 17：公司弹药装备（军用）产品情况

产品名称	产品示意图	产品特性
DJ014/XF 型弹药		该产品为某新型防空系统主用弹药，实现多种功能于一体，能有效应对低空来袭的各类空中目标，实现命中即摧毁的毁伤效果； 该产品应用首创技术解决了某重大实战应用难题，是目前某类型弹药中威力最大、效费比最高的产品。
DJ022/JK 型弹药		该产品为某防空系统主用弹药，运用了创新的装药结构，显著提高了小口径弹药的初速； 集多种功能于一体，能有效应对低空来袭的各类空中目标，实现命中即摧毁的毁伤效果。
DZ024/XM 声源定深弹		公司是国内最重要的海洋声学调查定深弹供应商； 可实现超大水深高水压下精确引爆。

<p>DZ025/XH Z产品</p>		<p>手持使用时耐受高温、使用简便，能够在极短时间内完成破拆任务，有效提高该类型作战效能。</p>
<p>YT038/XM 弹药引信 与战斗部 组件</p>		<p>是某新型破甲弹的引战组件； 能在高速飞行状况下，可靠、精准地识别目标，并精确定距起爆一级战斗部； 能根据弹速变化智能决策，控制高速下的二级引信在预定位置精确起爆主战斗部。</p>
<p>YD041/XM 智能引信</p>		<p>配套于某型弹炮结合武器系统的智能弹药，实现精确炸点控制，用于精确打击来袭目标。</p>
<p>YA029/XH 火箭弹引 信</p>		<p>机电引信：瞬发度高，具有碰炸、大着角发火、擦地炸、自毁等多渠道发火特性，能打击不同介质目标且可靠性高； 安全起爆装置：国内某新型弹药随进子弹用抗超高过载安全起爆装置，具有高安全性和高作用可靠性。</p>
<p>YA034/XM 系列干扰 弹安保机 构</p>		<p>产品性能上可实现在干扰弹脱离机体足够距离后稳定点燃，并在短时间内达到足够辐射强度。</p>

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

公司在弹药装备领域的核心技术主要体现在弹药总体设计技术、弹药战斗部技术、引信精确探测等方面。在弹药总体设计技术方面，经过长期各类弹种、多型号研制任务历练，较一般弹药企业仅具有单一弹种或少数弹种研发能力相比，公司掌握了全弹种总体设计技术，处于行业先进行列；在弹药战斗部技术方面，公司开发的战斗部高效毁伤技术，弹药毁伤性能得到大幅度提升，处于国内先进水平；在引信精确探测方面，公司已形成了多种智能引信技术体制，首创的 C&R 双模复合目标探测技术，应用于主战坦克弹药，首次实现某重要作战功能。

图表18：公司弹药装备及引信与智能控制产品核心技术

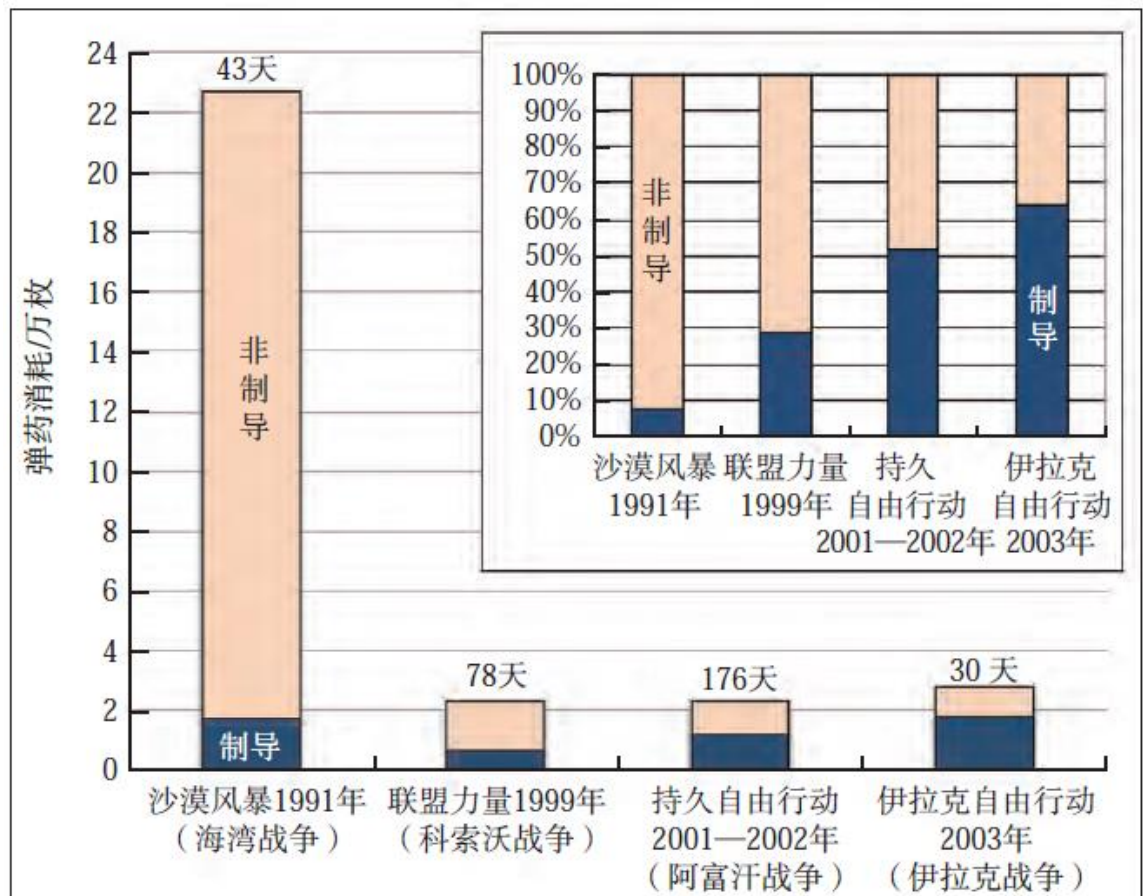
技术类别	核心技术名称	对应产品	成果转化	技术先进程度
功能提升	多弹种总体设计技术	弹药	批产产品 14 型（DJ014/XF、DJ022/JK、DA002/XF、DA001/XF 等）；型号项目 4 项（DZ029/XF、DZ030/XF、DT033/JK、DZ031/XM）	国内先进
	多功能战斗部设计技术	弹药	批产产品 10 型（DJ014/XF、DJ022/JK、DA002/XF、DA001/XF 等）；型号项目 1 项（DT033/JK）	国内先进
	破片轻量化技术	弹药	批产产品 2 型（DT017/XF、DA001/XF）	国内首创
威力提升	战斗部高效复合毁伤技术	弹药	批产产品 2 型（DJ022/JK、DJ014/XF）	国内先进
	大炸高聚能装药战斗部设计技术	弹药	型号项目 1 项（YT038/XM）	国内首创 国际领先
精度提升	整体脱壳技术	弹药	批产产品 1 型（DJ014/XF）	国内首创 国内领先
	纯铁导带脱碳技术	弹药	批产产品 2 型（DJ014/XF、DA002/XF）；型号项目 2 型（DZ029/XF、DZ030/XF）	国内首创 国内领先
精准炸点控制	C&R 双模复合目标探测技术	智能引信、弹药	型号项目 1 项（YT038/XM）	国内首创 国内领先
	引信复合定距技术	智能引信、弹药	型号项目 1 项（YD041/XM）	国内首创 国内领先
	抗超高（冲击）过载缓冲技术	智能引信、弹药	批产产品 1 型（YA029/XH）；型号项目 1 项（YD041/XM）	国内首创 国内领先
	高水压解保及起爆技术	智能引信、特种弹药	批产产品 1 型（DZ024/XM）；型号项目 1 项（DZ031/XM）	国内先进
	高瞬发度技术	引信、弹药	批产产品 4 型（YD014/XH、YD001/XH、YD013/XH 等）；型号项目 2 项（YD015/XH、YD042/XH）	国内先进
	并行冗余起爆技术	智能引信、智能控制、弹药	批产产品 2 型（YD040/XM、YZ049/XM）；型号项目 2 项（YD039/XM、YD050/XM）	国内首创

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

(一) 地缘政治紧张局势推动军费增长，弹药采购量大幅提升

根据瑞典斯德哥尔摩国际和平研究所（SIPRI）2025年4月28日发布的报告显示，2024年全球军费开支创下自冷战结束以来最大增幅。报告指出，地缘政治紧张局势的持续升级是推动全球军费攀升的核心因素，其中欧洲和中东地区的增幅尤为显著。2024年，全球军费开支增至约2.72万亿美元，比2023年实际增长9.4%。这是全球军费连续第10年增长，累计涨幅高达37%。据统计，超过100个国家和地区在2024年增加了军费开支。其中，北约成员国军费开支创历史新高，总开支达到15060亿美元，占全球军费开支的55%。美国作为北约成员和全球最大军费开支国，2024年军费开支增长5.7%，达到9970亿美元，占北约总军费开支的66%，占世界军费开支的37%。

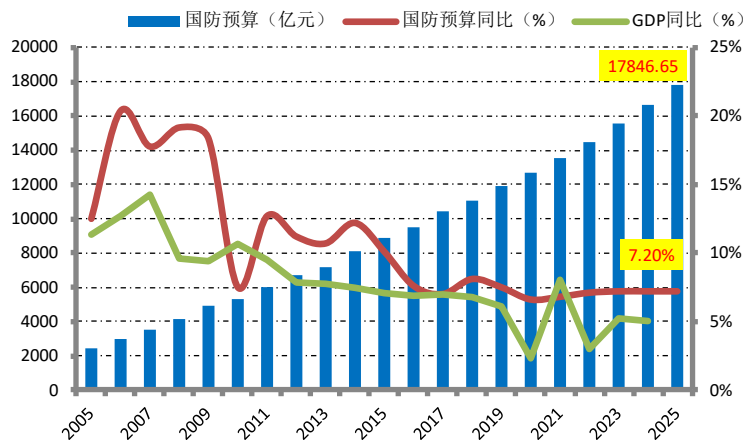
图表19：美军在1991年以来四次局部战争的主要空袭行动中消耗的弹药数量



资料来源：《大国竞争背景下美军弹药战备能力建设态势分析》，太平洋证券整理

近年来，美军大幅增加弹药采购，采购数量达近 20 年来峰值。以精确制导弹药为例，基于对美国国防部历年来预算文件中武器采购情况的统计，2001-2017 年，美军采购的骨干精确制导弹药数量达 46 万枚，以保障打赢历次小规模局部战争。特朗普政府上台以来，美国着眼打赢大规模战争，大幅提升弹药采购数量，2018-2020 年新增采购 20 万枚，几乎达到过去 17 年采购总量的一半。根据国防部 2021 财年预算文件，在 2018-2020 年新增采购 20 万枚基础上，2021-2025 年初步安排再采购 13.60 万枚。据 CSBA 统计，美军在 1991 年以来四次局部战争（海湾战争、科索沃战争、阿富汗战争、伊拉克战争）的主要空袭行动中，共消耗精确制导弹药约 5.40 万枚，而 2018-2025 年采购的 33.60 万枚精确制导弹药中，空地弹药采购量达 21.60 万枚，相当于过去 15 场局部战争的消耗量。近年来，美军将提升弹药战备水平作为重点工作予以大力推进。2017 年，美国国防部采办与保障（A&S）副部长办公室成立了弹药战争室（Munitions War Room），以摸底弹药库存短缺状况及产能约束因素。2018 年，美国国防部办公厅（OSD）启动弹药战备计划（MRI），并在 2019 年 4 月公开的《改革国防部运行机制提升效率初始计划》文件中，将弹药战备作为美军供应链与后勤改革的三大顶级任务之一。

图表20：2005-2025 年中国国防支出预算



资料来源：财政部，太平洋证券整理

根据 2025 年 3 月 5 日公布的中央和地方财政预算草案报告，2025 年我国国防支出预算为 17846.65 亿元，同比增长 7.20%。我国国防支出主要是用在加大武器装备建设投入，淘汰更新部

分落后装备，升级改造部分老旧装备，研发采购大型水面舰艇、先进战机、飞行武器等新式武器装备，稳步提升武器装备现代化水平。目前，美国军费占 GDP 的比重大于 3%，北约成员国中有 23 个国家的防务支出占 GDP 的比重超过 2%。相比之下，我国国防支出占 GDP 的比重还不到 1.5%，未来仍有较大提升空间。随着现代战争形态向信息化、智能化方向加速演进，传统弹药体系正面临革命性升级需求，对信息化弹药的需求也将逐渐增大。信息化弹药本身技术含量较高，结构复杂，而且大量采用电子元器件、光学器件等，与传统弹药相比，其储存寿命会有所下降，更新采购的比例较高。在国防现代化进程加速推进的背景下，部队实战化训练强度持续提升，智能化装备列装规模快速扩大，弹药消耗基数呈现结构性增长态势。

公司作为国内重要的弹药装备研制生产企业之一，主要产品包括主用弹药、特种弹药和引信及智能控制产品，广泛应用于防空反导、装甲突击、反恐处突、海洋调查等多个领域。通过长期研发及型号迭代，公司围绕弹药建立并完善了自有技术体系，拥有各类型弹药的完整研发技术能力。在弹药总体设计、精度控制、毁伤效果等核心环节积累多项研发成果和核心技术，在小口径防空反导弹药方面具备国内先进水平，多项关键技术和产品处于行业领先水平。目前，公司正在开展系列智能弹药装备研制，由常规弹药向智能化、信息化弹药转型，未来有望充分受益行业的高景气。

四、盈利预测及估值

国科军工自成立以来一直深耕于国防科技工业领域，专注于导弹（火箭弹）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。公司产品涵盖各种导弹、火箭弹固体发动机动力模块、安全与控制模块，多型主战装备的主用弹药、特种弹药及其引信与智能控制产品，广泛应用于防空反导、装甲突击、火力压制、空中格斗、空面（地、舰）与舰舰攻防等作战场景，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，是我军重要的武器装备供应商之一。

在导弹（火箭）固体发动机动力领域：公司是国内少数从事导弹（火箭）固体发动机动力模块及总装科研生产的企业之一，发动机动力模块产品广泛应用于各类导弹、火箭弹系统动力；发动机总装主要应用于靶弹、各类助推器。凭借多年自主研发积累，在高性能材料技术与安全高效制备技术等产品研制与生产全领域形成了完善的自主技术体系，具有全产品自主研发技术能力，掌握多项核心技术，部分技术达到国际领先水平。随着“固体火箭发动机制造应急能力建设项目”和“航天动力建设项目”的持续推进，不仅能够满足新批产任务交付需求，更有助于公司在产业链上的延伸拓展。军贸订单落地将为公司开启更大成长空间，未来业绩有望续创历史新高。

在弹药装备领域：公司是国内重要的弹药装备研制生产企业之一，主要产品包括主用弹药、特种弹药和引信及智能控制产品，广泛应用于防空反导、装甲突击、反恐处突、海洋调查等多个领域。通过长期研发及型号迭代，公司围绕弹药建立并完善了自有技术体系，拥有各类型弹药的完整研发技术能力。在弹药总体设计、精度控制、毁伤效果等核心环节积累多项研发成果和核心技术，在小口径防空反导弹药方面具备国内先进水平，多项关键技术和产品处于行业领先水平。目前，公司正在由常规弹药向智能化、信息化弹药转型，未来有望充分受益行业高景气。

我们预计公司 2025-2027 年的净利润为 2.35 亿元、2.86 亿元、3.43 亿元，EPS 为 1.13 元、1.37 元、1.64 元，对应 PE 为 53 倍、44 倍、37 倍，维持“买入”评级。

五、风险提示

订单增长不及预期；新产品研发进度不及预期。

资产负债表 (百万)				
	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1322.82	2120.82	1898.52	2724.82
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	615.66	198.93	794.87	397.69
其他应收款 (合计)	4.94	0.00	0.00	0.00
存货	202.77	411.57	337.93	561.47
其他流动资产	5015.30	50.15	50.15	50.15
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	758.53	655.90	553.28	450.65
无形资产和开发支出	146.84	130.45	114.05	97.66
其他非流动资产	32.18	356.57	310.96	(31.60)
资产总计	3159.14	3599.77	3780.52	4314.15
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	772.12	1095.66	1133.94	1496.96
长期借款	20.00	20.00	20.00	20.00
其他负债	69.05	69.05	69.05	69.05
负债合计	861.16	1184.70	1222.99	1586.00
股本	175.70	175.70	175.70	175.70
资本公积	1568.55	1568.55	1568.55	1568.55
留存收益	534.97	643.71	776.02	934.47
归属母公司股东权益	2279.22	2387.96	2520.27	2678.72
少数股东权益	18.76	27.11	37.26	49.42
股东权益合计	2297.98	2415.06	2557.53	2728.14
负债和股东权益合计	3159.14	3599.77	3780.52	4314.15

利润表 (百万)				
	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1204.44	1457.37	1777.99	2133.59
减: 营业成本	789.91	913.77	1114.80	1337.76
营业税金及附加	4.72	5.71	6.96	8.36
营业费用	19.14	23.16	28.25	33.90
管理费用	87.84	106.29	129.67	155.61
研发费用	91.17	110.31	134.58	161.50
财务费用	(18.16)	(21.98)	(26.81)	(32.17)
减值损失	(23.74)	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	2.08	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.18	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	208.35	320.11	390.53	468.64
加: 其他非经营损益	26.19	4.74	4.74	4.74
利润总额	234.54	324.85	395.28	473.38
减: 所得税	28.01	81.21	98.82	118.35
净利润	206.53	243.64	296.46	355.04
减: 少数股东损益	7.80	8.34	10.15	12.16
归属母公司股东净利润	198.73	235.29	286.30	342.88
预测指标				
	2024	2025E	2026E	2027E
EBIT	216.38	302.88	368.47	441.21
EBITDA	268.99	422.13	487.72	560.23
NOPLAT	173.09	223.60	272.79	327.35
净利润	198.73	235.29	286.30	342.88
EPS	0.95	1.13	1.37	1.64
BPS	10.91	11.43	12.07	12.83

现金流量表 (百万)					PE	63.15	53.33	43.83	36.60
	2024	2025E	2026E	2027E	PEG	3.17	N/A	N/A	N/A
经营性现金净流量	(105.39)	868.84	(98.68)	974.99	PB	5.51	5.26	4.98	4.68
投资性现金净流量	(152.65)	33.74	3.56	3.56	PS	10.42	8.61	7.06	5.88
筹资性现金净流量	(245.73)	(104.58)	(127.18)	(152.25)	PCF	(119.07)	14.44	(127.18)	12.87
现金流量净额	(503.77)	798.00	(222.30)	826.30	EV/EBIT	42.78	28.06	23.70	17.96
					EV/EBITDA	34.41	20.13	17.91	14.14

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。