

量子计算放量驱动业绩拐点，央企赋能加速商业化兑现

投资要点

- **事件:** 公司发布2025年年报。2025年全年，公司实现营业收入3.10亿元，同比增长22.53%；利润总额达到0.0523亿元，同比增加116.19%；归母净利润0.05亿元，同比增加116.93%，实现扭亏为盈；实现扣非归母净利润-0.44亿元，亏损较上年有所收窄。利润主要在年末集中释放，就四季度单季度来看，公司2025年四季度实现营业收入1.21亿元，同比下降21.43%；单季归母净利润0.32亿元，同比增加36.89%；扣非归母净利润0.21亿元，同比增加95.67%。
- **营业成本同比上升，费用端分化明显，研发高投入延续。** 公司2025年营业成本同比增加33.98%至1.51亿元，增速快于收入，主要系量子计算业务收入占比提升、对应成本同步增加所致。费用端看，费用情况呈现出分化趋势：销售费用同比下降5.67%至0.31亿元；管理费用同比下降1.14%至0.89亿元，整体保持平稳；财务费用净收益由0.10亿元提升至0.21亿元，改善较为明显，主要受利息收入增长带动；与此同时，公司持续保持高强度研发投入：2025年研发费用同比增长42.18%至1.19亿元，使得研发费用率达到38.24%，较上年提升5.29个百分点，主要系研发材料费增长及研发人员增加所致，体现出公司仍处于持续加码核心技术和产品迭代的阶段。
- **量子计算放量驱动业绩修复，量子通信应用落地支撑商业化加速。** 2025年公司量子计算业务实现收入高增长，成为带动全年收入增长的核心驱动力，并推动公司实现归母净利润扭亏为盈。报告期内，公司“天衍”系列量子计算系统持续推进交付与调试，叠加超量融合计算中心项目进入稳定运行阶段，标志着公司在量子计算整机、核心器件及平台服务等环节的商业化能力开始兑现。与此同时，公司量子通信业务作为收入基本盘，持续在运营商、电力、金融等重点行业推进应用落地，量子密话密信等应用平台用户规模不断扩大，行业应用正由试点示范向规模化推广过渡。整体来看，在“量子计算放量+量子通信落地”双轮驱动下，公司商业化进程持续提速，增长路径逐步清晰。
- **央企赋能强化资源协同，公司迈入商业化兑现阶段。** 公司当前由中国电信体系控股，纳入央企量子信息产业布局核心平台，在运营商资源、客户渠道及重大项目获取方面具备更强协同优势，有望推动量子通信与量子计算业务在DICT体系中的融合落地。从经营阶段看，公司正由前期高研发投入阶段逐步迈入收入与利润同步释放的商业化验证阶段：量子计算业务放量带动业绩实现扭亏，量子通信场景持续落地形成稳定支撑，叠加央企资源协同强化，整体处于“产业逻辑开始兑现但仍在早期”的阶段。当前公司业绩弹性初步体现，但盈利能力仍受高研发投入制约，后续仍需持续跟踪订单获取与收入确认节奏，以验证商业化路径的持续性。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2026-2028年EPS分别为0.12元、0.38元、1.68元。公司26年规划目标积极，改革动作持续落地，看好全年加速成长，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 商业化进展不及预期风险；订单及验收节奏波动风险；高研发投入压制利润风险；技术路线及行业不确定性风险、政策及下游需求波动风险等。

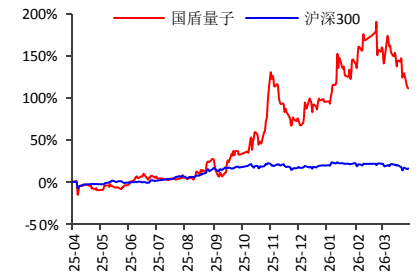
指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	310.46	538.10	990.80	1928.67
增长率	22.53%	73.32%	84.13%	94.66%
归属母公司净利润(百万元)	5.39	12.19	38.76	172.35
增长率	116.93%	126.14%	217.87%	344.68%
每股收益EPS(元)	0.05	0.12	0.38	1.68
净资产收益率ROE	0.17%	0.38%	1.19%	5.06%
PE	10438	4616	1452	327
PB	17.34	17.28	17.07	16.23

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 叶泽佑
执业证号: S1250522090003
电话: 13524424436
邮箱: yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.03
流通A股(亿股)	0.80
52周内股价区间(元)	211.03-760.88
总市值(亿元)	562.82
总资产(亿元)	36.26
每股净资产(元)	31.55

相关研究

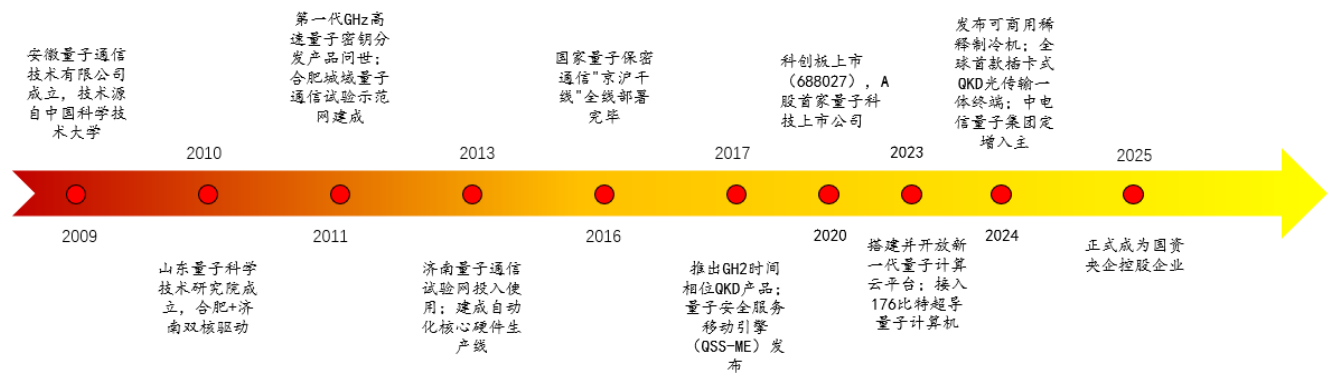
1 “通信+计算”双轮驱动成型，公司迈入量子信息商业化关键阶段

国盾量子 (688027.SH) 是中国量子科技产业化的开拓者和领军企业，成立于 2009 年，技术起源于中国科学技术大学，是中国最早从事量子通信技术产业化的企业之一，并于 2020 年 7 月在上海证券交易所科创板上市。公司构建了“一体两翼”业务布局：以量子信息技术为核心，围绕量子通信、量子计算与量子精密测量三大方向开展业务布局，成为全球极少数同时具备三大领域规模化能力的企业。

公司业务以量子通信网络建设及相关设备为基础，逐步向量子计算整机、云平台服务等方向延伸，形成“量子通信+量子计算”双轮驱动的业务结构。其中，量子通信业务主要应用于政务、运营商、电力及金融等对信息安全要求较高的领域；量子计算业务则围绕量子计算机整机、云服务及相关应用生态展开，处于商业化初期阶段。

从产业定位来看，公司处于量子信息产业链核心环节，是国内少数同时具备量子通信网络建设能力与量子计算系统研发能力的企业之一。随着国家对量子信息产业的持续支持及数据安全需求的提升，公司有望在量子安全基础设施与新型算力体系建设中持续受益。

图 1：公司历史沿革



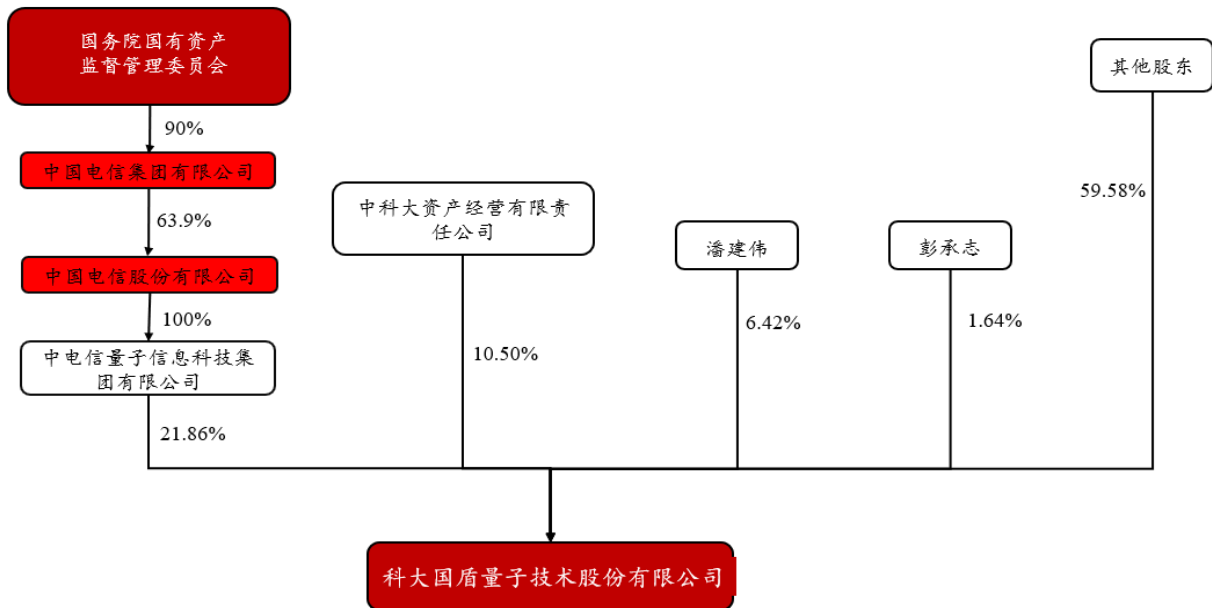
数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

股权结构优化，央企入主强化资源协同。2025 年，公司通过定增引入中电信量子集团，中电信量子集团直接持股 21.86%，并通过与科大控股及公司创始人彭承志签署一致行动协议，合计控制表决权比例达 40.43%，成为公司控股股东，国务院国资委成为实际控制人。此次股权结构调整标志着公司由“科研院所背景企业”向“央企控股产业平台”转变，在资源获取、项目承接及产业协同方面具备更强支撑。依托中国电信体系，公司有望在量子通信网络建设、行业客户拓展及 DICT 融合应用等方面获得更广泛的应用场景与订单机会。

从股东结构来看，公司兼具科研背景与产业资本支持，中科大体系股东在技术研发与人才储备方面提供支撑，而电信体系股东在市场化推广与产业落地方面具备优势，整体形成“科研+产业”协同格局，有利于推动量子信息技术由实验室走向规模化应用。

管理层方面，公司核心团队长期深耕量子信息技术领域，具备深厚科研背景与产业化经验，创始团队在量子通信领域具有先发优势，是国内量子信息技术商业化的重要推动者。技术团队持续围绕量子通信网络、量子计算系统及核心器件进行研发投入，为公司长期技术壁垒与产业竞争力提供保障。

图 2：公司股权结构（截至 2026 年 3 月 25 日）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司形成“量子通信为基本盘、量子计算为核心增长引擎、量子精密测量为远期拓展”的业务结构。公司围绕量子信息技术形成量子通信、量子计算及量子精密测量三大业务板块，其中量子通信为当前收入基本盘，量子计算为核心增长方向，量子精密测量处于培育阶段，整体呈现“存量稳增长+增量加速放量”的业务结构。

1) 量子通信：基础业务稳步推进，处于规模化应用前期

量子通信业务是公司当前收入主要来源。公司量子通信产品主要包括量子保密通信网络核心设备、量子安全应用产品、核心组件以及量子保密通信网络的管理与控制软件，并提供基于量子通信的技术开发及验证服务、量子保密通信网络运维服务、面向量子安全应用的相关技术服务等，广泛应用于政务、运营商、电力及金融等高安全需求领域。近年来，公司持续参与量子安全基础设施建设，在运营商体系及重点行业场景中不断推进项目落地。

从行业阶段来看，量子通信正由早期示范工程向规模化应用过渡，应用形态从单点试点逐步向区域网络乃至全国性基础设施延伸。公司在量子通信网络建设及系统集成方面具备先发优势，是国内量子通信产业链核心参与者之一。短期来看，该业务增长节奏受项目验收与建设周期影响存在一定波动，但中长期受益于数据安全需求提升及政策推动，具备稳定增长基础。

图 4：公司量子计算产品矩阵



数据来源：公司公告，西南证券整理

3) 量子精密测量：技术储备方向，具备中长期成长潜力

量子精密测量业务主要基于量子态高敏感特性，应用于时间、位置、电磁场等高精度测量领域，目前仍处于技术储备与产业培育阶段。公司相关产品包括冷原子重力仪、单光子成像雷达、单光子探测器及光学传感器等设备与组件，并提供相关技术服务。

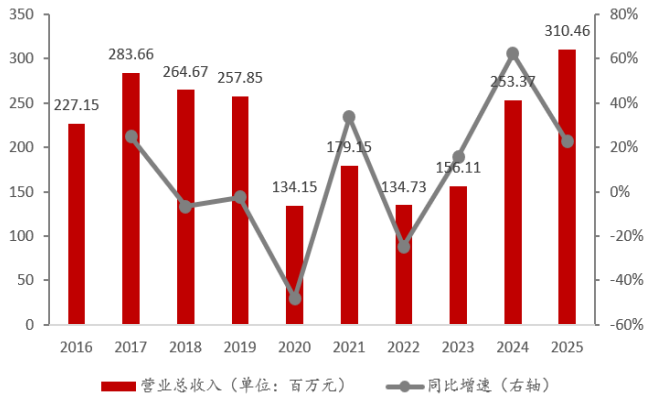
该业务在公司整体收入结构中占比较低，短期对业绩贡献有限，但在高端制造、国防及科研等领域具备潜在应用价值，是公司在量子信息技术体系中的前瞻性布局。随着高端制造升级及精密测量需求提升，该业务有望在中长期逐步打开市场空间。

图 5：公司量子精密测量产品概览

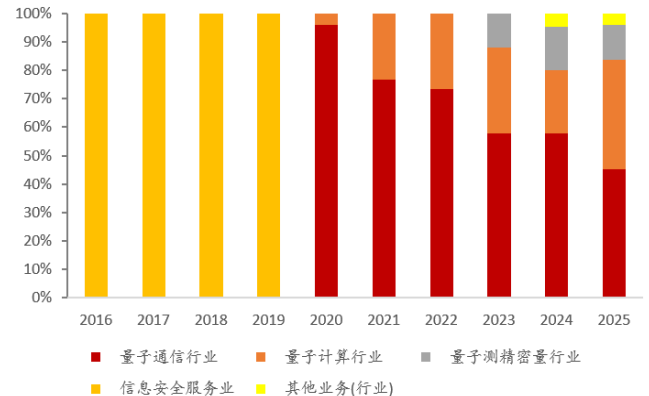

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司历史营收呈现一定波动性，核心原因在于其业务模式具有较强的项目制和验收驱动特征。自 2016 年至 2025 年，公司营业收入由约 2.27 亿元增长至 3.10 亿元，年复合增长率约 3.52%，且营收整体情况呈现出一定的波动性。一方面，公司量子通信业务早期主要依托量子保密通信网络建设及行业示范项目推进，相关收入确认与项目立项、建设节奏、验收进度密切相关，单个项目体量较大、确认时点集中，导致不同年份之间收入表现存在明显波动；另一方面，公司量子计算与量子精密测量业务长期处于技术研发和产业培育阶段，前期收入规模较小、商业化成熟度有限，尚不足以对冲量子通信业务的阶段性波动，因此整体营收表现出较强的非线性特征。近年来，公司收入的波动还与下游应用场景的拓展节奏有关：当量子通信项目建设推进较快、量子计算整机或系统交付加速时，收入增速往往会出现明显改善；反之，在项目验收延后或新业务尚未形成规模贡献时，营收则容易出现阶段性承压。

从未来趋势看，公司营收结构正由“量子通信单轮驱动”向“量子通信+量子计算双轮驱动”转变，收入波动有望逐步收敛。公司 2025 年收入实现同比增长，核心驱动力来自量子计算业务放量，收入结构由以量子通信为主逐步向“量子通信+量子计算”双轮驱动转变。量子计算业务占比提升成为本期最重要变化，说明公司已开始从单纯依赖量子通信项目确认收入，转向量子计算整机、核心器件、云平台与相关服务共同贡献增量的阶段标志着公司业务重心由前期技术验证逐步向商业化应用过渡。与此同时，量子通信业务也在由早期示范工程向运营商、电力、金融等重点行业场景持续渗透，业务形态有望从以一次性项目建设为主，逐步过渡到“项目建设+网络运维+安全应用服务”并存的模式。整体来看，随着量子计算业务占比提升、量子通信应用场景持续扩展以及央企体系协同增强，公司收入结构将更加均衡，未来营收增长的持续性和可预测性有望逐步提升，但短期内仍需关注项目获取、交付和验收节奏对单年业绩的扰动。

图 6：2016-2025 公司营收及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 7：2016-2025 公司各项业务营收占比结构


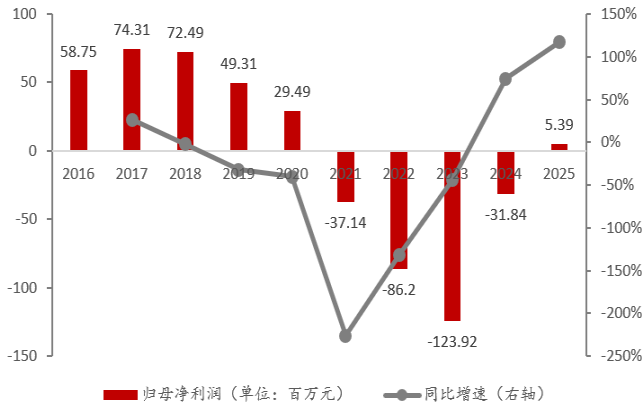
数据来源: Wind, 西南证券整理

公司盈利能力改善。公司 2025 年实现归母净利润扭亏为盈，标志着公司由前期高研发投入阶段逐步迈入业绩释放阶段。利润端改善主要受量子计算业务收入确认带动，但从扣非角度来看，公司核心经营性盈利能力仍处于修复过程中，核心经营性盈利能力尚未完全释放。整体处于“业绩兑现初期”阶段。

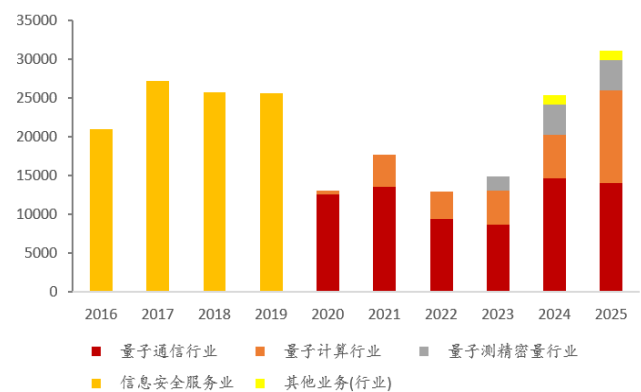
公司历史归母净利润呈现较大波动，核心原因在于业务模式、研发投入节奏及收入确认方式共同作用所致。从历史数据来看，公司利润端表现出明显的非线性特征：一方面，公司量子通信业务以项目制为主，收入确认与项目验收节奏高度相关，而相关项目通常具备单体规模大、确认集中等特点，在收入确认波动的同时，利润亦呈现同步波动；另一方面，公司长期处于量子信息产业商业化早期阶段，持续保持高强度研发投入，研发费用率长期处于较高水平，对利润形成阶段性压制，使得公司在收入尚未形成规模化之前，盈利能力表现出较大弹性。

此外，公司利润波动还与新业务商业化进程密切相关。在量子计算业务尚未放量之前，公司整体收入结构以量子通信为主，新业务收入贡献有限，难以对冲研发投入及项目波动带来的影响，导致利润端在部分年份出现亏损或大幅波动。随着量子计算业务逐步实现收入确认，利润端对单一业务及单一项目的依赖程度开始下降，整体盈利结构逐步改善。

从趋势来看，公司利润结构正由“研发投入主导”向“收入驱动改善”转变，波动性有望逐步收敛。2025 年公司实现归母净利润扭亏为盈，主要受量子计算业务放量及收入结构优化带动，标志着公司开始由前期持续投入阶段迈入业绩兑现初期。未来，随着量子计算业务占比持续提升、量子通信应用由项目制向“项目+服务”模式延伸，以及央企体系协同带来的订单获取能力增强，公司利润增长的持续性和稳定性有望逐步提升。但短期来看，受项目交付节奏及研发投入持续的影响，利润端仍可能存在一定波动，需动态跟踪收入确认与费用投入节奏。

图 8：2016-2025 公司归母净利润及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 9：2016-2025 公司各项业务营收状况 (单位：万元)


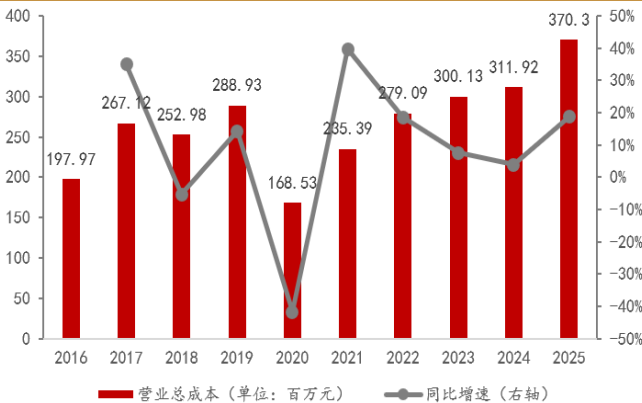
数据来源：Wind, 西南证券整理

公司成本及盈利能力表现呈现一定波动，主要源于业务结构变化、项目制特征及高研发投入阶段共同作用所致。一方面，公司量子通信业务历史上具备较高毛利水平，而近年来随着量子计算业务占比提升，整体成本结构发生变化。量子计算业务当前仍处于商业化早期阶段，受制于规模效应尚未形成及核心器件与系统集成成本较高，其毛利水平相较成熟的量子通信业务存在差异，从而对整体毛利率形成阶段性扰动。

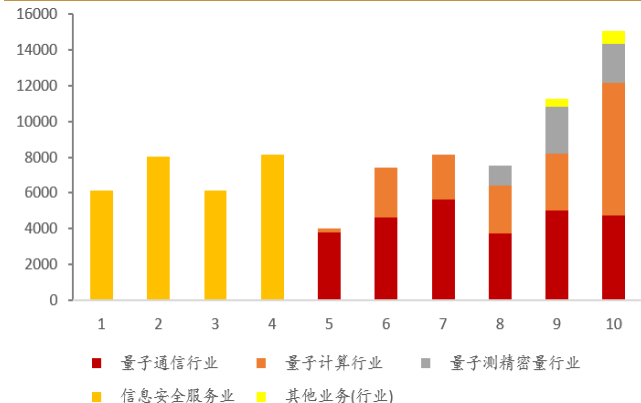
另一方面，公司业务以项目制为主，不同项目在技术复杂度、交付内容及客户类型方面存在差异，叠加收入与成本确认节奏的阶段性特征，使得毛利率在不同年度间呈现非线性波动。同时，在收入规模尚未稳定放量的情况下，期间费用具有较强刚性，导致净利率对收入波动较为敏感，呈现出较大弹性。

此外，公司长期保持高强度研发投入，研发费用率处于较高水平，对利润端形成持续压制；叠加量子计算等新业务仍处于商业化初期，当前收入规模相对有限但投入较高，进一步放大了净利率的阶段性波动。

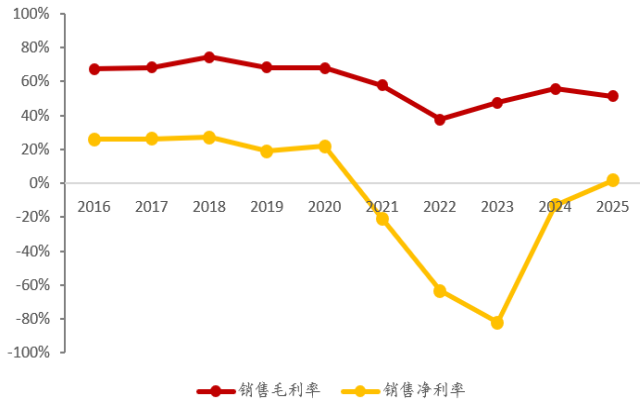
从趋势来看，公司盈利结构正由“研发投入主导”向“收入驱动改善”转变。随着量子计算业务逐步放量带动收入规模提升、规模效应逐步显现，以及量子通信业务由项目制向“项目+服务”模式延伸，公司成本结构有望优化，毛利率及净利率波动有望逐步收敛，盈利能力具备改善空间。但短期仍需关注项目交付节奏及研发投入对利润端的扰动。

图 10：2016-2025 公司营业成本及增速


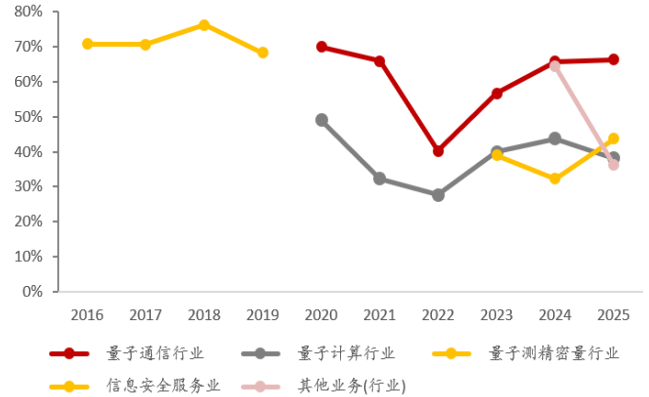
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 11：2016-2025 公司各项业务营业成本 (单位：万元)


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 12：2016-2025 公司销售毛利率及销售净利率


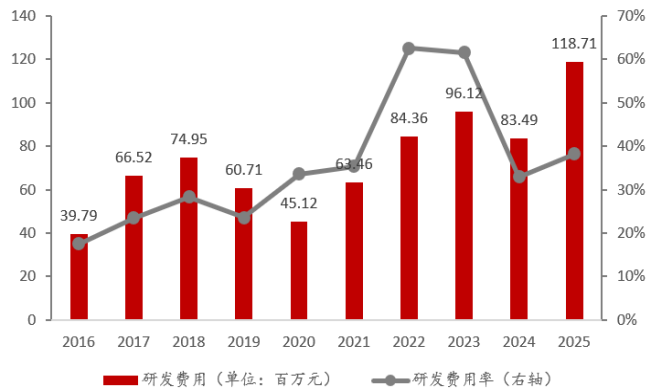
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 13：2016-2025 公司各项业务毛利率


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司持续保持高强度研发投入，研发费用规模与占比均处于较高水平。2025 年公司研发费用同比增长，研发费用率维持高位，主要系研发人员扩张及核心材料投入增加所致。从历史来看，公司研发投入呈持续上升趋势，反映出公司在量子通信与量子计算核心技术上的长期投入与战略布局。

高研发投入一方面体现出公司所处行业仍处于技术驱动与商业化早期阶段，短期对利润形成一定压制；另一方面亦构筑公司在量子信息领域的技术壁垒，为量子计算业务放量及后续商业化落地提供支撑。整体来看，公司正由“研发驱动”向“收入驱动”过渡，当前利润释放与前期研发投入逐步形成联动关系。

图 14：2016-2025 公司研发费用及研发费用率


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

基于公司当前业务结构、量子信息产业发展阶段及项目交付节奏，我们对 2026–2028 年收入与盈利能力作出如下假设。整体判断，公司处于量子通信向量子计算等新业务拓展的关键阶段，短期收入仍以科研及项目制为主，中长期随着量子计算与量子信息应用逐步落地，公司收入规模有望实现较快增长，盈利能力逐步改善。

以下假设主要基于公司现有业务结构、2025 年已体现的业务变化、项目制收入确认特征及产业化推进节奏进行测算，实际收入与盈利能力仍可能受订单获取、项目交付及验收进度影响而波动。

关键假设：

假设 1：量子保密通道产品业务延续增长，仍为收入基本盘

公司量子保密通道产品主要包括量子保密通信网络建设及相关设备销售，当前仍为公司收入的重要组成部分。考虑到该业务下游客户主要集中于政务、金融、电力及运营商等高安全需求领域，且收入确认具有较强项目制和验收驱动特征，单年收入增速可能受项目获取、交付及验收节奏影响而呈现波动。

在国家信息安全建设持续推进、重点行业量子安全需求逐步释放，以及公司在运营商及行业客户场景持续落地的假设下，我们预计 2026–2028 年量子保密通道产品收入增速分别为 72.0%、80.0%、88.0%。该假设的核心依据在于：一是 2025 年该业务基数相对不高；二是公司在运营商、电力、金融等场景已有项目基础，后续若复制推广节奏延续，收入仍具备增长空间。

盈利能力方面，该业务以定制化产品和系统集成为主，历史毛利率处于较高水平。考虑到后续若项目结构保持稳定、标准化程度逐步提高、规模扩大带来一定成本摊薄，我们假设 2026–2028 年毛利率分别为 75.0%、75.5%、77.0%，总体以稳中小幅提升为主。

假设 2：量子计算产品业务延续放量，是未来最主要的增长来源之一

公司量子计算产品主要包括超导量子计算机整机、测控系统、稀释制冷机等核心组件，并提供量子计算相关技术服务。2025 年公司量子计算业务收入已实现较快增长，并成为带动整体收入提升的重要来源，表明该业务已由早期技术研发阶段逐步进入收入确认阶段。

考虑到量子计算业务当前仍处于商业化早期，收入确认对项目交付节奏依赖较强，单年波动可能较大；但在“天衍”系列系统持续交付、超量融合计算中心项目稳定运行，以及科研和行业应用需求逐步落地的假设下，我们预计 2026–2028 年量子计算产品业务收入增速分别为 90.0%、105.0%、115.0%。该假设主要基于：一是 2025 年该业务已出现放量迹象；二是该业务目前基数仍相对较低，在项目持续落地下仍具备较高弹性；三是公司处于国内量子计算整机及核心组件能力较完整的厂商序列中。

盈利能力方面，量子计算业务仍处于产业化早期，前期研发投入较高、系统集成成本及核心器件成本占比较高，因此毛利率改善不宜假设过快。基于收入规模扩大后固定成本摊薄、产品成熟度提升及交付效率改善的假设，我们预计 2026–2028 年毛利率分别为 52.0%、54.0%、56.0%，体现为逐年小幅改善，而非快速跃升。

假设 3：相关技术服务业务随项目推进稳步恢复，盈利能力逐步改善

相关技术服务业务主要包括围绕量子信息技术展开的科研服务、系统集成及配套解决方案等。该业务与公司项目落地节奏关联较高，收入波动性相对较大。考虑到公司在量子通信和量子计算领域的项目经验持续积累，若相关配套服务需求同步增长，则该业务有望跟随主业扩张而实现恢复性增长。

基于上述假设，我们预计 2026–2028 年相关技术服务业务收入增速分别为 46.0%、47.0%、55.0%。该增速判断主要建立在：主业务项目持续推进带动服务需求增加、以及 2025 年该业务基数相对较低两个因素之上。

毛利率方面，相关技术服务业务具有一定系统集成属性，前期毛利率相对不高，但若后续高附加值技术服务占比提升、项目实施效率改善，则盈利能力存在温和修复空间。基于此，我们假设 2026–2028 年毛利率分别为 53.0%、54.0%、55.0%。

假设 4：量子精密测量业务仍处培育阶段，在低基数下具备增长弹性

量子精密测量业务主要应用于高端制造、科研及国防等领域，目前整体仍处于产业培育阶段，对公司整体收入贡献相对有限。由于该业务当前基数较小，因此在产品持续迭代和应用场景逐步拓展的情况下，收入端可能呈现较高增速，但其增长持续性仍需后续订单落地进一步验证。

在公司相关产品持续推进市场拓展、且科研及高端制造等下游需求逐步释放的假设下，我们预计 2026–2028 年该业务收入增速分别为 74.0%、78.0%、79.0%。这一假设更多体现低基数条件下的增长弹性，并不意味着该业务短期内已进入成熟放量阶段。

盈利能力方面，若产品成熟度提升、交付规模扩大，则毛利率存在改善空间。基于审慎原则，我们假设 2026–2028 年毛利率分别为 60.0%、63.0%、65.0%，反映其在规模扩大背景下的渐进式改善。

假设 5：其他业务规模较小，对整体形成补充

公司其他业务目前规模较小，对整体收入和利润贡献有限。考虑到该部分业务可能受项目配套需求、边界业务拓展及个别订单确认影响，其增速可能相对较高，但绝对体量仍较小，对整体业绩影响有限。

基于低基数及配套需求增长的假设，我们预计 2026–2028 年其他业务收入增速分别为 50.0%、53.0%、56.0%。毛利率方面，随着公司业务结构持续优化、高附加值业务占比提升，我们假设 2026–2028 年毛利率分别为 63.0%、65.0%、68.0%。整体来看，该部分业务更多起到收入结构补充作用。

需要说明的是，以上假设主要基于公司当前业务结构、已披露项目进展及行业发展阶段进行测算，未来实际经营情况仍可能受订单获取、项目交付及验收节奏等因素影响，存在一定不确定性。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入、增速、营业成本及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	310.5	538.1	990.8	1,928.6
	增速	22.5%	73.3%	84.1%	94.7%
	毛利率	51.4%	60.0%	61.3%	62.8%
	营业成本	150.8	215.0	383.3	718.3
量子计算产品	营业收入	118.4	224.9	461.1	991.3
	增速	276.1%	90.0%	105.0%	115.0%
	毛利率	38.6%	52.0%	54.0%	56.0%
	营业成本	72.7	108.0	212.1	436.2
量子保密通道产品	营业收入	91.6	157.6	283.7	533.3
	增速	5.4%	72.0%	80.0%	88.0%
	毛利率	73.1%	75.0%	75.5%	77.0%
	营业成本	24.7	39.4	69.5	122.7
相关技术服务	营业收入	58.3	85.1	125.1	193.9
	增速	-35.5%	46.0%	47.0%	55.0%
	毛利率	45.8%	53.0%	54.0%	55.0%
	营业成本	31.6	40.0	57.5	87.2
量子精密测量产品	营业收入	30.1	52.4	93.3	167.1
	增速	-8.7%	74.0%	78.0%	79.0%
	毛利率	53.1%	60.0%	63.0%	65.0%
	营业成本	14.1	21.0	34.5	58.5
其他业务	营业收入	12.0	18.0	27.6	43.1
	增速	4.2%	50.0%	53.0%	56.0%
	毛利率	36.2%	63.0%	65.0%	68.0%
	营业成本	7.7	6.7	9.7	13.8

数据来源：Wind, 西南证券

预计 2026–2028 年公司营业收入分别为 5.38 亿元、9.91 亿元、19.29 亿元，同比增长 73.3%、84.1%、94.7%；归母净利润分别为 0.12 亿元、0.39 亿元、1.72 亿元，每股收益 (EPS) 分别为 0.12 元、0.38 元和 1.68 元。

综合国盾量子在量子通信与量子计算产业链中的定位，公司核心价值不仅体现在系统集成与平台能力，更体现在对上游关键光学器件及核心技术的整合与应用能力。因此，我们从产业链上游关键器件及光学环节出发，选取华工科技 (000988.SZ)、腾景科技 (688195.SH) 及光库科技 (300620.SZ) 作为对标公司。

华工科技 (000988.SZ)

华工科技在光电子领域具备深厚技术积累，是国内少数具备量子点激光器芯片研发与产业化能力的企业，其相关技术已获得中科大等科研机构验证。量子点激光器作为单光子发射源的重要实现路径之一，是量子通信系统中的核心底层器件，直接关系到量子信号的稳定性与可靠性。

从产业链位置看，华工科技处于量子通信上游核心器件环节，其技术壁垒高、替代性弱，具备典型的“卡脖子”属性。随着量子通信网络由试点向规模化扩展，相关核心器件需求有望持续增长。公司在“核心器件—底层技术”维度与国盾量子形成上下游映射关系，可作为评估公司技术壁垒与产业卡位的重要参考。

腾景科技（688195.SH）

腾景科技专注于精密光学元器件，是量子计算与量子通信系统中关键光学器件的重要供应商，其产品广泛应用于量子密钥分发（QKD）等场景，并已进入国内外头部量子科技企业供应体系。

公司在精密光学设计与制造方面具备较强技术积累，产品具有高精度、高稳定性等特征，能够满足量子信息系统对光路控制与信号质量的严苛要求。近年来，公司量子相关订单保持较快增长，反映出下游量子应用需求逐步释放。

从可比角度看，腾景科技处于量子信息产业链“光学器件层”，其成长性与量子行业景气度高度相关，可用于对标国盾量子在产业早期阶段的需求弹性与成长空间。

光库科技（300620.SZ）

光库科技长期深耕无源光纤器件领域，在光通信器件设计与制造方面具备深厚积累，其部分产品已逐步应用于量子通信相关场景。无源光纤器件作为量子通信网络的重要基础组件，直接影响信号传输质量与系统稳定性。

公司产品性能稳定、可靠性高，在传统光通信领域已形成成熟商业模式。随着量子通信网络建设推进，无源光器件需求有望同步增长，公司有望受益于量子通信基础设施建设带来的增量需求。

从产业链角度看，光库科技代表量子通信系统中的“基础器件层”，与国盾量子在系统集成与应用层形成互补关系，可用于对标公司在产业链不同环节的价值分布及成长路径。

综上，华工科技、腾景科技及光库科技分别代表量子信息产业链中的“核心器件—精密光学—基础光通信器件”三个关键环节。尽管三者与国盾量子在业务形态上存在差异，但在“技术壁垒—产业卡位—成长驱动”维度具有较强映射关系。

相较于传统信息安全公司，上述可比公司更能从产业链视角反映量子信息产业的发展阶段及技术驱动逻辑，因此对国盾量子的估值参考意义更强。需要说明的是，由于量子信息产业仍处早期阶段，上游器件厂商与系统集成厂商在盈利模式及商业化进度上存在差异，相关对标更多基于产业链位置与技术属性进行映射，估值比较需结合产业阶段综合判断。

表 2：可比公司估值（PE）

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
000988.SZ	华工科技	1053.16	104.74	1.46	2.28	2.82	3.36	54.23	47.53	38.51	33.14
300620.SZ	光库科技	465.94	186.99	0.71	1.27	1.73	/	207.4	146.85	108.31	/
688195.SH	腾景科技	371.71	287.37	0.55	0.98	1.46	/	310.67	292.69	196.33	/
平均值								190.77	162.36	114.38	/
688027.SH	国盾量子	562.82	547.17	0.05	0.12	0.38	1.68	10438	4616	1452	327

数据来源：Wind，西南证券整理（股价截至 2026 年 4 月 1 日）

表 3：可比公司估值 (PB)

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	PB (倍)			
				25A	26E	27E	28E
000988.SZ	华工科技	1053.16	104.74	10.35	7.77	6.54	5.72
300620.SZ	光库科技	465.94	186.99	24.2	21.27	19.54	/
688195.SH	腾景科技	371.71	287.37	40.34	33.13	29.14	/
平均值				24.96	20.72	18.41	/
688027.SH	国盾量子	562.82	547.17	17.34	17.28	17.07	16.23

数据来源：Wind，西南证券整理（股价截至 2026 年 4 月 1 日）

从估值方法选择来看，考虑到公司当前仍处于量子信息产业商业化早期阶段，盈利规模较小且波动较大，PE 指标受分母影响显著，短期参考意义有限，因此本报告在估值对比中以 PB 为主要参考指标，并辅以 PE 进行辅助分析。

从 PB 角度来看，公司 2025–2028 年 PB 分别为 17.34 倍、17.28 倍、17.07 倍、16.23 倍，整体维持在较高水平；可比公司中，华工科技 2025–2027 年 PB 分别为 10.35 倍、7.77 倍、6.54 倍，光库科技分别为 24.2 倍、21.27 倍、19.54 倍，腾景科技分别为 40.34 倍、33.13 倍、29.14 倍，行业平均 PB 约为 24.96 倍、20.72 倍、18.41 倍。整体来看，公司 PB 略低于行业平均水平，但显著高于成熟制造类公司（如华工科技），低于高成长光学器件公司（如腾景科技），处于产业链中偏“核心技术平台型”的合理区间。

估值差异主要来源于以下几个方面：

① **产业链位置与价值分布差异**：公司处于量子通信与量子计算系统及平台层，承担系统集成与核心技术整合功能，具备较强“平台型+卡位型”属性；而可比公司主要位于光电子器件及精密光学元组件环节，属于上游制造端，产品标准化程度更高、盈利模式更成熟，因此 PB 分布呈现分化特征。

② **产业阶段差异**：量子信息产业整体仍处于商业化初期，公司业务尚未形成稳定规模盈利，估值更多反映对未来技术落地与行业放量的预期；而可比公司所在光通信产业链已进入相对成熟阶段，估值更多基于现有盈利能力与现金流。

③ **盈利能力与 ROE 差异**：公司当前 ROE 水平较低（2025 年仅 0.17%），主要受高研发投入及新业务培育阶段影响，PB 短期难以通过盈利消化；而可比公司 ROE 普遍处于较高水平，对 PB 形成支撑，因此即使部分公司 PB 更高，其背后仍有盈利能力作为支撑。

从 PE 角度来看，公司 2025–2028 年 PE 分别为 10438 倍、4616 倍、1452 倍、327 倍，显著高于可比公司平均水平（2025–2027 年约 190.77 倍、162.36 倍、114.38 倍）。但需注意，公司当前利润基数较低，PE 受分母效应影响较大，短期呈现放大特征，直接横向对比意义有限，更适用于观察盈利释放趋势而非绝对估值水平。

整体来看，公司当前估值体系更适合从 PB 及产业逻辑角度进行理解：其相对较高的估值水平，本质上反映市场对其在量子信息产业中的技术稀缺性、产业卡位及长期成长空间的前瞻性定价，而非基于当前盈利能力的传统定价逻辑。随着量子计算业务逐步放量、量子通信应用持续落地，公司盈利规模有望逐步提升，估值体系亦有望由“预期驱动”向“业绩驱动”过渡。在产业早期阶段，公司估值锚更接近“技术平台价值”而非“当期盈利能力”，PB 中枢具备一定结构性溢价合理性。

需要说明的是，由于部分可比公司 2025 年年报尚未披露，且当前尚无机构对 2028 年盈利作出一致预测，本次一致盈利预测数据主要覆盖至 2027 年，相关估值对比存在一定局限性，需结合产业阶段与公司个体发展情况综合判断。

投资判断

结合公司基本面与估值表现：

① 量子计算业务放量驱动业绩拐点，公司进入兑现初期

2025 年公司量子计算业务实现收入快速增长，成为带动全年收入增长的核心驱动力，并推动公司实现归母净利润扭亏为盈。报告期内，公司“天行”系列量子计算系统持续推进交付与调试，叠加超量融合计算中心项目进入稳定运行阶段，标志着公司在量子计算整机、核心器件及平台服务等环节的商业化能力开始兑现。量子计算业务由“技术验证”走向“收入确认”，公司业绩拐点已初步确立，进入兑现初期阶段。

② 量子通信应用持续落地，构筑稳定收入基本盘

公司量子通信业务作为收入基本盘，2025 年持续在运营商、电力、金融等重点行业推进应用落地。报告期内，公司深度参与量子安全基础设施建设，量子密话密信等应用平台用户规模持续扩大，反映出量子通信正由试点示范向规模化应用过渡。

随着下游对数据安全与隐私保护需求提升，量子通信应用有望在更多行业场景中加速渗透，为公司提供持续稳定的收入来源。

③ 央企控股强化资源与订单获取能力，推动商业化加速

公司当前由中国电信体系控股，纳入央企量子信息产业布局核心平台。在运营商资源、客户渠道及重大项目获取方面具备更强协同优势，有望推动量子通信与量子计算业务在 DICT 体系中的融合落地。央企背景有助于公司获取量子安全基础设施及行业项目订单，加速技术成果向商业化收入转化。

整体来看，公司正由前期高研发投入阶段迈入业绩兑现初期阶段。从 PE 指标来看，公司当前估值水平较高，主要源于利润基数较低及盈利尚处释放初期阶段，分母效应导致 PE 呈现放大特征。考虑到公司仍处量子信息产业商业化早期，盈利波动较大，PE 指标短期参考意义有限，更适用于观察盈利释放趋势而非进行横向估值比较。量子计算业务放量带动业绩实现扭亏，叠加量子通信场景持续落地及央企资源协同强化，公司产业逻辑开始兑现但仍处早期阶段。

当前公司业绩弹性初步体现，但盈利能力仍受高研发投入制约，后续需持续跟踪订单获取与收入确认节奏，以验证商业化路径的持续性。审慎起见，首次覆盖给予“持有”评级。

3 风险提示

1) 商业化进展不及预期风险：量子计算及量子通信仍处早期阶段，若应用落地及需求释放不及预期，将影响收入与盈利兑现节奏。

2) 订单及验收节奏波动风险：公司收入以项目制为主，若项目获取或验收进度不及预期，业绩可能出现阶段性波动。

3) 高研发投入压制利润风险：公司持续高强度研发投入，短期或对盈利能力形成持续压力。

4) 技术路线及行业不确定性风险：量子信息产业技术路径尚未完全收敛，行业竞争加剧可能影响公司技术优势。

5) 政策及下游需求波动风险：公司客户以政企及科研机构为主，若政策推进或下游投资节奏变化，可能影响订单获取。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	310.46	538.10	990.80	1928.67	净利润	5.43	12.36	39.42	176.13
营业成本	150.77	215.01	383.33	718.35	折旧与摊销	52.35	66.08	66.92	68.01
营业税金及附加	2.34	5.41	9.72	18.46	财务费用	-21.38	-14.71	-15.20	-18.29
销售费用	30.87	77.01	134.02	250.43	资产减值损失	-1.02	-1.10	3.00	5.00
管理费用	88.99	221.64	377.95	711.70	经营营运资本变动	-54.18	-339.41	-488.05	-1089.85
研发费用	118.71	35.00	87.00	102.00	其他	7.91	68.78	82.58	210.06
财务费用	-21.38	-14.71	-15.20	-18.29	经营活动现金流净额	-10.90	-208.01	-311.34	-648.94
资产减值损失	-1.02	-1.10	3.00	5.00	资本支出	-44.14	-22.74	-46.65	-45.16
投资收益	19.59	9.49	14.54	12.02	其他	-1721.35	296.07	-55.59	45.96
公允价值变动损益	1.56	2.17	2.08	2.02	投资活动现金流净额	-1765.49	273.33	-102.24	0.80
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	4.95	11.92	38.22	170.43	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.28	0.06	-0.13	-0.13	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	5.23	11.97	38.09	170.31	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.20	-0.39	-1.33	-5.82	其他	0.87	12.68	15.09	21.10
净利润	5.43	12.36	39.42	176.13	筹资活动现金流净额	0.87	12.68	15.09	21.10
少数股东损益	0.04	0.17	0.66	3.77	现金流量净额	-1775.51	78.01	-398.49	-627.05
归属母公司股东净利润	5.39	12.19	38.76	172.35					
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1433.84	1511.85	1113.36	486.31	成长能力				
应收和预付款项	182.34	349.03	608.78	1190.39	销售收入增长率	22.53%	73.32%	84.13%	94.66%
存货	281.89	409.09	732.94	1381.40	营业利润增长率	115.41%	140.82%	220.73%	345.97%
其他流动资产	1133.28	894.12	1002.39	1038.65	净利润增长率	116.46%	127.78%	218.77%	346.84%
长期股权投资	34.69	34.69	34.69	34.69	EBITDA 增长率	463.05%	76.19%	42.11%	144.80%
投资性房地产	40.59	35.18	37.74	38.81	获利能力				
固定资产和在建工程	310.40	387.71	464.18	539.55	毛利率	51.44%	60.04%	61.31%	62.75%
无形资产和开发支出	147.82	104.71	61.60	18.49	三费率	31.72%	52.77%	50.14%	48.94%
其他非流动资产	61.51	39.34	26.63	20.73	净利率	1.75%	2.30%	3.98%	9.13%
资产总计	3626.37	3688.47	3951.69	4563.58	ROE	0.17%	0.38%	1.19%	5.06%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.15%	0.33%	0.97%	3.71%
应付和预收款项	166.31	251.40	445.05	833.43	ROIC	-3.09%	-0.38%	2.06%	8.37%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.57%	11.76%	9.08%	11.42%
其他负债	207.85	171.82	202.42	249.72	营运能力				
负债合计	374.15	423.22	647.47	1083.16	总资产周转率	0.09	0.15	0.25	0.44
股本	102.86	102.86	102.86	102.86	固定资产周转率	1.76	3.19	6.20	12.52
资本公积	3097.39	3097.39	3097.39	3097.39	应收账款周转率	1.50	1.63	1.63	1.70
留存收益	48.02	60.21	98.97	271.33	存货周转率	0.59	0.61	0.66	0.67
归属母公司股东权益	3245.13	3258.00	3296.31	3468.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	1.13	—	—	—
少数股东权益	7.08	7.25	7.91	11.68	资本结构				
股东权益合计	3252.21	3265.25	3304.22	3480.42	资产负债率	0.10	0.11	0.16	0.23
负债和股东权益合计	3626.37	3688.47	3951.69	4563.58	带息债务/总负债	0.00	0.00	0.00	0.00
					流动比率	12.11	10.48	6.57	4.27
					速动比率	10.99	9.12	5.18	2.83
					股利支付率	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	35.92	63.28	89.93	220.16	每股收益	0.05	0.12	0.38	1.68
PE	10438.32	4615.77	1452.10	326.55	每股净资产	31.55	31.67	32.05	33.72
PB	17.34	17.28	17.07	16.23	每股经营现金	-0.11	-2.02	-3.03	-6.31
PS	181.29	104.60	56.81	29.18	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	1491.36	849.73	601.51	248.70					
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
