



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026 年 04 月 04 日

基础数据

04 月 03 日收盘价（元）	65.60
总市值（亿元）	137.00
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

【兴证军工】国科军工 2025 年中报点评：扣除股份支付后业绩稳增，动力模块现有产能优化-2025.09.11

分析师：石康

S1220517040001
shikang@xyzq.com.cn

分析师：李博彦

S0190519080005
liboyan@xyzq.com.cn

研究助理：张博宇

zhangboyu@xyzq.com.cn

国科军工(688543.SH)

军贸业务取得历史性突破，动力模块扩产持续进行

投资要点：

- 公司发布 2025 年年度报告，归母净利润持续稳健增长。2025 年，公司实现营业收入 14.10 亿元，同比增长 17.09%；归母净利润 2.47 亿元，同比增长 24.09%；扣非归母净利润 2.26 亿元，同比增长 24.42%；基本每股收益 1.18 元，同比增长 3.51%。2021-2025 年公司营收复合增长率 20.34%，归母净利润复合增长率 34.46%。
- 分产品看，2025 年，公司军用产品实现营收 13.52 亿元，同比增长 15.83%；公司民用产品实现营收 4172.13 万元，同比增长 45.23%；受托研制业务营收 1308.49 万元，同比增长 177.89%。
- 分销售地区看，2025 年，公司内销实现销售收入 11.09 亿元，同比减少 3.49%；公司外销实现销售收入 3.02 亿元，同比增加 484.38%。
- 分子公司看，2025 年，先锋公司（弹药装备）实现营收 4.83 亿元，同比增长 41.17%；九江国科（弹药装备）实现营收 2.96 亿元，同比增长 1.61%；星火军工（引信及智能控制装备）实现营收 1.21 亿元，同比增长 253.63%；新明机械（引信及智能控制装备、导弹安全与控制模块）实现营收 1.40 亿元，同比下降 37.45%；航天经纬（固体发动机动力模块）实现营收 4.55 亿元，同比增长 20.85%。
- 航天经纬扩能持续进行。2025 年公司大力推进经纬公司产能提升工作，年内实现提升 30%生产能力，为后续订单履约提供有力保障。按照“整体筹划、分步实施”原则，动力模块扩能项目已通过行业主管部门核准，正稳步推进实施，项目建成后将进一步提升装药工艺自动化、智能化水平，实现推进剂装药智能制造。
- 军贸业务取得历史性突破。公司导弹（火箭）固体发动机动力模块的军贸订单创历史新高，全资子公司江西航天经纬化工有限公司与某军工单位签订某型军贸产品发动机装药年度订货合同，合同金额为 4.66 亿元（含税）。
- 我们根据最新财报给出盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 3.50/4.60/5.68 亿元，EPS 分别为 1.68/2.20/2.72 元，对应 4 月 3 日收盘价 PE 为 39.1/29.8/24.1 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：特种订单不及预期；产能扩张不及预期；上游原材料供给延后的风险。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	1410	1911	2558	3095
同比增长	17.1%	35.5%	33.9%	21.0%
归母净利润（百万元）	247	350	460	568
同比增长	24.1%	42.1%	31.3%	23.5%
ROE	10.2%	14.0%	17.6%	20.7%
每股收益（元）	1.18	1.68	2.20	2.72
市盈率	55.6	39.1	29.8	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 年年度报告：2025 年，公司实现营业收入 14.10 亿元，同比增长 17.09%；归母净利润 2.47 亿元，同比增长 24.09%；扣非归母净利润 2.26 亿元，同比增长 24.42%；基本每股收益 1.18 元，同比增长 3.51%。2021-2025 年公司营收复合增长率 20.34%，归母净利润复合增长率 34.46%。

2025 年利润分配方案：公司拟向全体股东按每 10 股派发现金股利 9 元（含税），同时进行资本公积金转增股本，向全体股东每 10 股转增 2 股。截至公司 2025 年年报披露日，公司总股本 2.09 亿股，以此计算合计派发现金红利 1.88 亿元（含税），占 2025 年度合并报表归属于上市公司股东净利润的 76.22%；转增 4176.84 万股，本次转增完成后，公司总股本 2.51 亿股。

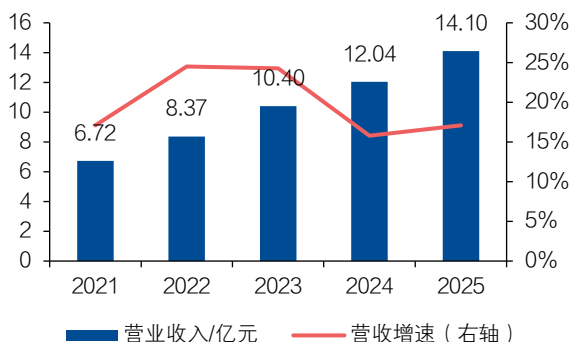
点评

● 归母净利润持续稳健增长

2025 年，公司实现营业收入 14.10 亿元，同比增长 17.09%；归母净利润 2.47 亿元，同比增长 24.09%；扣非归母净利润 2.26 亿元，同比增长 24.42%；基本每股收益 1.18 元，同比增长 3.51%。2021-2025 年公司营收复合增长率 20.34%，归母净利润复合增长率 34.46%。

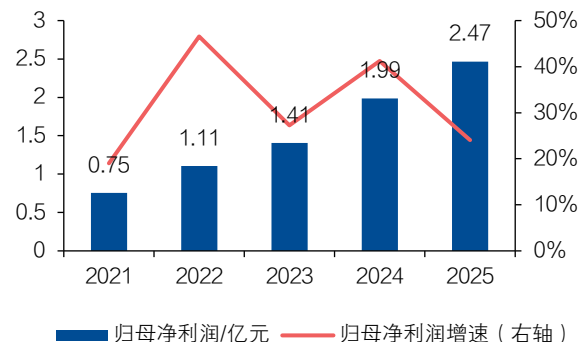
分季度看，公司 2025 年四个季度分别实现营业收入 1.25 亿元（同比减少 32.11%，下同）、2.93 亿元（同比减少 1.86%）、3.58 亿元（同比增长 26.89%）、6.35 亿元（同比增长 44.14%，环比增长 77.39%）；实现归母净利润 0.29 亿元（同比减少 12.96%）、0.48 亿元（同比增长 3.72%）、0.66 亿元（同比减少 5.39%）、1.04 亿元（同比增长 109.43%，环比增长 57.38%）。

图1、2021-2025 年营收及增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2021-2025 年归母净利润及增速



数据来源：公司公告，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（亿元）

年份	季度	营收（亿元）	单季度/全年营收（%）	归母净利润（亿元）	单季度/全年归母净利润（%）
2023	Q1	1.46	14.00%	0.09	6.71%
	Q2	2.54	24.43%	0.34	24.04%
	Q3	2.78	26.74%	0.49	35.06%
	Q4	3.62	34.84%	0.48	34.19%
2024	Q1	1.83	15.23%	0.33	16.59%
	Q2	2.98	24.78%	0.47	23.49%
	Q3	2.82	23.42%	0.70	35.02%
	Q4	4.40	36.57%	0.49	24.90%
2025	Q1	1.25	8.83%	0.29	11.64%
	Q2	2.93	20.77%	0.48	19.64%
	Q3	3.58	25.38%	0.66	26.70%
	Q4	6.35	45.02%	1.04	42.03%

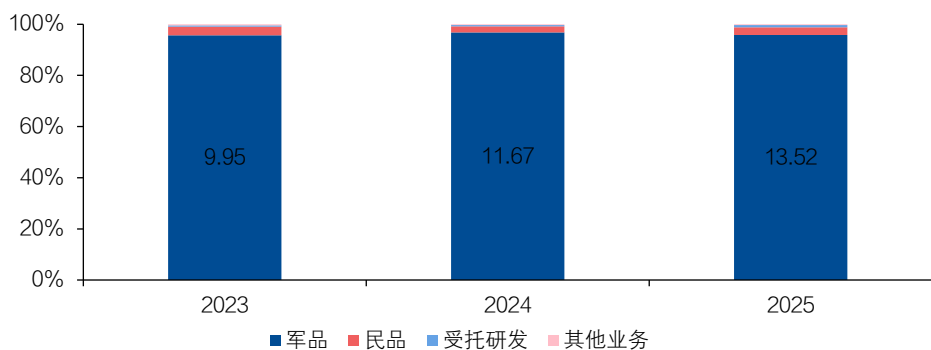
数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 军用产品及外贸产品营收同比增长

分产品看，2025年，公司军用产品实现营收13.52亿元，同比增长15.83%；公司民用产品实现营收4172.13万元，同比增长45.23%；受托研制业务营收1308.49万元，同比增长177.89%。

分销售地区看，2025年，公司内销实现销售收入11.09亿元，同比减少3.49%；公司外销实现销售收入3.02亿元，同比增加484.38%。

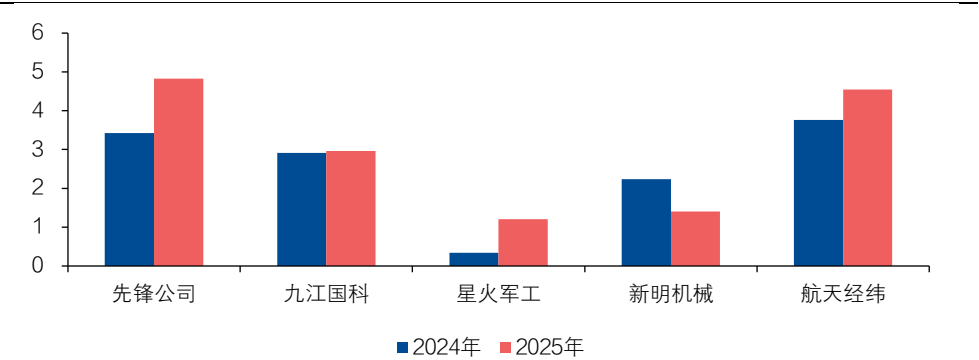
图3、2023-2025年公司分业务营收（亿元）及占比



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

分子公司看，2025年，先锋公司（弹药装备）实现营收4.83亿元，同比增长41.17%；九江国科（弹药装备）实现营收2.96亿元，同比增长1.61%；星火军工（引信及智能控制装备）实现营收1.21亿元，同比增长253.63%；新明机械（引信及智能控制装备、导弹安全与控制模块）实现营收1.40亿元，同比下降37.45%；航天经纬（固体发动机动力模块）实现营收4.55亿元，同比增长20.85%。

图4、2024、2025 年公司子公司营收（亿元）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 动力模块扩产持续进行

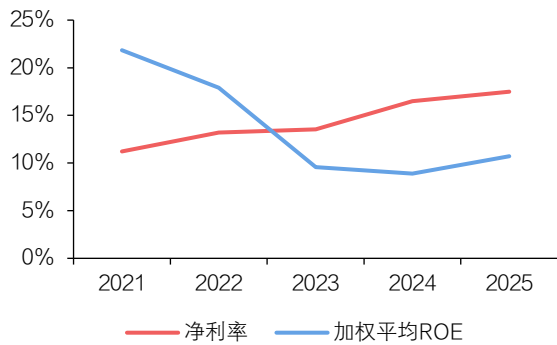
航天经纬扩能持续进行。2025 年公司大力推进经纬公司产能提升工作，年内实现提升 30% 生产能力，为后续订单履约提供有力保障。按照“整体筹划、分步实施”原则，动力模块扩能项目已通过行业主管部门核准，正稳步推进实施，项目建成后将进一步提升装药工艺自动化、智能化水平，实现推进剂装药智能制造。

军贸业务取得历史性突破。公司导弹（火箭）固体发动机动力模块的军贸订单创历史新高，全资子公司江西航天经纬化工有限公司与某军工单位签订某型军贸产品发动机装药年度订货合同，合同金额为 4.66 亿元（含税）。

● 持续加大研发投入

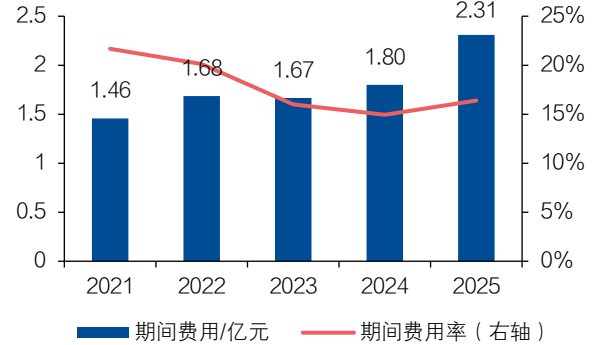
2025 年，公司期间费用合计 2.31 亿元，同比增长 28.35%，期间费用率为 16.38%，同比增加 1.44pct。其中，销售费用 0.21 亿元，同比增长 9.91%，销售费用率为 1.49%，同比减少 0.10pct；管理费用 1.04 亿元，同比增长 18.27%，管理费用率为 7.37%，同比增加 0.07pct；财务费用-0.12 亿元，去年同期为-0.18 亿元，财务费用率为-0.88%，同比增加 0.63pct；研发费用 1.18 亿元，同比增长 29.93%，研发费用率为 8.40%，同比增加 0.83pct。

图5、公司归母净利润率及加权平均 ROE



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司期间费用及期间费用率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

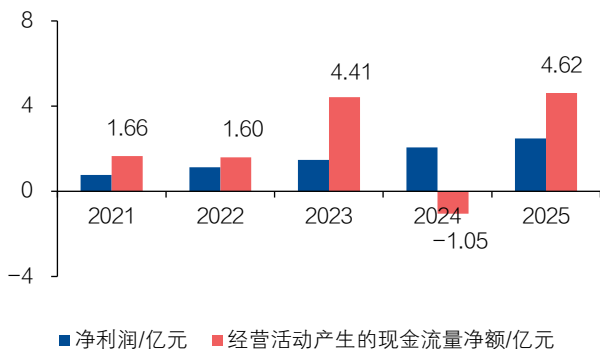
● 公司全年经营回款超过收入

2025 年，公司经营活动产生的现金流量净额 4.62 亿元，去年同期为-1.05 亿元；投资活动产生的现金流量净额-0.52 亿元，去年同期为-1.53 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-2.19 亿元，去年同期为-2.46 亿元。

截至 2025 年末，公司应收账款和应收票据合计 5.09 亿元，较年初增长 102.80%；其中，应收账款 4.00 亿元，较年初增长 103.62%，应收票据 1.09 亿元，较年初增长 99.82%；应收账款周转率 2.95 次，同比减少 0.25 次。

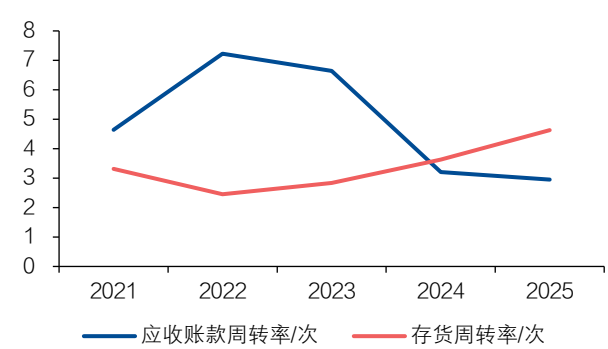
截至 2025 年末，公司存货 2.01 亿元，较年初减少 13.53%，存货周转率 4.63 次，同比增加 1.00 次。

图7、2021-2025 年公司净利润及经营活动产生的现金流量净额



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2021-2025 年公司应收账款及存货周转率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 利润分配方案

公司拟向全体股东按每 10 股派发现金股利 9 元（含税），同时进行资本公积金转增股本，向全体股东每 10 股转增 2 股。截至公司 2025 年年报披露日，公司总股本 2.09 亿股，以此计算合计派发现金红利 1.88 亿元（含税），占 2025 年度合并

报表归属于上市公司股东净利润的 76.22%；转增 4176.84 万股，本次转增完成后，公司总股本 2.51 亿股。

- 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 2026-2028 年归母净利润分别为 3.50/4.60/5.68 亿元，EPS 分别为 1.68/2.20/2.72 元，对应 4 月 3 日收盘价 PE 为 39.1/29.8/24.1 倍，维持“增持”评级。

- 风险提示

特种订单不及预期；产能扩张不及预期；上游原材料供给延后的风险。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2322	2464	2853	3235
货币资金	1518	1485	1627	1920
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	509	637	803	825
预付款项	2	2	3	4
存货	201	238	292	351
其他	92	101	127	135
非流动资产	994	1224	1312	1388
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	756	823	859	892
在建工程	19	186	243	292
无形资产	143	138	133	128
商誉	1	1	1	1
其他	75	76	76	74
资产总计	3316	3687	4165	4622
流动负债	852	1135	1496	1811
短期借款	0	10	20	30
应付票据及应付账款	684	931	1234	1485
其他	168	194	242	296
非流动负债	34	36	38	40
长期借款	0	0	0	0
其他	34	36	38	40
负债合计	886	1171	1534	1851
股本	209	209	209	209
未分配利润	538	569	609	659
少数股东权益	15	19	23	29
股东权益合计	2430	2517	2631	2771
负债及权益合计	3316	3687	4165	4622

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	247	350	460	568
折旧和摊销	64	73	84	96
营运资金的变动	167	95	103	214
经营活动产生现金流量	462	513	653	884
资本支出	-83	-293	-174	-172
长期投资	30	0	0	0
投资活动产生现金流量	-52	-291	-171	-169
债权融资	-60	12	12	12
股权融资	6	0	0	0
融资活动产生现金流量	-219	-255	-339	-422
现金净变动	192	-33	143	293

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1410	1911	2558	3095
营业成本	934	1242	1646	1980
税金及附加	8	10	11	12
销售费用	21	29	38	46
管理费用	104	134	177	214
研发费用	118	143	192	232
财务费用	-12	-11	-13	-15
投资收益	2	2	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	12	0	0	0
资产减值损失	-6	-3	-2	-2
营业利润	259	373	517	632
营业外收支	13	10	-1	0
利润总额	272	383	516	632
所得税	24	29	51	58
净利润	248	354	465	574
少数股东损益	2	4	5	6
归属母公司净利润	247	350	460	568
EPS(元)	1.18	1.68	2.20	2.72

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	17.1%	35.5%	33.9%	21.0%
营业利润增长率	9.6%	43.8%	38.6%	22.3%
归母净利润增长率	24.1%	42.1%	31.3%	23.5%
盈利能力				
归母净利率	17.5%	18.3%	18.0%	18.4%
ROE	10.2%	14.0%	17.6%	20.7%
偿债能力				
资产负债率	26.7%	31.8%	36.8%	40.0%
流动比率	2.73	2.17	1.91	1.79
速动比率	2.38	1.87	1.63	1.52
营运能力				
资产周转率	43.6%	54.6%	65.2%	70.4%
每股资料(元)				
每股收益	1.18	1.68	2.20	2.72
每股经营现金	2.21	2.46	3.13	4.23
估值比率(倍)				
PE	55.6	39.1	29.8	24.1
PB	5.7	5.5	5.3	5.0

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

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.xyzq.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，并应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、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外大街甲 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@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn