

国科军工 (688543.SH)

业绩稳健增长，军贸放量驱动成长

公司发布 2025 年年度报告，2025 年实现营业收入 14.10 亿元，同比增加 17.09%；归属母公司净利润为 2.47 亿元，同比上升 24.09%；扣除非经常性损益的净利润 2.26 亿元，同比上升 24.42%。

□ 营收延续较快增长，军贸放量成为核心增量。2025 年公司实现营业收入 14.10 亿元，同比增长 17.09%，整体延续稳健增长态势。分业务看，弹药装备板块作为传统优势业务保持稳定增长，而导弹（火箭）固体发动机动力模块军贸业务实现突破性放量，成为全年收入增长的重要拉动项。公司内销营业收入为 11.09 亿元，同比下降 3.49%，整体保持稳定；外销实现收入 3.02 亿元，同比大幅增长 484.38%，拉动公司营收增长。报告期内，公司全资子公司签订某军贸产品发动机装药年度订货合同，合同金额达 4.66 亿元，创近年来单项合同额新高，显示公司在军贸市场的产品竞争力与客户认可度持续提升。伴随国内需求持续释放、军贸市场加速拓展，以及动力模块扩能项目稳步推进，公司收入端的成长支撑进一步增强。

□ 业绩弹性持续释放，研发投入夯实中长期竞争优势。2025 年公司实现归母净利润 2.47 亿元，同比增长 24.09%；实现扣非归母净利润 2.26 亿元，同比增长 24.42%，利润增速快于收入增速，反映出公司在业务扩张的同时经营质效同步提升。尽管主营业务毛利率同比小幅下降 0.64pct 至 33.78%，但公司通过优化工艺流程、推进精益管理、提升生产组织效率，有效对冲部分盈利压力，整体利润表现依然稳健。与此同时，公司坚持创新驱动发展战略，全年研发投入 1.18 亿元，同比增长 29.93%，研发投入占营业收入比例提升至 8.40%，并实现新增中标项目 23 项、科研转批产项目 18 项，为后续产品迭代、订单转化与业绩增长储备了充足动能。整体来看，公司当前已形成“利润释放+研发加码”并行的良性格局，中长期成长逻辑进一步夯实。

□ 现金流显著改善，经营质量持续提升。2025 年公司经营活动产生现金流量净额为 4.62 亿元，较上年同期的-1.05 亿元大幅改善，主要受益于业务增长带来的贷款回笼良好，以及上年部分未结算货款在本期顺利收回，体现出公司在订单执行、回款管理和客户合作稳定性方面具备较强优势。存货方面，期末存货余额约 2.01 亿元，与期初基本持平，但在收入实现增长的背景下库存水平保持稳定，反映出公司在生产组织、交付节奏及库存管控方面表现较优，营运效率呈现改善趋势。整体来看，公司经营质量持续提升，良好的现金创造能力有望为后续扩产建设、研发投入及业务拓展提供坚实支撑。

□ 深耕主业构筑壁垒，军贸突破与智能化布局共同打开成长空间。战略层面，公司一方面持续巩固在导弹（火箭）固体发动机动力模块与弹药装备领域的核心竞争优势，推动业务由核心部件配套向更高层级延伸；另一方面，围绕新城新质方向加快布局，在无人机载、反无人机制导弹药、智能化弹药及引信等方向取得积极进展，持续提升未来装备体系中的卡位能力。市场层面，公司坚持“国内国际双轮驱动”战略，军贸业务由前期培育逐步进入成果兑现阶段，4.66 亿元军贸装药合同的落地也验证了国际市场拓展成效。与此同时，动力模块扩能项目、航天动力建设等重点工程持续推进，将进一步提升公司

强烈推荐（维持）

中游制造/军工

目标估值：NA

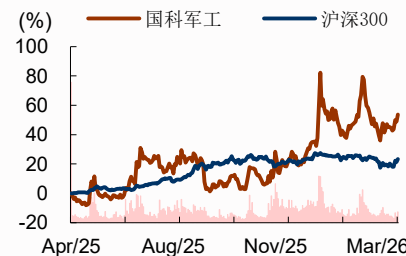
当前股价：70.69 元

基础数据

总股本（百万股）	209
已上市流通股（百万股）	116
总市值（十亿元）	14.8
流通市值（十亿元）	8.2
每股净资产（MRQ）	11.6
ROE（TTM）	10.2
资产负债率	26.7%
主要股东	江西省军工控股集团有限公司
主要股东持股比例	34.13%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	37	60
相对表现	-3	37	35



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《国科军工（688543）—业绩短期承压，积极拓展新市场》2025-09-11
- 《国科军工（688543）—业绩符合预期，发动机动力业务快速增长》2025-04-08
- 《国科军工（688543）—业绩符合预期，持续加大固体发动机动力模块投入》2024-10-28

王超 S1090514080007

wangchao18@cmschina.com.cn

廖世刚 S1090524090003

liaoshigang@cmschina.com.cn

产能保障能力和智能制造水平。总体而言，公司正处于传统优势业务稳步增长、军贸订单加速兑现、新技术方向逐步突破的阶段，未来成长空间有望进一步打开。

□ **维持“强烈推荐”投资评级：**考虑到军贸市场的成长性，我们上调了公司 2026-2027 年的盈利预测，我们预测 2026-2028 年公司归母净利润分别为 3.69 亿元、4.40 亿元、5.29 亿元，对应 PE 分别为 40.0X、33.5X、27.9X，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：**新产品研发风险、军品订单下降风险、军品定价模式风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1204	1410	1696	2090	2616
同比增长	16%	17%	20%	23%	25%
营业利润(百万元)	237	259	394	473	571
同比增长	42%	10%	52%	20%	21%
归母净利润(百万元)	199	247	369	440	529
同比增长	41%	24%	50%	19%	20%
每股收益(元)	0.95	1.18	1.77	2.11	2.53
PE	74.3	59.9	40.0	33.5	27.9
PB	6.5	6.1	5.7	5.0	4.4

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	2222	2322	2613	3120	3767
现金	1323	1518	1653	1939	2288
交易性投资	30	0	0	0	0
应收票据	49	109	131	161	202
应收款项	556	400	481	593	743
其它应收款	5	3	3	4	5
存货	203	201	235	287	360
其他	56	91	110	135	169
非流动资产	938	994	1005	1016	1027
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	727	756	782	806	828
无形资产商誉	147	144	130	117	105
其他	63	94	94	93	93
资产总计	3159	3316	3618	4136	4793
流动负债	816	852	971	1156	1413
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	641	684	799	978	1225
预收账款	20	17	20	24	30
其他	156	152	152	154	158
长期负债	45	34	34	34	34
长期借款	20	0	0	0	0
其他	25	34	34	34	34
负债合计	861	886	1005	1190	1447
股本	176	209	209	209	209
资本公积金	1569	1578	1578	1578	1578
留存收益	535	628	809	1138	1535
少数股东权益	19	15	18	21	25
归属于母公司所有者权益	2279	2414	2595	2925	3322
负债及权益合计	3159	3316	3618	4136	4793

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(105)	462	382	454	535
净利润	207	248	372	443	533
折旧摊销	53	62	75	76	76
财务费用	3	1	(13)	(14)	(17)
投资收益	(2)	(2)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	(362)	161	(36)	(35)	(41)
其它	(4)	(9)	0	0	0
投资活动现金流	(153)	(52)	(71)	(71)	(71)
资本支出	(142)	(85)	(87)	(87)	(87)
其他投资	(11)	34	16	16	16
筹资活动现金流	(246)	(219)	(176)	(96)	(115)
借款变动	(72)	(124)	(1)	0	0
普通股增加	29	33	0	0	0
资本公积增加	(102)	9	0	0	0
股利分配	(117)	(158)	(188)	(111)	(132)
其他	17	21	13	14	17
现金净增加额	(504)	192	135	286	349

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1204	1410	1696	2090	2616
营业成本	790	934	1091	1336	1673
营业税金及附加	5	8	10	12	15
营业费用	19	21	25	31	39
管理费用	88	104	108	133	167
研发费用	91	118	126	155	194
财务费用	(18)	(12)	(13)	(14)	(17)
资产减值损失	(4)	6	30	20	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	9	14	14	14	14
投资收益	2	2	2	2	2
营业利润	237	259	394	473	571
营业外收入	2	14	14	14	14
营业外支出	4	0	0	0	0
利润总额	235	272	408	486	584
所得税	28	24	36	43	52
少数股东损益	8	2	3	3	4
归属于母公司净利润	199	247	369	440	529

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	16%	17%	20%	23%	25%
营业利润	42%	10%	52%	20%	21%
归母净利润	41%	24%	50%	19%	20%
获利能力					
毛利率	34.4%	33.8%	35.6%	36.1%	36.0%
净利率	16.5%	17.5%	21.8%	21.1%	20.2%
ROE	8.7%	10.5%	14.7%	15.9%	16.9%
ROIC	8.1%	9.4%	13.8%	15.0%	16.1%
偿债能力					
资产负债率	27.3%	26.7%	27.8%	28.8%	30.2%
净负债比率	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
速动比率	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
存货周转率	3.6	4.6	5.0	5.1	5.2
应收账款周转率	2.8	2.5	3.0	3.1	3.1
应付账款周转率	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5
每股资料(元)					
EPS	0.95	1.18	1.77	2.11	2.53
每股经营净现金	-0.50	2.21	1.83	2.17	2.56
每股净资产	10.91	11.56	12.43	14.01	15.90
每股股利	0.76	0.90	0.53	0.63	0.76
估值比率					
PE	74.3	59.9	40.0	33.5	27.9
PB	6.5	6.1	5.7	5.0	4.4
EV/EBITDA	51.1	44.8	29.9	25.6	21.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。