

2026年04月09日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

国科军工 (688543)

公司 2025 年外销产品收入同比增长 484%，军贸放量与扩产落地共振提升业绩表现

报告摘要

◆ **事件：**公司 3 月 31 日公告，2025 年公司实现营收（14.10 亿元，+17.09%），归母净利润（2.47 亿元，+24.09%），扣非归母净利润（2.26 亿元，+24.42%），毛利率（33.78%，-0.63pcts），净利率（17.61%，+0.47pcts）。

◆ **公司聚焦导弹（火箭）固体发动机动力与控制产品和弹药装备两大方向，是国内少数从事导弹（火箭）固体发动机动力模块科研生产的企业之一，也是国内重要的弹药装备研制生产企业之一，在小口径防空反导弹药等细分领域具备国内先进水平，技术壁垒较高；同时，公司将成熟军品技术投入民品，开展炮射防雹增雨弹业务。**

◆ **公司探索培育产品延伸业务，业绩稳健增长，Q4 业绩增长显著；外销产品收入大幅增长**

公司 2025 年报告期营业收入（14.10 亿元，+17.09%）和归母净利润（2.47 亿元，+24.09%）持续增长，其中 2025 年第四季度营收（6.35 亿元，+44.14%）和归母净利润（1.04 亿元，+109.43%）增长显著，显示订单交付节奏与盈利能力在四季度明显抬升。分地区来看，内销营收（11.09 亿元，-3.49%），毛利率（31.70%，-1.30pcts）内销保持稳定；外销营收（3.02 亿元，+484.38%）增长显著，体现公司军贸订单实现突破，成功拓展至参与国际军贸市场竞争，打开更广阔的成长空间；毛利率（41.45%，-21.95pcts）下降，或系通过国家授权军贸公司、随总体单位配套出口的低毛利军贸业务大幅增长的结构性因素所致。

◆ **经营性现金流显著提升，进一步拓展客户网络，持续扩大市场覆盖面**从经营端来看，公司经营活动现金流量净额（4.62 亿元，上年同期-1.05 亿元）显著改善，主要系业务增长且对应货款回笼情况较好；公司期间费用（2.31 亿元，+28.35%）增长明显，期间费用率（16.38%，+1.44pcts）有所增长，其中研发费用（1.18 亿元，+29.93%），研发费用率（8.40%，

投资评级

买入

维持评级

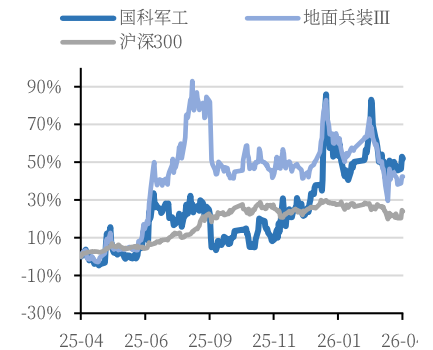
2026年04月09日

收盘价(元): 68.44

公司基本数据

总股本(百万股)	208.84
总市值(百万)	14,293.15
流通股本(百万股)	115.96
流通市值(百万)	7,936.44
12月最高/最低价(元)	87.10/43.52
资产负债率(%)	26.72
每股净资产(元)	11.56
市盈率(TTM)	57.96
市净率(PB)	5.92
净资产收益率(%)	10.21

股价走势图



作者

王菁菁 分析师
SAC 执业证书: S0640518090001
联系电话: 010-59219570
邮箱: wangjj@avicsec.com

梁晨 分析师
SAC 执业证书: S0640519080001
联系电话: 010-59562536
邮箱: liangc@avicsec.com

张超 分析师
SAC 执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

1

+0.83pcts)，主要系公司持续加大研发投入，重点聚焦武器系统、新一代智能弹药及引信、无人作战平台、新一代导弹（火箭）先进动力模块与控制产品等领域，构建起多层次、宽领域的技术研发体系，在报告期内实现多项技术进展，并形成应用推广，提升公司核心竞争力，延伸产业链，拓展业务。

◆公司巩固原有合作，拓宽客户范围，航天经纬公司军贸业务实现历史性突破；与高校共同设立公司，助力公司主业发展，加快产能建设与产业链布局，稀缺性壁垒持续强化

2025年，公司各业务板块收入及毛利率情况如下：

(1) 军用产品：2025年实现营收（13.52亿元，+15.83%），营收占比（95.85%，-1.04pcts），毛利率（33.89%，-0.61pcts）；军贸业务实现历史性突破，经纬公司签署4.66亿元某军贸产品发动机装药合同，合同履行期限至2026年12月25日，意味着其对2026年收入和利润确认具有较强确定性。公司推进动力模块扩能项目、航天动力建设等重点工程，经纬公司实现30%生产能力提升，为后续订单履约提供有力保障。

图表：国科军工军品子公司2025年业绩情况（单位：亿元）

公司名称	公司类型	主要业务	营业收入	净利润
先锋公司	子公司	弹药装备	4.83(+41.17%)	0.58
九江国科	子公司	弹药装备	2.96(+1.61%)	0.46
星火军工	子公司	引信及智能控制装备	1.21 (+253.63%)	0.18
新明机械	子公司	引信及智能控制装备、导弹安全与控制模块	1.4 (-37.45%)	0.13
航天经纬	子公司	固体发动机动力模块	4.55 (+20.85%)	1.31

资料来源：公司公告、中航证券研究所整理

同时，基于战略规划和经营发展需要，公司与南京理工大学资产经营公司等发起设立江苏聚能防务科技有限公司，公司认缴出资比例17%，主要从事新质、新域弹药产业相关业务，将助力公司主用弹药产业产品发展，有利于培育公司弹药业务新的经济增长点。

整体来看，公司通过军贸业务及智能化装备领域的深化布局，实现行业地位的进一步巩固与提升。

(2) 民用产品：2025年实现营收（0.42亿元，+45.23%），营收占比（2.96%，+0.57pcts），毛利率（25.45%，+2.04pcts）；

(3) 受托研制：2025年实现营收（0.13亿元，+177.89%），营收占比（0.93%，+0.54pcts），毛利率（37.53%，-15.33pcts）。

相关研究报告

2024 年年报及 2025 年一季报点评：聚焦军品主业，发动机动力模块收入快速增长 —2025-05-15

国科军工（688543）2024 年三季报点评：归母净利润快速增长 61%，加大研发和新项目建设力度构筑未来业绩增长点 —2024-11-05

公司点评：营收与净利润保持快速增长，新增多类型项目构筑未来业绩增长点 —2024-04-14

我们认为，公司所处防务赛道在订单修复、军贸扩张、产能提升等多重因素的共同支撑下，将有望迈入需求快速增长的新阶段。公司在导弹（火箭）固体发动机动力模块产品以及弹药装备领域具备长期技术积累和技术优势，同时积极向航天发动机总装领域转型，有助于进一步夯实核心竞争力并进行产业链延伸，增强公司综合实力。此外，在近年来地域冲突中得到广泛应用的导弹、智能弹药等航天防务装备，在国际军贸市场上的关注度也有望持续攀升，公司军贸发展第二曲线逻辑清晰。

◆ 股权激励激发公司长期活力

公司 2024 年向 200 名激励对象授予 360.00 万股限制性股票（占总股本 2.05%），授予价格为 21.13 元/股。报告期内，因实施 2024 年度权益分派，授予价格调整为 16.89 元/股，授予限制性股票数量调整为 431.32 万股。根据股权激励公司层面的业绩考核目标值，以 2023 年扣非归母净利润为基数，2025-2027 年扣非归母净利润年复合增长率均不应低于 15%（分别对应扣非归母净利润值 1.84 亿元、2.12 亿元、2.43 亿元），研发投入强度应分别不低于 7.00%、7.01%、7.02%。2025 年考核目标已完成。我们认为，公司开展股权激励，将有助于提升员工凝聚力、团队稳定性，并有效激发管理团队的积极性，从而提高经营效率、降低代理人成本，对公司经营业绩和内在价值的长期提升带来积极影响。

◆ 投资建议

公司是国内少数从事导弹（火箭）固体发动机动力模块产品的科研生产企业之一，同时在弹药装备领域具备长期技术积累和技术优势。我们的具体观点及投资建议如下：

(1) 公司作为导弹动力模块配套、中小口径弹药重要装备企业，在国内下游导弹需求修复、低成本弹药发展方向明确的预期背景之下，未来业绩有望持续保持快速增长态势；

(2) 在地缘政治事件频发、新型战争形态出现的背景下，公司有望受益于军贸市场的复苏与扩张，市场天花板持续抬升，第二增长曲线逻辑清晰；

(3) 公司持续加大研发投入力度，在研项目聚集主业，同时积极向航天发动机总装下游领域延伸，有利于进一步增强核心竞争力，持续拓展潜在市场空间；

(4) 公司积极开展股权激励、股份回购、现金分红等操作，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益绑定，谋求长远发展，同时提振投资者信心，助力公司市值管理健康发展。

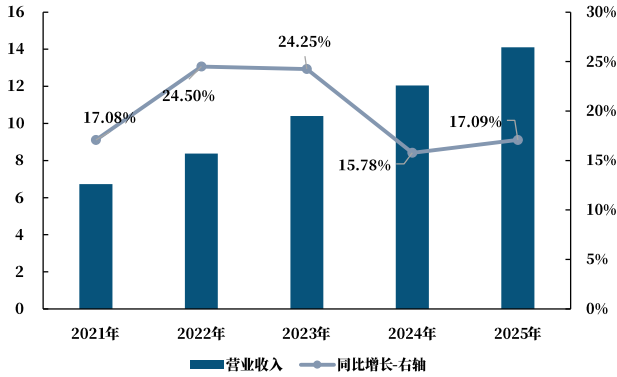
基于以上观点，我们预计公司 2026-2028 年的营业收入分别为 16.99 亿元、20.58 亿元和 25.53 亿元，归母净利润分别为 2.91 亿元、3.50 亿元及 4.35 亿元，EPS 分别为 1.39 元、1.67 元、2.08 元。基于公司所处行业地位以及未来的发展前景，我们维持“买入”评级。

◆ 风险提示

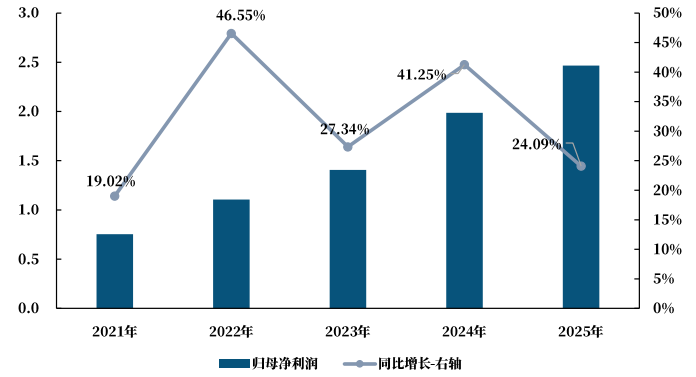
军品交付不及预期、军工客户采购需求存在波动性、军贸业务拓展节奏不及预期、民品市场拓展持续性不及预期。

财务数据与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	1204.44	1410.29	1699.06	2057.88	2552.66
增长率 (%)	15.78	17.09	20.48	21.12	24.04
归母净利润 (百万元)	198.73	246.59	290.86	349.71	434.50
增长率 (%)	41.25	24.09	17.95	20.23	24.24
毛利率 (%)	34.42	33.78	35.58	35.38	35.84
每股收益 (元)	0.95	1.18	1.39	1.67	2.08
市盈率 PE	72.44	58.38	49.49	41.16	33.13
市净率 PB	6.32	5.96	5.65	5.31	4.94
净资产收益率 ROE (%)	8.72	10.21	11.41	12.90	14.92

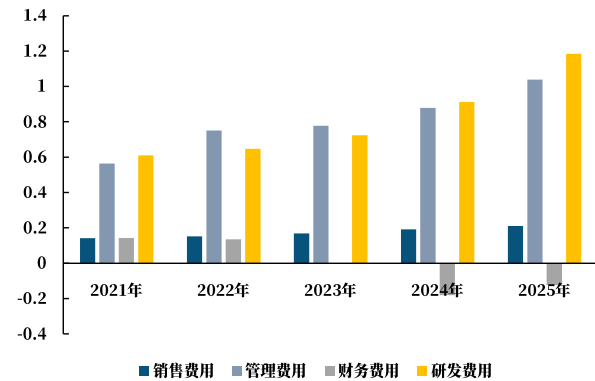
资料来源：iFind、中航证券研究所

● 2021-2025 年公司年报主要财务数据
图1 公司年报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)


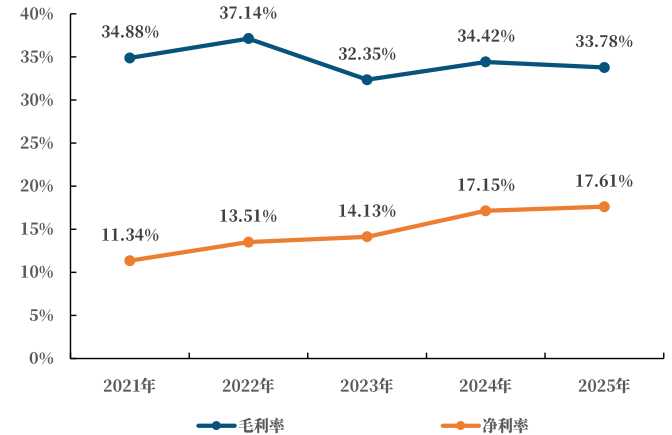
资料来源: iFind, 中航证券研究所

图2 公司年报归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)


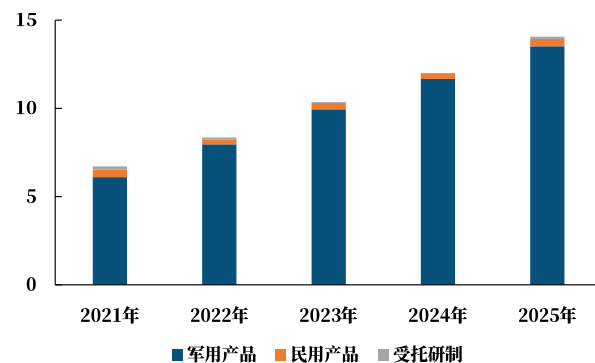
资料来源: iFind, 中航证券研究所

图3 公司年报期间费用情况 (单位: 亿元)


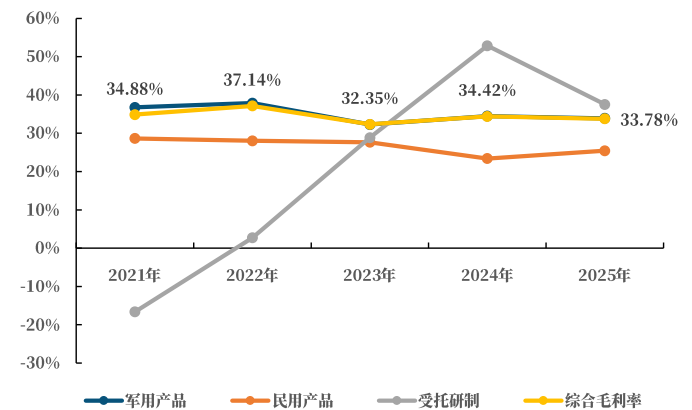
资料来源: iFind, 中航证券研究所

图4 公司年报毛利率与净利率 (单位: %)


资料来源: iFind, 中航证券研究所

图5 公司年报各业务收入情况 (单位: 亿元)


资料来源: iFind, 中航证券研究所

图6 公司年报各业务毛利率情况 (单位: %)


资料来源: iFind, 中航证券研究所

财务报表与财务指标

报表预测							单位:百万元
会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
利润表							
营业收入	1,040.25	1,204.44	1,410.29	1,699.06	2,057.88	2,552.66	
减: 营业成本	703.72	789.91	933.85	1,094.54	1,329.80	1,637.89	
税金及附加	3.97	4.72	8.16	7.66	9.27	11.50	
主营业务利润	332.57	409.81	468.27	596.87	718.81	903.27	
减: 销售费用	16.87	19.14	21.04	26.63	30.87	38.29	
管理费用	77.77	87.84	103.90	122.33	144.05	183.79	
研发费用	72.38	91.17	118.45	127.43	154.34	191.45	
财务费用	-0.44	-18.16	-12.36	-5.39	-5.73	-6.06	
经营性利润	165.98	229.83	237.25	325.86	395.28	495.79	
加: 资产减值损失	-1.07	0.50	-5.74	-2.66	-3.22	-3.99	
信用减值损失	-0.46	-24.24	11.94	-6.85	-8.30	-10.30	
其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	0.03	2.08	1.64	1.25	1.25	1.25	
公允价值变动损益	0.00	0.18	0.01	0.00	0.00	0.00	
资产处置收益	0.01	19.41	0.00	6.48	6.48	6.48	
其他收益	2.54	8.75	14.14	8.48	8.48	8.48	
营业利润	167.03	236.51	259.24	332.55	399.96	497.70	
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
营业外收入	0.40	2.04	13.74	5.39	6.01	6.27	
减: 营业外支出	0.67	4.01	0.50	1.73	1.73	1.73	
利润总额	166.76	234.54	272.48	336.22	404.24	502.25	
减: 所得税	19.81	28.01	24.09	36.60	44.01	54.68	
净利润	146.95	206.53	248.39	299.61	360.23	447.57	
减: 少数股东损益	6.26	7.80	1.80	8.75	10.52	13.07	
归属母公司股东净利润	140.69	198.73	246.59	290.86	349.71	434.50	
资产负债表							
货币资金	1,827.58	1,322.82	1,518.06	1,630.77	1,700.03	1,800.35	
交易性金融资产	0.00	30.18	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收票据	54.47	48.86	108.84	96.34	116.68	144.74	
应收账款	213.96	563.85	459.69	566.22	685.80	850.69	
预付账款	6.25	6.19	2.20	5.69	6.89	8.54	
其他应收款	2.40	4.94	2.83	4.76	5.77	7.16	
存货	232.06	202.77	200.66	209.91	273.25	332.06	
其他流动资产	32.42	41.99	29.82	33.98	41.16	51.05	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产和在建工程	757.36	767.70	786.22	796.69	815.03	830.22	
无形资产和开发支出	93.47	146.84	144.33	173.66	162.15	185.15	
其他非流动资产	27.05	23.01	63.11	43.69	43.50	58.30	
资产总计	3,247.02	3,159.14	3,315.75	3,561.71	3,850.25	4,268.27	
短期借款	10.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付票据	138.17	210.66	240.04	248.89	284.18	314.12	
应付账款	401.11	430.37	443.50	509.78	546.49	673.10	
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
合同负债	185.55	19.54	16.89	25.49	37.04	45.95	
其他应付款	103.31	111.55	141.22	160.26	194.70	239.81	
长期借款	61.32	21.03	2.86	2.29	1.72	1.14	
其他负债	67.04	68.01	41.57	42.17	41.16	35.31	
负债合计	966.51	861.16	886.08	988.88	1,105.29	1,309.43	
股本	146.67	175.70	208.84	208.84	208.84	208.84	
资本公积	1,670.73	1,644.70	1,577.54	1,577.54	1,577.54	1,577.54	
留存收益	449.57	458.82	628.04	762.46	924.07	1,124.87	
归属母公司股东权益	2,266.97	2,279.22	2,414.43	2,548.85	2,710.46	2,911.26	
少数股东权益	13.54	18.76	15.24	23.99	34.51	47.58	
股东权益合计	2,280.51	2,297.98	2,429.66	2,572.83	2,744.97	2,958.84	
负债和股东权益合计	3,247.02	3,159.14	3,315.75	3,561.71	3,850.25	4,268.27	
投入资本(IC)	628.28	1,086.46	1,055.49	1,114.26	1,252.45	1,414.90	
现金流量表							
经营性现金净流量	441.49	-105.39	462.10	348.04	331.70	464.67	
投资性现金净流量	-90.77	-152.65	-51.55	-83.70	-79.51	-136.14	
筹资性现金净流量	1,141.36	-245.73	-218.89	-151.63	-182.94	-228.22	
现金流量净额	1,492.09	-503.77	191.66	112.71	69.26	100.32	

资料来源: iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于中国航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级资本市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿等等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637