2026 年 10 月 29 日
证券研究报告•2026 年三季报点评
国科天成（301571）国防军工

买入（维持）
当前价：63.96 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

Q3 业绩符合预期，非制冷贡献成长弹性

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年三季报，2026Q1-Q3 实现收入 12.7 亿元，同比+77.8%，实现归母净利润 2.1 亿元，同比+63.5%，实现扣非后归母净利润 2.0 亿元，同比+63.1%；其中单 Q3 实现收入 6.1 亿元，同比+95.9%，实现归母净利润 1.1 亿元，同比+79.7%，实现扣非后归母净利润 1.0 亿元，同比+75.8%。
- **2026Q3 业绩弹性进一步释放。**1）2026Q3 公司业绩弹性加速释放，主要系红外下游市场需求旺盛，公司非制冷红外及精密光学产品产能释放，制冷红外产品保持较强市场竞争力；2）盈利能力方面，2026Q3 实现毛利率 37.0%，同比-2.9pp，产品结构变化拖累毛利率表现，销售/管理/研发/财务费用率 0.6%/4.0%/4.1%/1.8%，同比-0.2/-1.7/-0.6/-0.3pp，规模效应释放带来费用率下行，实现净利率 17.9%，同比-0.1pp。
- **制冷红外技术加速迭代，非制冷打开民用空间。**1）红外热像仪是军事被动感知核心，并不断向民用领域渗透，2025 年全球军用/民用市场市场规模分别 115.6/85.3 亿美元，2021-2025 年 CAGR 分别 3.8%/8.8%；2）我国制冷型红外技术以 MCT 路线为主，近年 InSb 路线凭借低成本、高稳定性优势不断渗透，同时 T2SL 作为下一代制冷红外技术，兼具波长覆盖全、高稳定性等优势，近年民企纷纷加速布局；非制冷型红外具备体积小、低成本优势，在低成本军用及民用场景渗透空间大，如无人机、单兵装备、瞄具及安防、辅助驾驶、工业检测等。
- **公司非制冷产能爬坡有望贡献成长弹性。**1）InSb：制冷红外多数厂商聚焦 MCT 路线，公司以 InSb 路线差异化竞争，锁定上游探测器产能、性价比优势突出；2）T2SL：公司 2022 年起布局 T2SL 路线，工艺领先、产业链高度垂直整合，预计 2026 年底前成都产线投产；3）非制冷：公司 2021 年开发出非制冷红外产品，聚焦上游探测器、机芯等高壁垒环节，产品性价比突出、瞄具场景具备算法优势，自研的非制冷探测器已具备批量交付能力，上海非制冷探测器产线已进入投产阶段。
- **盈利预测与投资建议。**考虑到公司非制冷产线弹性释放，我们上调此前盈利预测，预计 2026-2028 年 EPS 分别为 1.90 元、2.79 元、3.67 元（前值 1.81 元、2.53 元、3.40 元），对应动态 PE 分别为 34 倍、23 倍、17 倍。公司以 InSb 路线差异化竞争，同时布局新一代 T2SL 制冷和非制冷产品，成长弹性可期，维持“买入”评级。
- **风险提示：**InSb 产品渗透不及预期的风险；非制冷产品放量不及预期的风险；军品审价风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1103.39	1950.09	2738.06	3549.07
增长率	14.86%	76.74%	40.41%	29.62%
归属母公司净利润（百万元）	204.12	340.44	501.16	658.41
增长率	18.21%	66.78%	47.21%	31.38%
每股收益 EPS（元）	1.14	1.90	2.79	3.67
净资产收益率 ROE	9.98%	14.62%	18.15%	19.83%
PE	56	34	23	17
PB	5.63	4.94	4.16	3.46

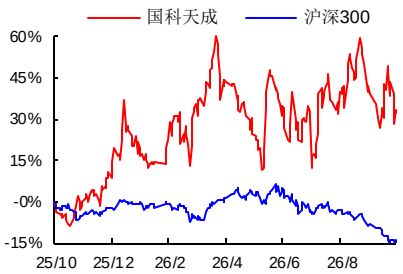
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：刘倩倩
执业证号：S1250522070003
电话：010-57758538
邮箱：lqqyf@swsc.com.cn

分析师：陈昕晖
执业证号：S1250525080001
电话：021-58351893
邮箱：chxh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.79
流通 A 股(亿股)	1.19
52 周内股价区间(元)	44.11-77.14
总市值(亿元)	114.76
总资产(亿元)	40.75
每股净资产(元)	11.81

相关研究

1. 国科天成（301571）：InSb 制冷红外领跑者，品类扩张贡献成长弹性 (2026-06-04)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1103.39	1950.09	2738.06	3549.07
营业成本	668.46	1213.36	1673.37	2168.38
营业税金及附加	2.62	4.64	6.51	8.44
销售费用	9.35	15.60	21.90	28.39
管理费用	123.63	214.51	287.50	354.91
财务费用	20.97	36.68	64.70	89.22
资产减值损失	-48.27	-78.00	-109.52	-141.96
投资收益	-1.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	9.38	9.38	9.38	9.38
营业利润	238.09	396.67	583.93	767.15
其他非经营损益	-0.26	0.00	0.00	0.00
利润总额	237.84	396.67	583.93	767.15
所得税	33.61	56.05	82.51	108.40
净利润	204.23	340.62	501.43	658.76
少数股东损益	0.11	0.18	0.27	0.35
归属母公司股东净利润	204.12	340.44	501.16	658.41

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	204.23	340.62	501.43	658.76
折旧与摊销	40.88	29.43	29.43	29.43
财务费用	20.97	36.68	64.70	89.22
资产减值损失	-48.27	-78.00	-109.52	-141.96
经营营运资本变动	-685.05	-1486.96	-1498.88	-1458.65
其他	337.55	133.54	185.62	222.01
经营活动现金流净额	-129.70	-1024.69	-827.22	-601.20
资本支出	-343.42	-350.00	-300.00	-250.00
其他	-28.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-371.42	-350.00	-300.00	-250.00
短期借款	548.40	1455.19	1338.81	1121.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	5.70	0.00	0.00	0.00
支付股利	-17.40	-40.82	-68.09	-100.23
其他	-269.05	-59.73	-64.70	-89.22
筹资活动现金流净额	267.64	1354.63	1206.02	932.30
现金流量净额	-233.47	-20.06	78.80	81.10

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	215.07	195.01	273.81	354.91
应收和预付款项	1372.56	2247.52	3229.23	4143.74
存货	744.77	1356.71	1876.39	2430.34
其他流动资产	21.23	27.77	38.99	50.55
长期股权投资	36.99	36.99	36.99	36.99
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	534.70	860.48	1136.27	1362.06
无形资产和开发支出	8.90	4.68	0.46	-3.75
其他非流动资产	434.53	433.53	432.53	431.53
资产总计	3368.75	5162.69	7024.68	8806.36
短期借款	1096.28	2551.47	3890.28	5012.04
应付和预收款项	136.39	225.94	313.04	411.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	90.26	55.44	58.18	61.12
负债合计	1322.93	2832.85	4261.50	5484.66
股本	179.43	179.43	179.43	179.43
资本公积	1183.40	1183.40	1183.40	1183.40
留存收益	661.04	960.65	1393.72	1951.90
归属母公司股东权益	2039.63	2323.47	2756.54	3314.72
少数股东权益	6.19	6.37	6.63	6.98
股东权益合计	2045.81	2329.84	2763.18	3321.70
负债和股东权益合计	3368.75	5162.69	7024.68	8806.36

财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
销售收入增长率	14.86%	76.74%	40.41%	29.62%
营业利润增长率	21.82%	66.60%	47.21%	31.38%
净利润增长率	16.42%	66.78%	47.21%	31.38%
EBITDA 增长率	23.85%	54.29%	46.52%	30.64%
获利能力				
毛利率	39.42%	37.78%	38.88%	38.90%
三费率	13.95%	13.68%	13.66%	13.31%
净利率	18.51%	17.47%	18.31%	18.56%
ROE	9.98%	14.62%	18.15%	19.83%
ROA	6.06%	6.60%	7.14%	7.48%
ROIC	10.56%	10.63%	10.49%	10.45%
EBITDA/销售收入	27.18%	23.73%	24.76%	24.96%
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.46	0.45	0.45
固定资产周转率	3.40	4.41	6.55	9.02
应收账款周转率	1.31	1.55	1.43	1.38
存货周转率	1.05	1.15	1.03	1.01
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.18%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	39.27%	54.87%	60.66%	62.28%
带息债务/总负债	82.87%	90.07%	91.29%	91.38%
流动比率	1.85	1.37	1.29	1.28
速动比率	1.26	0.89	0.84	0.84
股利支付率	8.53%	11.99%	13.59%	15.22%
每股指标				
每股收益	1.14	1.90	2.79	3.67
每股净资产	11.37	12.95	15.36	18.47
每股经营现金	-0.72	-5.71	-4.61	-3.35
每股股利	0.10	0.23	0.38	0.56

业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	299.94	462.78	678.07	885.80
PE	56.22	33.71	22.90	17.43
PB	5.63	4.94	4.16	3.46
PS	10.40	5.88	4.19	3.23
EV/EBITDA	39.81	28.97	21.63	17.73
股息率	0.15%	0.36%	0.59%	0.87%

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。

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	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn