

# 消耗类装备领域的地方国企标杆

华泰研究

首次覆盖

2025年3月25日 | 中国内地

首次覆盖国科军工并给予买入评级，目标价 69.50 元，基于 25 年 50 倍 PE 估值。公司是消耗类装备赛道中最纯正的标的之一，有望受益于导弹和弹药的耗材属性与列装需求。公司导弹业务产能扩张与耗材类产品需求持续性为中短期业绩增长夯实基础，军贸定型产品储备有望打开中长期成长空间。

## 弹药类耗材成为现代战争新宠，公司卡位核心壁垒环节

根据央视网新闻，俄乌冲突中乌克兰军队一天的弹药使用量相当于以前北约部队在阿富汗一个月的弹药用量甚至更多。根据贝哲斯咨询，全球精确制导弹药市场 25-29 年 CAGR 达到 12.10%。公司深耕弹药及弹载动力控制模块，1) 弹药装备：公司位于产业链中下游，以军用产品为主，辅以少量民用产品，中小口径防空反导为拳头产品之一；2) 弹载动力及控制模块：公司产品包括推进剂药柱以及控制点火器，海陆空均有公司产品配套应用。公司 20-24 年营收 CAGR 为 31.36%，净利润 CAGR 高达 72.53%。我们预计公司 25-26 年营收/净利润 CAGR 有望维持 23.99%/23.16% 的高增速。

## 产能与需求共振，四大逻辑引领业绩长期增长

我们认为四大核心逻辑有望引领公司长期成长：1) 卡位好：公司是弹药装备总装单位，动力模块与控制产品广泛应用于现役主战装备，且弹药&导弹均为战场消耗类环节；2) 产能弹性大：23 年 8 月公司自筹 8.1 亿元扩产动力模块，24 年 7 月自筹 3.43 亿元向下游延伸切入固体发动机总装；3) 成长动力足：24 年推出股权激励计划，提高公司凝聚力；4) 军贸新增长极：“十三五”期间军贸收入占比曾接近 25%，后因客户国家需求波动，军贸收入显著下滑，但公司军贸型号储备丰富，有望为后续出口恢复提供新动能。

## 我们与市场观点不同之处

我们认为市场忽略了公司弹药&导弹业务军贸出口的潜力和成长空间。国科军工的弹药&导弹业务有技术储备，有一定客户基础，若原有客户国家恢复订货叠加军贸公司持续开拓新客户国，公司军贸产品有望打开全新增长极（2016 年公司军贸收入占比 24%，2023 年仅为 5%，恢复空间大）。

## 盈利预测与估值

预计公司 24-26 年分别实现归母净利润 1.99/2.45/3.01 亿元，24-26 年 CAGR 为 28.91%，可比公司估值 2025 年 Wind 一致预期 PE 均值为 44 倍，考虑到公司布局弹药装备、导弹（火箭）固体发动机动力与控制产品两大板块，和可比公司相比，耗材军品装备业务占比更高，且弹药业务的总装单位属性稀缺性凸显，给予公司 2025 年 50X 目标 PE，目标价 69.50 元，“买入”。

风险提示：新产品研发风险；军品订单下降的风险；股东减持风险。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	837.22	1,040	1,204	1,502	1,851
+/-%	24.50	24.25	15.78	24.67	23.30
归属母公司净利润 (人民币百万)	110.55	140.69	198.72	244.53	301.41
+/-%	46.55	27.26	41.25	23.05	23.26
EPS (人民币，最新摊薄)	0.63	0.80	1.13	1.39	1.72
ROE (%)	17.84	9.56	8.61	10.04	11.43
PE (倍)	81.61	64.13	45.40	36.90	29.93
PB (倍)	13.34	3.98	3.84	3.58	3.28
EV EBITDA (倍)	49.24	34.06	30.65	23.45	19.27

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

69.50

研究员

李聪

SAC No. S0570521020001 licong017951@htsc.com  
SFC No. BRW518 + (86) 10 6321 1166

研究员

朱雨时

SAC No. S0570521120001 zhuyushi@htsc.com  
+ (86) 10 6321 1166

研究员

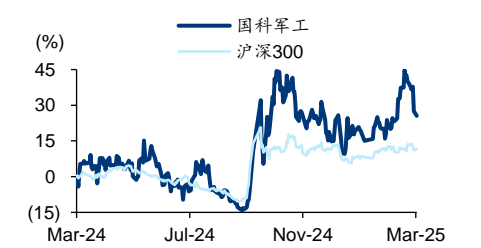
田莫充

SAC No. S0570523050004 tianmochong@htsc.com  
+ (86) 21 2897 2228

## 基本数据

目标价 (人民币)	69.50
收盘价 (人民币 截至 3 月 24 日)	51.35
市值 (人民币百万)	9,022
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	220.36
52 周价格范围 (人民币)	35.09-59.16
BVPS (人民币)	12.69

## 股价走势图



资料来源：Wind

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	910.30	2,369	2,324	2,800	3,053
现金	340.93	1,828	1,397	1,833	1,871
应收账款	116.77	196.58	204.88	395.73	344.79
其他应收账款	1.52	2.40	2.14	3.52	3.46
预付账款	5.35	6.25	7.18	9.56	11.09
存货	263.83	232.06	379.13	437.83	464.25
其他流动资产	181.89	104.28	332.94	120.45	358.11
<b>非流动资产</b>	863.19	877.88	983.78	1,043	1,116
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	663.83	696.94	775.98	808.70	855.14
无形资产	94.30	92.16	107.91	110.75	112.03
其他非流动资产	105.06	88.78	99.89	123.31	148.35
<b>资产总计</b>	1,773	3,247	3,308	3,843	4,168
<b>流动负债</b>	772.54	880.15	844.06	1,199	1,285
短期借款	44.60	10.01	10.01	10.01	10.01
应付账款	368.32	401.11	467.63	604.28	727.26
其他流动负债	359.62	469.02	366.42	584.89	547.51
<b>非流动负债</b>	317.58	86.36	92.76	88.20	82.97
长期借款	300.75	60.00	66.39	61.83	56.61
其他非流动负债	16.83	26.36	26.36	26.36	26.36
<b>负债合计</b>	1,090	966.51	936.82	1,287	1,368
少数股东权益	6.93	13.54	22.38	33.26	46.66
股本	110.00	146.67	175.70	175.70	175.70
资本公积	264.49	1,671	1,642	1,642	1,642
留存公积	280.03	420.64	455.10	497.49	549.74
归属母公司股东权益	676.43	2,267	2,348	2,523	2,754
<b>负债和股东权益</b>	1,773	3,247	3,308	3,843	4,168

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金</b>	159.97	441.49	(169.84)	580.75	199.18
净利润	113.08	146.95	207.56	255.41	314.82
折旧摊销	42.09	49.34	47.73	53.17	56.78
财务费用	13.50	(0.44)	(28.00)	(29.11)	(29.81)
投资损失	0.00	(0.03)	0.00	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(27.85)	233.76	(392.30)	315.79	(128.89)
其他经营现金	19.16	11.91	(4.83)	(9.52)	(8.72)
<b>投资活动现金</b>	(153.88)	(90.77)	(153.62)	(102.13)	(119.54)
资本支出	(153.88)	(91.05)	(152.05)	(110.26)	(127.31)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.00	0.28	(1.57)	8.13	7.77
<b>筹资活动现金</b>	(44.73)	1,141	(106.63)	(42.73)	(42.10)
短期借款	(74.54)	(34.59)	0.00	0.00	0.00
长期借款	35.84	(240.75)	6.39	(4.56)	(5.23)
普通股增加	0.00	36.67	29.03	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	1,406	(29.03)	0.00	0.00
其他筹资现金	(6.04)	(26.21)	(113.02)	(38.17)	(36.87)
现金净增加额	(38.64)	1,492	(430.08)	435.89	37.54

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	837.22	1,040	1,204	1,502	1,851
营业成本	526.30	703.72	794.55	980.36	1,218
营业税金及附加	0.53	3.97	4.59	5.73	7.06
营业费用	15.22	16.87	21.68	24.02	25.92
管理费用	75.00	77.77	87.92	135.14	155.51
财务费用	13.50	(0.44)	(28.00)	(29.11)	(29.81)
资产减值损失	(5.42)	(1.07)	(2.41)	(2.25)	(1.85)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	5.00	5.00
投资净收益	0.00	0.03	0.00	5.00	5.00
<b>营业利润</b>	129.84	167.03	236.14	290.51	358.02
营业外收入	0.19	0.40	0.40	0.40	0.40
营业外支出	0.51	0.67	0.67	0.67	0.67
<b>利润总额</b>	129.52	166.76	235.87	290.24	357.75
所得税	16.44	19.81	28.30	34.83	42.93
<b>净利润</b>	113.08	146.95	207.56	255.41	314.82
少数股东损益	2.53	6.26	8.84	10.88	13.41
归属母公司净利润	110.55	140.69	198.72	244.53	301.41
EBITDA	184.96	215.47	253.19	312.81	379.17
EPS (人民币, 基本)	1.00	1.10	1.13	1.39	1.72

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	24.50	24.25	15.78	24.67	23.30
营业利润	39.25	28.64	41.37	23.03	23.24
归属母公司净利润	46.55	27.26	41.25	23.05	23.26
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	37.14	32.35	34.03	34.71	34.22
净利率	13.51	14.13	17.23	17.01	17.01
ROE	17.84	9.56	8.61	10.04	11.43
ROIC	16.59	26.13	17.15	28.88	28.86
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	61.47	29.77	28.32	33.50	32.81
净负债比率 (%)	11.46	(74.40)	(54.16)	(67.35)	(62.87)
流动比率	1.18	2.69	2.75	2.34	2.38
速动比率	0.77	2.38	2.26	1.94	1.98
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.51	0.41	0.37	0.42	0.46
应收账款周转率	7.23	6.64	6.00	5.00	5.00
应付账款周转率	1.63	1.83	1.83	1.83	1.83
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.80	1.13	1.39	1.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	2.51	(0.97)	3.31	1.13
每股净资产(最新摊薄)	3.85	12.90	13.37	14.36	15.67
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	81.61	64.13	45.40	36.90	29.93
PB (倍)	13.34	3.98	3.84	3.58	3.28
EV EBITDA (倍)	49.24	34.06	30.65	23.45	19.27

## 正文目录

<b>核心观点及区别于市场观点 .....</b>	<b>4</b>
核心观点.....	4
区别于市场的观点 .....	4
股价复盘.....	5
<b>深耕导弹固体发动机与弹药装备两大市场，产品技术全国领先 .....</b>	<b>6</b>
专注于国防科技工业领域，做国有军工企业混改先行者 .....	6
深耕导弹固体发动机与弹药装备两大市场.....	7
国防装备需求提升助推产品加速放量，净利率水平不断加强 .....	8
<b>国防建设需求助推军工装备加速发展 .....</b>	<b>10</b>
全球军费支出呈上升趋势，国际环境多变或将带来订单增量 .....	10
导弹进入近代化列装阶段，固体发动机成为重点建设方向 .....	11
导弹行业技术壁垒高，固体发动机存在生产瓶颈 .....	12
火炮弹药等低成本消耗型武器为军贸市场新宠儿 .....	13
<b>技术优势显著，产能扩张打开成长空间 .....</b>	<b>17</b>
公司技术储备丰富，是弹药装备分系统和总装单位 .....	17
技改提升生产效率，产能扩张提供发展空间 .....	18
客户资源优势显著，股权激励提高公司凝聚力.....	19
<b>盈利预测、估值与投资建议 .....</b>	<b>20</b>
估值与投资建议.....	24
风险提示.....	24

## 核心观点及区别于市场观点

### 核心观点

**行业：**近年来，全球军费开支持续攀升，地缘政治紧张局势加剧成为弹药等低成本耗材类产品的核心驱动力。国科军工自筹 8.1 亿扩产导弹发动机动力模块、国泰集团自筹 12.38 亿建设含能材料产线等，均可侧面印证弹药产业景气度高。

**公司：**国科军工是弹药赛道中的高成长性标的。

**弹药方面，**公司小口径防空反导弹药可实现穿甲、爆破、燃烧多功能复合，基本覆盖了现役主战类装备的主用弹药，弹药的高消耗性决定了公司业务的稳健成长，同时低成本弹药的军贸市场有望打开公司新增长极。

1) **壁垒：**公司作为主用及特种弹药的总装单位，承担总体设计及系统集成职能，主导型号装备的研制生产。在小口径防空反导弹药领域，从现有订货规模、技术水平及综合能力来看，公司处于行业领先地位。在中口径弹药领域，DT033/JK 竞标成功，标志着公司在中口径弹药业务拓展方面打开新局面。

2) **型号：**根据公司公告，2022 年公司产品收入中，约 89% 的收入以及 24 项型号研制任务中的 19 项均来源于现役主战装备的主用弹药或其关键部件产品。

**导弹配套方面，**公司固体发动机用动力模块、安全控制模块下游为 Px、Yx 系列导弹。公司通过自筹资金陆续扩产，同时向下游延伸切入固体发动机总装，实现产业链层级跃升，有望实现量价齐升。

1) **壁垒：**公司高燃速动力模块产品以其优异的性能不仅在列装产品大量应用，而且在新一代产品型号研制和预研阶段亦广泛应用。

2) **产能：**2023 年 8 月自筹 8.1 亿元扩产，2025 年陆续达产后产值高增可期。

3) **型号：**2024H1 末公司主要导弹（火箭）固体发动机动力与控制产品包括军方定型列装批产产品 25 型，型号研制项目 30 项（2022 年末分别为 13/15 项），产品拓展进度较快。

4) **长期发展：**2024 年 7 月自筹 3.43 亿元向下游延伸切入固体发动机总装，实现产业链层级跃升。

### 区别于市场的观点

我们认为公司属于弹药/导弹等消耗类装备赛道的高成长性标的，在弹药领域的总装地位凸显其核心卡位优势，在导弹领域也全面覆盖了列装型号和新一代预研型号。但同时我们认为市场忽略了公司弹药&导弹业务军贸出口的潜力和成长空间。

1) **历史角度上，国科军工的军贸收入曾占到约 25%：**根据公司 2017 年首次 IPO 招股书披露，公司 2014-2016 年向军贸公司销售军品收入分别为 123.00/3788.00/8480.48 万元，占主营收入分别为 0.46%/12.85%/24.46%。而根据公司 2022 年第二次 IPO 招股书披露，2018 年末，公司库存商品计提跌价准备 8584.33 万元，主要系 2017 年公司根据与军贸公司 J 签订的《外贸产品国内储备合同》生产了一批 DP019/JK 产品。2018 年，该产品受国外政局变化无法交付。由于该产品属于高度专业化定制产品，短期内实现销售的可能性很小，国内无活跃交易市场，且因行业许可限制，公司必须通过国家授权从事军贸业务的公司实现该产品的销售。公司 2023 年军贸业务收入仅占主营收入的 5.02%。

2) **从现有产品储备来看，公司一直有军贸型号谱系：**根据公司招股书，公司承担了军贸 C 系列导弹等多项固体发动机装药的研制批产任务。截至 2022 年末，公司导弹（火箭弹）固体发动机动力模块产品包括军贸定型及型号产品 5 型；截至 2022 年末，公司弹药装备产品主要包括军贸定型产品 3 型。

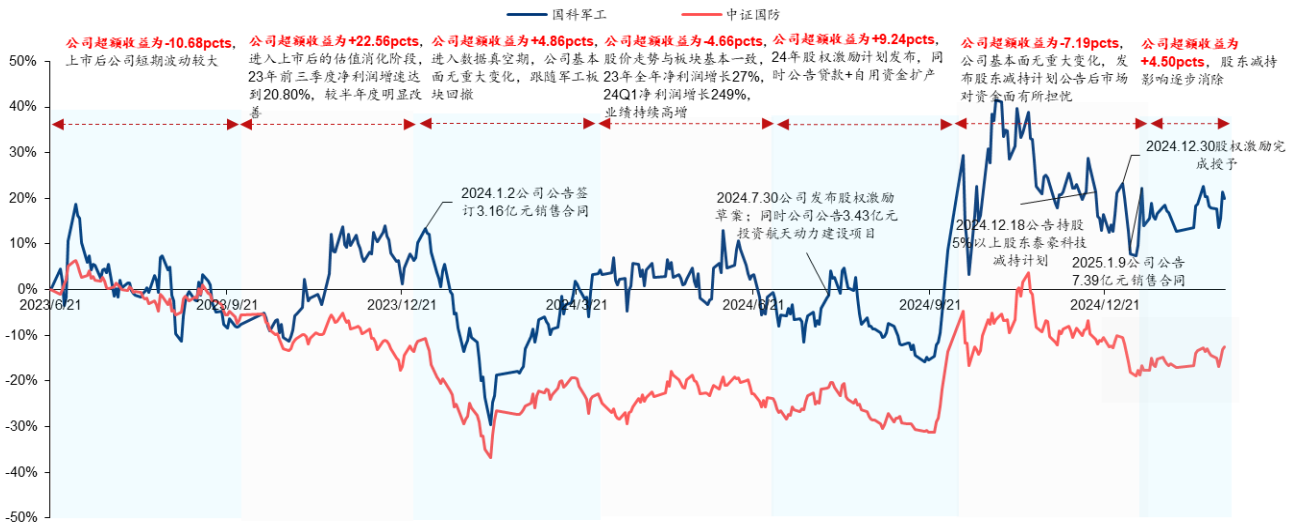
3) **从国际需求来看，炮弹类产品为军贸市场的新宠：**根据 SIPRI 数据，2022 年全球军品进出口增速最快的装备为火炮，其次为防空反导系统，由于无人机、导弹等空中威胁呈多样化，防空系统 TIV 规模达到 13.9 亿美元，同比增长 98%。

我们认为国科军工的弹药&导弹业务有技术储备，有一定客户基础，且全球军贸市场有存量需求，若原有客户国家恢复订货叠加军贸公司持续开拓新客户国，公司军贸产品有望打开全新增长极。

### 股价复盘

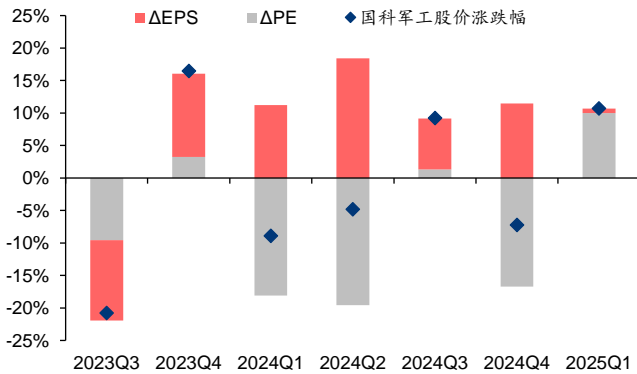
通过复盘公司 2023 年上市以来的股价走势，公司与军工板块走势基本一致，且由于身处高耗材属性的弹药赛道，产业链卡位好，战略地位凸显，连续多个季度业绩实现同比高增，因此在板块走势承压的阶段，公司回撤幅度基本可控，上市以来若以单季度为周期，公司基本没有大幅跑输过板块，且在 2023Q4/2024Q3 分别取得超额收益+22.56/+9.24pcts。

图表1：国科军工股价复盘



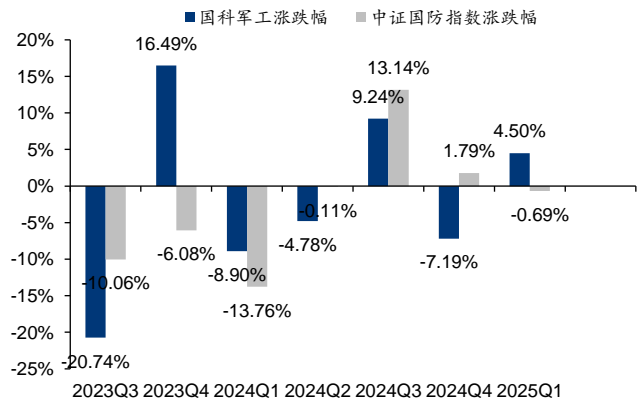
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：国科军工股价驱动因素分析



资料来源：Wind，华泰研究

图表3：国科军工与中证国防指数涨跌幅情况



资料来源：Wind，华泰研究

## 深耕导弹固体发动机与弹药装备两大市场，产品技术全国领先 专注于国防科技工业领域，做国有军工企业混改先行者

国科军工是一家专注于国防科技工业领域的高新技术企业，主要从事导弹固体发动机动力与控制产品及弹药装备的研发、生产与销售，以军用产品为主，辅以少量民用产品业务。主要产品包括导弹固体发动机动力模块、导弹安全与控制模块、主用弹药、特种弹药、引信与智能控制产品以及炮射防雹增雨弹等。其中，导弹固体发动机动力模块为导弹提供飞行动力，决定了导弹的速度与最大射程；弹药装备则用于毁伤敌有生力量、装备与设施或使其失去或降低战斗能力。公司产品广泛应用于我国陆、海、空及火箭军战术打击和战略威慑等领域，是总装产品下配套采购的唯一或唯二承制单位。

图表4：公司主要产品

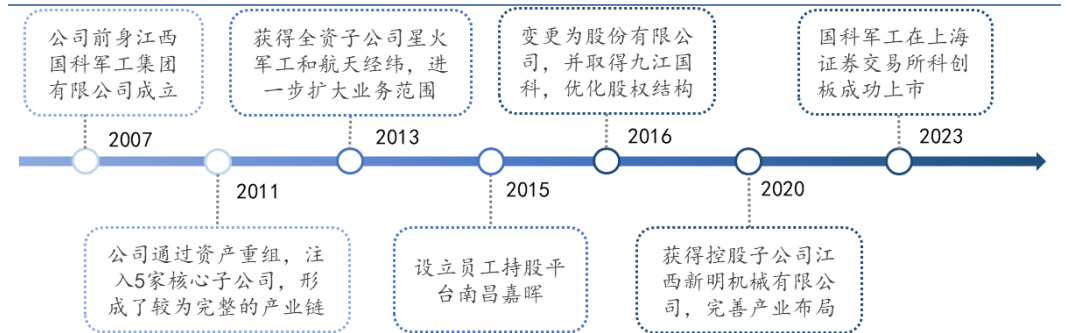


资料来源：公司官网，华泰研究

公司发展始于 1966 年江西爱民机械厂的成立，2007 年正式更名为江西国科军工集团有限公司，开始专注于导弹固体发动机动力与控制产品及弹药装备的研发、生产与销售。2011 年，公司通过资产重组，将 5 家核心子公司注入，整合区域优质军工资产，形成了较为完整的产业链。2013 年，公司获得全资子公司星火军工和航天经纬，进一步扩大业务范围。2015 年 12 月，设立员工持股平台南昌嘉晖，增强员工归属感。2016 年，公司整体变更为股份有限公司，并取得九江国科，优化股权结构。

2020 年，公司获得控股子公司江西新明机械，完善产业布局。2023 年，国科军工在科创板成功上市，募集资金用于项目建设，提升产能和技术创新能力。2024 年，公司持续优化产品结构，提升生产效率和产品质量，在导弹固体发动机动力与控制领域，产品继续应用于我军现役主战装备，在弹药装备领域也取得显著成绩，多项产品实现批产和交付，巩固了行业领先地位。

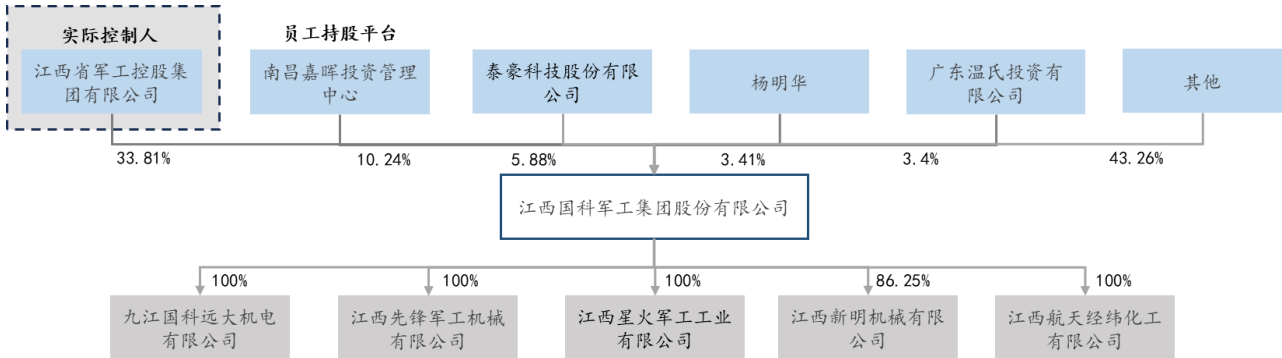
图表5：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，华泰研究

江西省军工控股集团有限公司持有国科军工 33.81% 的股份，是公司的实际控制人，体现了其作为地方军工企业深厚的国资背景。公司前三大股东分别为江西军工控股、南昌嘉晖投资、泰豪科技，分别持有股份 33.81%、10.24%、5.88%。其中，南昌嘉晖为员工持股平台，不仅彰显了公司对核心团队的激励机制，也增强了员工与企业发展的利益绑定。

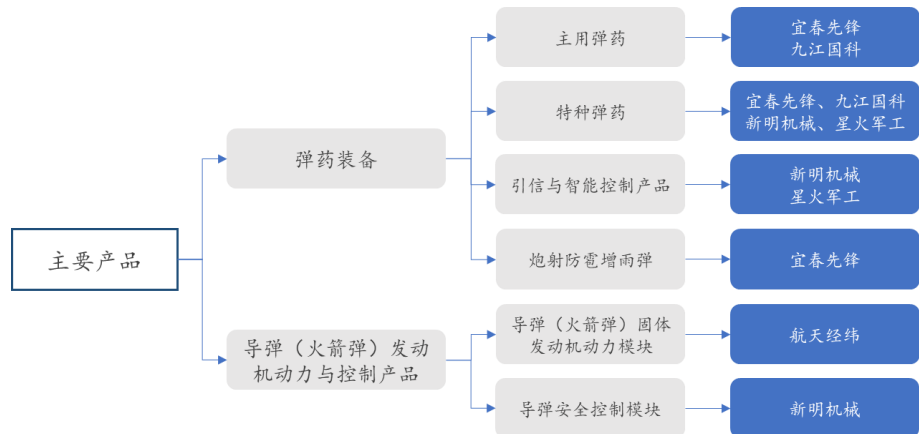
图表6：公司股权结构（截至 2025.3.24）



资料来源：公司官网，华泰研究

公司有五家子公司，其中 4 家为全资子公司，分别为九江国科、星火军工、宜春先锋、航天经纬，分别主营主用弹药、特种弹药产品，特种弹药、引信及智能控制产品，主用弹药、特种弹药、炮射防雹增雨弹产品，导弹（火箭弹）固体发动机动力模块产品。

图表7：子公司业务情况



资料来源：招股说明书，华泰研究

### 深耕导弹固体发动机与弹药装备两大市场

公司产品主要分为两大类：一是导弹固体发动机动力与控制产品，二是弹药装备产品。这些产品广泛应用于防空反导、装甲突击、火力压制、空中格斗、空面（地、舰）与舰舰攻防等作战场景。

1) 导弹固体发动机动力领域，根据招股书，公司承担了 Yx 系列、Px 系列等多项国家重要列装导弹和军贸 C 系列导弹、WS 系列火箭弹等多项固体发动机动力模块的研制批产任务，凭借多年自主研发积累，在高性能材料技术与安全高效制备技术等产品研制与生产全领域形成了完善的自主技术体系，具有全产品自主研发技术能力，掌握多项核心技术，部分技术达到国际领先水平。

2) 弹药装备领域，公司是国内重要的弹药装备研制生产企业之一，主要产品包括主用弹药、特种弹药和引信及智能控制产品，广泛应用于防空反导、装甲突击、反恐处突、海洋调查等多个领域。公司围绕弹药建立并完善了自有技术体系，拥有各类型弹药的完整研发技术能力。在弹药总体设计、精度控制、毁伤效果等核心环节积累多项研发成果和核心技术，在小口径防空反导弹药方面具备国内先进水平。

图表8：公司主营业务及产品

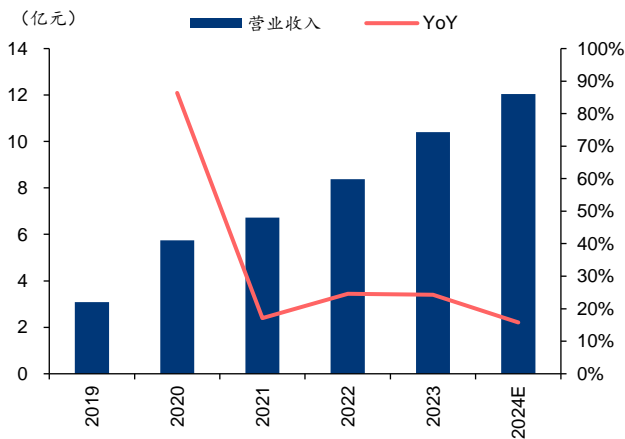
产品类别	主要产品	用途
导弹固体发动机动力	导弹固体发动机动力模块	为导弹、火箭弹提供飞行动力
	导弹安全与控制模块	保证导弹、火箭弹在发射前的安全及发射时可靠点火
弹药装备	主用弹药、特种弹药	用于毁伤敌有生力量、装备与设施或使其失去或降低战斗力
	引信与智能控制产品	保证弹药在预定点可靠引爆及引爆前的安全
	炮射防雹增雨弹	用于防雹减灾等

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

### 国防装备需求提升助推产品加速放量，净利率水平不断加强

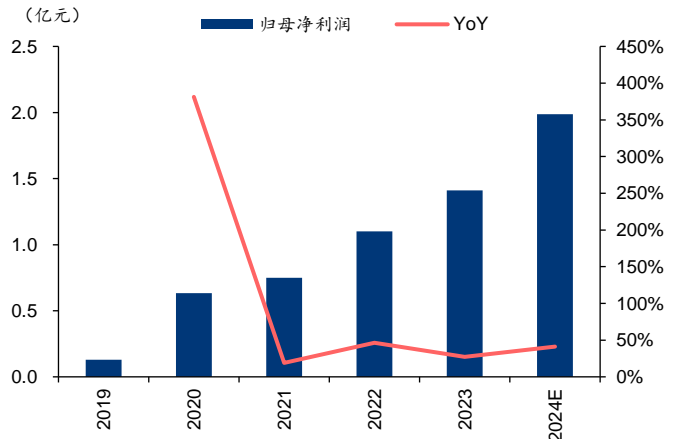
进入全新发展阶段，长期增长可期。公司营收规模由 2019 年的 3.08 亿元增长至 2023 年的 10.40 亿元；归母净利润由 2019 年的 0.13 亿元增长至 2023 年的 1.41 亿元。伴随行业景气度提升和多个重点型号相继中标，公司在 2020 年后进入全新发展阶段。2024Q1-Q3 公司实现营收 7.64 亿元，同比增长 12.70%，实现归母净利润 1.49 亿元，同比增长 61.20%。公司大力开拓产品种类和参与科研竞标，在导弹安全控制、引信及智能控制领域持续发力，各类产品收入稳步增长，有力支撑了公司业务规模的提升。同时，公司通过实施技改项目 B 实现效率提升，持续优化产品结构，推动归母净利润不断提升。2025.2.27 公司发布 2024 年业绩快报，2024 年预计实现营收 12.04 亿元，同比+15.78%；实现归母净利润 1.99 亿元，同比+41.25%，则公司 2020-2024 年营收 CAGR 为 31.36%，净利润 CAGR 高达 72.53%。

图表9：公司营收情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表10：公司归母净利润情况

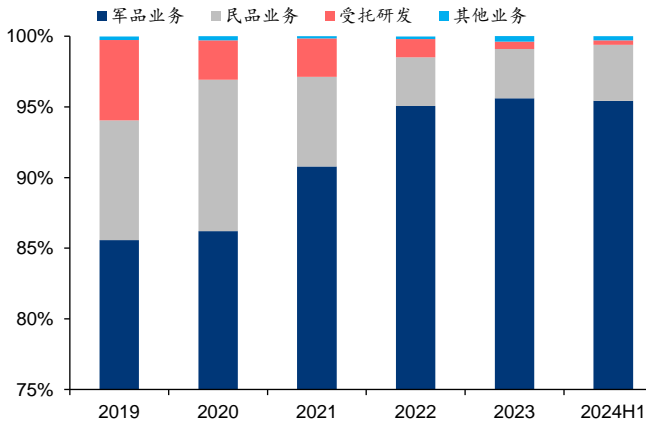


资料来源：Wind，华泰研究

公司 2025.1.9 发布公告，收到与某单位签署的两型主用弹药等弹药产品 2025 年年度订货合同，合同金额为合计人民币 7.39 亿元，2024.1.10 公司公告 3.16 亿元订货合同。25 年年度订货合金额较上年同期增幅较高，彰显下游弹药需求旺盛。

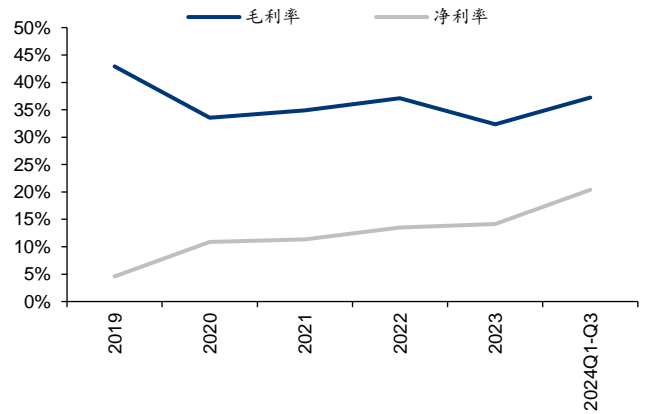
军品业务为公司主要收入和高毛利来源。公司业务主要分为军品、民品及受托研发三类，其中军品业务 2020-2023 年收入占比合计分别为 86.20%/90.78%/95.06%/95.61%，得益于国防武器装备更新换代以及训练实战化需求的提升，公司军用产品收入金额持续快速增长。2020-2023 年公司整体毛利率合计分别为 33.57%/34.88%/37.14%/32.35%，2020-2022 年总体呈现平稳增长趋势，受多款产品进入批产阶段影响，2023 年产品毛利率出现小幅下滑。2024Q1-Q3 公司整体销售毛利率/净利率分别为 37.25%/20.39%，分别同比 +3.01pcts/+5.97pcts，盈利能力持续提升主要得益于产品结构的优化调整，同时公司通过技术改进和工艺优化实现了提质增效，并采取集中采购策略进一步降低生产成本，通过精细化控制和预算管理等手段有效减少了运营成本，提升了公司的整体运营效率。

图表11: 公司收入结构



资料来源: Wind, 华泰研究

图表12: 公司毛利率情况

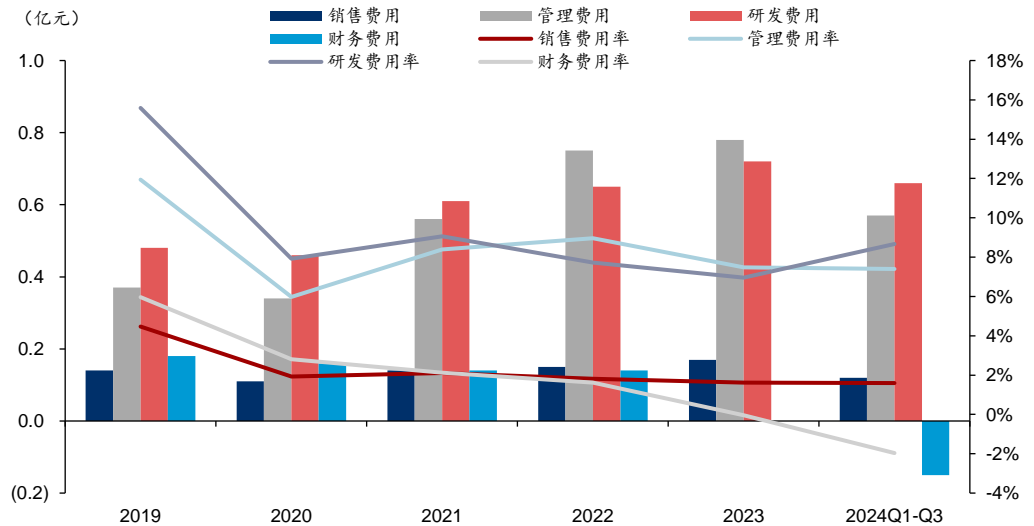


资料来源: Wind, 华泰研究

2021-2023 年公司期间费用率分别为 21.68%/20.11%/16.01%，费用率持续下降，经营能力提升，规模化效应显现。销售费用稳定增长，顺应公司规模扩大的趋势；管理费用增长较大的主要原因是职工薪酬、项目折旧等费用增加所致；财务费用逐年下降，体现公司产品销售回款情况较好，现金流充沛。

研发投入持续加强，产品矩阵有望进一步完善。2020-2023 年公司研发费用为 4,553/6,093/6,467/7,238 万元，研发费用率为 7.93%/9.06%/7.72%/6.96%。2024Q1-Q3 公司投入研发费用 6,619 万元，同比增长 42.67%，研发费用率增长到 8.67%。公司高度重视研发和技术创新，研发投入保持较高水平，公司在军工领域深耕多年，产品跟随军事科技发展不断进行迭代和优化，在数个细分产品领域形成持续性竞争优势。

图表13: 公司费用率情况



资料来源: Wind, 华泰研究

## 国防建设需求助推军工装备加速发展

### 全球军费支出呈上升趋势，国际环境多变或将带来订单增量

近年来，全球军费开支持续攀升，地缘政治紧张局势加剧成为军工行业的核心驱动力。据 SIPRI 报告，2023 年全球军费支出情况呈现出显著的增长趋势，全球军费开支总额达到了 2.443 万亿美元，同比增长 6.8%，为 2009 年以来的最高水平。美国、中国和俄罗斯三国占比超 50%，凸显大国竞争背景下“军备竞赛”的集中化趋势。其中，俄罗斯(+12.6%)、日本(+11.6%)、德国(+8.8%)位列增幅前三，直接映射俄乌冲突延宕与东亚安全局势紧张对国防预算的脉冲式拉动。结构性变化上，中国军费中装备采购占比已升至 50%，重点投向导弹、弹药等消耗型领域，仅 2023 年新增列装的远程火箭弹、反舰导弹等型号需求便拉动配套产业规模增长超 20%。

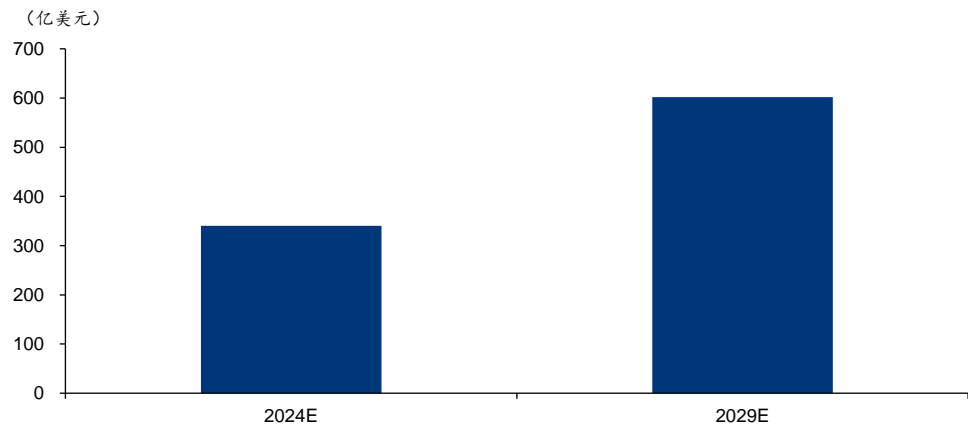
图表14：2023 年全球军费开支前十的国家

国家	军费开支 (亿美元)	占全球比例	同比增速	主要投向领域
美国	8860	39%	+2.9%	导弹防御、核现代化、AI 军事化
中国	2240	10%	+7.2%	高端装备 (导弹、舰艇、隐身战机)
俄罗斯	864	4%	+12.6%	弹药生产、无人机、电子战系统
印度	736	3%	+6.5%	进口武器 (导弹、战斗机)
沙特阿拉伯	690	3%	-4.3%	防空系统、无人机
英国	685	3%	+3.1%	核威慑升级、太空军事化
德国	668	3%	+8.8%	北约协同防御、弹药储备
法国	592	3%	+5.6%	航母舰队、高超音速武器研发
日本	510	2%	+11.6%	反导系统、远程导弹
韩国	467	2%	+4.9%	自主国防 (K-导弹、隐身战机)

资料来源：斯德哥尔摩国际和平研究所 (SIPRI)，华泰研究

导弹和弹药耗材属性与列装需求为其带来双重红利。根据央视网新闻，阿富汗战争北约部队一天发射约 300 发炮弹，而俄乌冲突中乌克兰军队每天约发射数千发炮弹，乌克兰军队一天的弹药使用量相当于以前北约部队在阿富汗一个月的弹药用量甚至更多。根据贝哲斯咨询，2024 年全球精确制导弹药市场规模达 340 亿美元，预计到 2029 年将达到约 602 亿美元，2025-2029 年 CAGR 达到 12.10%。

图表15：全球精确制导弹药市场规模



资料来源：贝哲斯咨询，华泰研究

## 导弹进入近代化列装阶段，固体发动机成为重点建设方向

全球导弹采购与列装正呈现“高端化、规模化、区域化”趋势。从2023年各国的导弹采购情况来看，美国以隐身巡航导弹（AGM-158B/C）和防空反导系统（标准-6）为主导，强化远程精确打击与全域防御能力；中俄则聚焦高超音速技术，突破传统反导体系。印度、日本、韩国等亚洲国家大幅扩充超音速/弹道导弹库存，应对区域安全压力。欧洲国家（如法国）依赖多用途巡航导弹（SCALP-EG）提升战略灵活性，而沙特等中东国家持续投资防空系统（爱国者-3）以应对不对称威胁。导弹作为现代战争的核心装备，其技术迭代与规模化部署进一步加剧全球军备竞赛，推动军工产业链向高附加值环节集中。

图表16：2023年全球部分国家导弹采购情况

国家	导弹类型	采购数量	金额（亿美元）	主要技术来源	用途
美国	AGM-158B/C 隐身巡航导弹	550 枚	81.5	洛克希德·马丁	远程精确打击
	标准-6 防空导弹	125 枚	16.2	雷神技术	舰载防空/反导
中国	东风-17 高超音速导弹	列装 30+枚	/	中国航天科技	区域拒止/战略威慑
	红旗-9B 防空导弹	200+套	/	中国航天科技	中远程防空
	伊斯坎德尔-M 战术导弹	120 枚	12	俄罗斯战术导弹公司	前线精确打击
俄罗斯	锆石 高超音速反舰导弹	列装 20 枚	/	机械制造科研生产联合体	反舰/反航母
	布拉莫斯 超音速巡航导弹	400 枚	25	印俄合资企业	海陆空多平台打击
	12 式岸舰导弹 改进型	100 枚	8.7	三菱重工	离岛防御/反舰
韩国	玄武-4 弹道导弹	列装 50 枚	/	韩国国防科学研究所	纵深打击/反制朝核
法国	SCALP-EG 远程巡航导弹	200 枚	14	MBDA（欧洲导弹集团）	防区外精确打击
沙特阿拉伯	爱国者-3 防空导弹	8 套系统	53	洛克希德·马丁	区域防空

资料来源：美国海军采购报告，中国军事现代化报告，SIPRI 年度报告，俄罗斯国防部公告，塔斯社报道，印度国防采购委员会文件，日本防卫省《中期防卫计划》，韩国国防白皮书，法国国防部采购清单，美国国防安全合作局(DSCA)，华泰研究

导弹固体发动机逐渐成为推动导弹武器升级换代的核心技术。导弹固体发动机结构相对简单，主要由药室和喷管组成，燃料为固体药柱，燃烧时产生高温气体推动导弹前进。其优势在于结构简单造价低廉，没有复杂的燃料泵等机械结构，成本仅为液体发动机的 1/10 至 1/20。此外，固体燃料特性稳定，储存安全方便，适用于大多数导弹。固体发动机还容易小型化，适合空对空导弹等对体积和重量有严格要求的武器。与液体发动机相比，导弹固体发动机具有结构简单、成本低廉、储存安全和易于小型化等优势，利于在快速变化的极端、恶劣环境中进行储存、运输和使用。

图表17：导弹固体发动机与液体发动机的区别

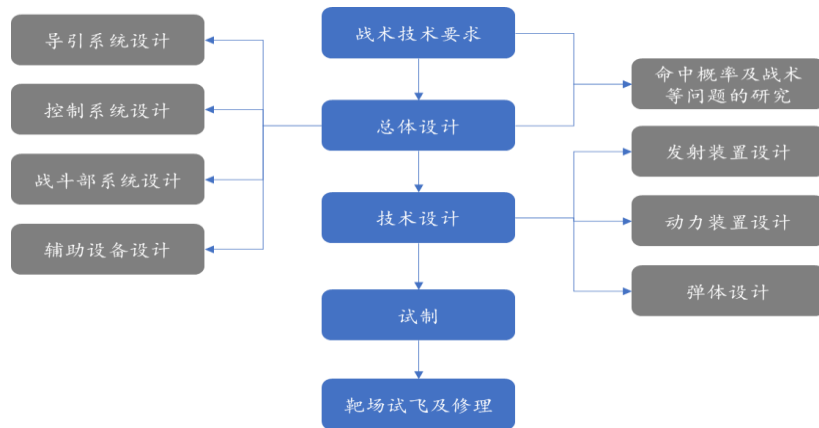
对比维度	固体发动机	液体发动机
推进剂类型	固体推进剂（燃料与氧化剂预混合固化）	液体推进剂（燃料与氧化剂分储，如液氢/液氧、煤油/液氧）
结构复杂度	简单，无燃料泵或复杂管路	复杂，需燃料泵、储罐、阀门及冷却系统
推力控制	不可调节，点火后全程燃烧	可调节推力，支持多次启动与关机
比冲（效率）	较低（约 250-300 秒）	较高（约 300-450 秒）
响应速度	极快（点火至满推力仅需毫秒级），适合战术导弹	较慢（需燃料预压与混合，秒级延迟），适合运载火箭
维护成本	低（无活动部件，免维护）	高（需定期检查管路、泵阀密封性）
储存与战备	可长期储存（10 年以上），随时发射	燃料易挥发/腐蚀，需临发射加注，战备性差
安全性	较高（燃料稳定，无泄漏风险）	较低（燃料易燃易爆，泄漏可能引发事故）
成本与量产	单次使用，成本低，适合大规模量产	可重复使用（部分型号），但单次制造成本高

资料来源：国家航天局，华泰研究

### 导弹行业技术壁垒高，固体发动机存在生产瓶颈

导弹在研发和生产环节中存在诸多壁垒：**1) 研制周期长、技术风险大**，需要前期进入预研或工程研制阶段，整个周期可能长达数年甚至十几年。**2) 高精度、高难度**，设计研发难度大，研制过程涉及多学科交叉，如空气动力学、材料科学、电子工程、控制理论等协同合作。**3) 突防能力要求高**，导弹需要具备高机动性、隐身性能和先进的制导技术，以突破敌方的防空系统。**4) 导弹行业资质壁垒高**，研制单位主要根据军方指令性规划牵引或者与军队签订采购合同组织科研生产，产品销售数量和价格受市场供求关系波动影响较小。**5) 生产要求高**。导弹生产过程中需要掌握先进的制造技术和工艺，如高性能材料的加工、精密零部件的制造、复杂系统的组装等，对生产设备和人员素质都有很高的要求，生产过程中需进行严格的质量控制和检测。**6) 作战效能评估严谨**，涉及多个方面，如命中精度、杀伤效果、可靠性等，评估过程中需要进行大量的试验和数据分析。因此，我国导弹武器研制和生产的活动一直处于相对封闭的科研生产体系内运行，具备较高行业壁垒。

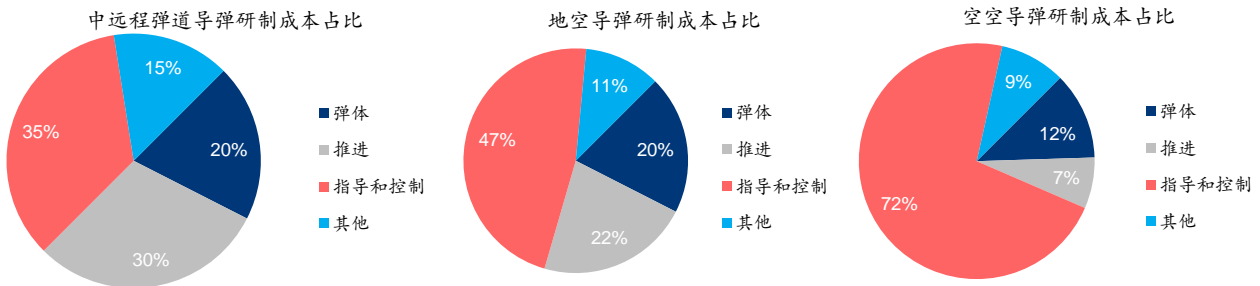
图表18：导弹研制工艺流程图



资料来源：《导弹引论》（赵育善等著，西北工业大学出版社，2002年出版），华泰研究

根据《固体火箭发动机面向成本优化设计》（杨青，西北工业大学，2002年），固体发动机占整弹价值量约 20%，并且存在一定的生产瓶颈。其推进剂配方及制造工艺具有高度复杂性与严格性，固体推进剂的制备涉及高能材料（如 HTPB、AP、铝粉等）的精密配比、混合、浇铸及固化过程，需在特定温湿度条件下进行长时间交联反应以形成稳定药柱，同时壳体复合材料缠绕、绝热层涂覆及界面粘接工艺需满足高力学性能和热防护要求，此类工序对生产环境控制、设备精度及操作人员专业性依赖度高，且推进剂原料的供应链安全性与稳定性受限于特种化工产业的产能及安全规范限制，导致规模化生产周期长、成本高，成为制约导弹产能提升的核心因素。

图表19：导弹成本构成

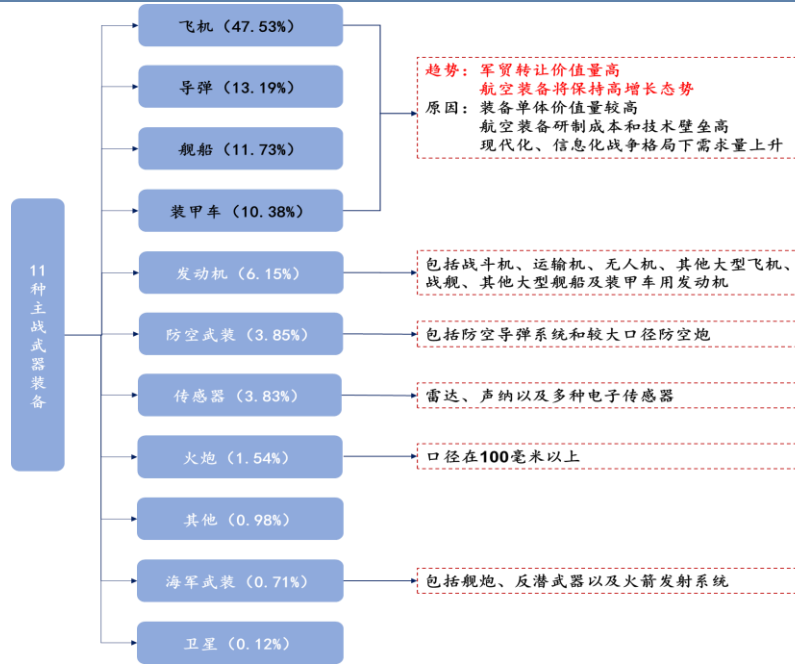


资料来源：《固体火箭发动机面向成本优化设计》杨青，华泰研究

### 火炮弹药等低成本消耗型武器为军贸市场新宠儿

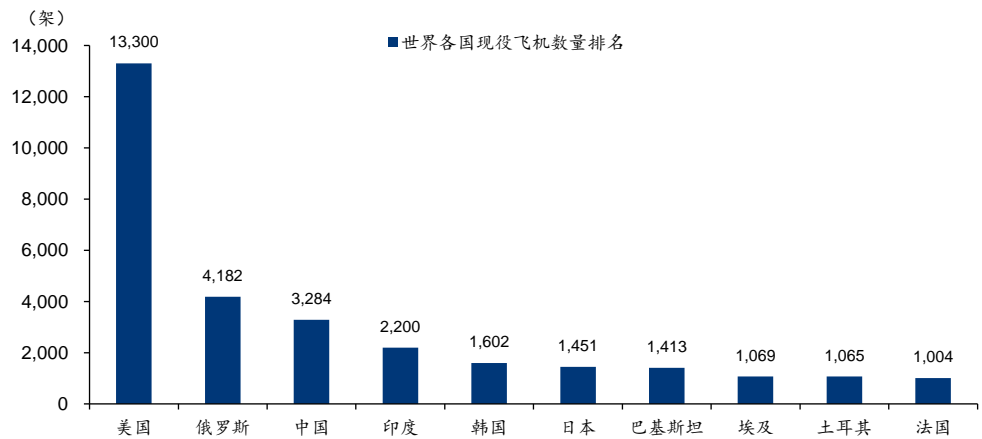
全球军贸市场中飞机和导弹占比位居前二。SIPRI 统计了 11 种主战武器装备在全球军贸市场的进出口情况，包括飞机、导弹、舰船、装甲车、发动机、防空装备、传感器、火炮、海军武装、卫星以及其他。**2018-2022 年，飞机占比最大 (47.53%)，导弹、舰船与装甲车全球军贸转让指标排名靠前。**这主要是因为总装产品单体 TIV 较大，尤其是航空航天装备，研制成本与相关核心技术要求较高，供应国家的数量有限，导致供需关系不平衡，售价昂贵；而导弹作为消耗类产品，除日常训练和作战消耗外，还需要维持一定的库存水平，因此采购较频繁。

图表20：2018-2022 年 11 种主战武器装备在全球军贸进出口产品占比及核心装备发展趋势



资料来源：SIPRI，华泰研究

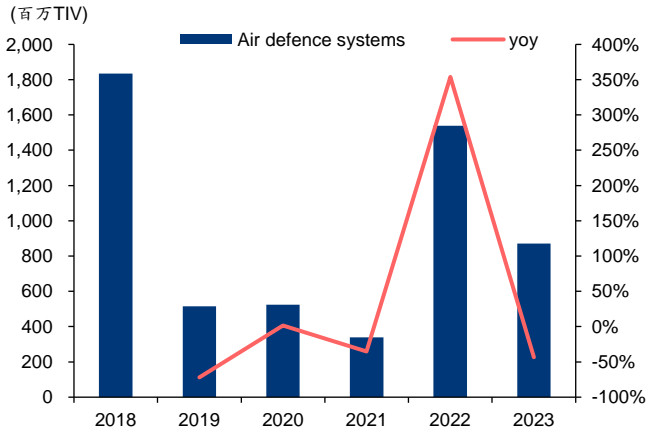
图表21：2022 年全球各国现役军机数量排名



资料来源：World Air Forces 2023，华泰研究

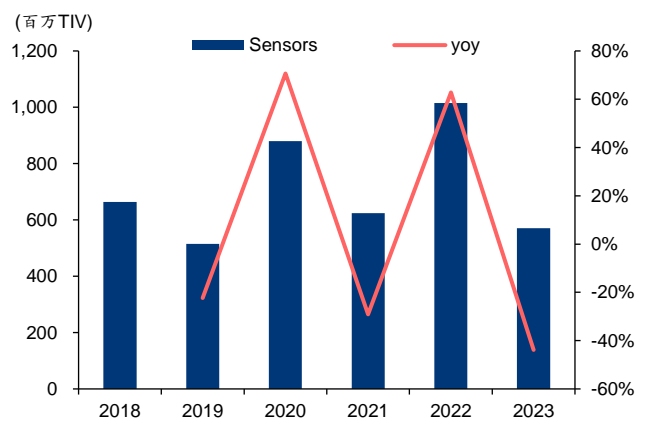
实际作战需求带动火炮和导弹交易量提升明显，装备对抗带动雷达和防空装备建设加快。现代战争重视空中打击，防空预警雷达重要性持续提升。现代战争攻击手段不再局限于地面攻击，战斗机、战斗直升机、无人机、无人飞行载具 (UAV)、各类导弹等成为现代战争中的主要攻击手段。俄乌冲突展示出了空中力量在战场中的效果，也从侧面证明了防空反导体系在国防建设中的重要性，因此从 2022 年以来雷达和防空系统的军贸规模持续提升。根据 SIPRI 数据，2022 年进出口增速最快的装备为火炮，其次为防空反导系统，由于无人机、导弹等空中威胁呈多样化，防空系统 TIV 规模达到 15.4 亿美元，同比增长 354%；同时雷达 (Sensors) 作为核心探测手段和防空反导系统的重要组成，TIV 规模达到 10.2 亿美元，同比增长 63%。

图表22：全球防空系统出口金额



资料来源：SIPRI，华泰研究

图表23：全球探测设备出口金额



资料来源：SIPRI，华泰研究

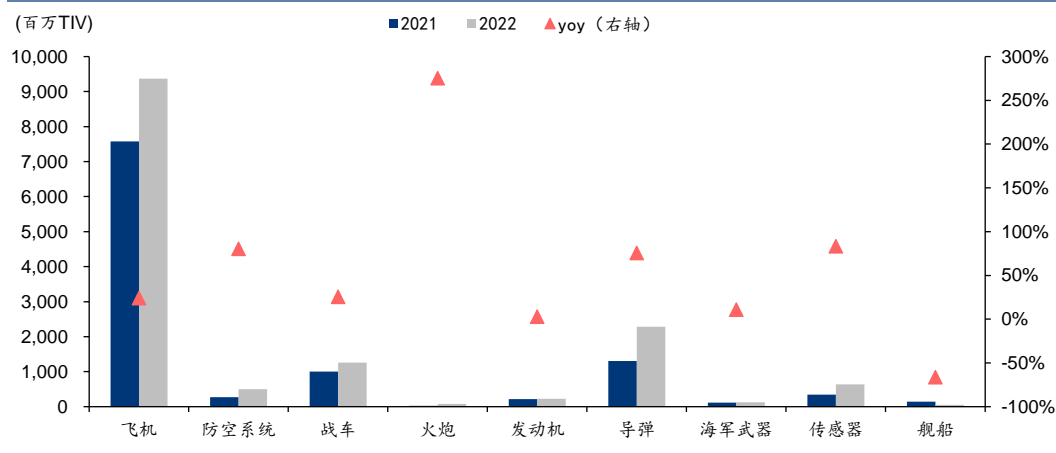
图表24：2018-2022 年军贸市场各类装备交易量统计

单位：百万 TIV	2018	2019	2020	2021	2022	2022 同比 2019-2022	CAGR
飞机	11907	14031	11412	13480	14851	10.17%	5.68%
防空导弹系统	1662	988	566	704	1394	98.01%	-4.30%
装甲车	3026	2807	2564	2651	3299	24.44%	2.18%
火炮	352	383	444	295	650	120.34%	16.57%
发动机	1736	1944	1678	1646	1490	-9.48%	-3.75%
导弹	4223	3663	2971	2806	4565	62.69%	1.97%
海军武器	233	155	153	180	257	42.78%	2.48%
其他	124	445	311	249	232	-6.83%	16.95%
卫星	50	50	50	10	10	0.00%	-33.13%
传感设备	1068	1124	785	940	1372	45.96%	6.46%
舰船	3425	2017	3067	3831	3863	0.84%	3.05%

资料来源：SIPRI，华泰研究

俄乌冲突带来军贸热销品种变化，防空系统、火炮、导弹、传感设备出口量显著提升。2022 年俄乌冲突使得全球国防意识增强，美国作为军贸出口大国，部分装备出口量增长明显，以防空反导和雷达等偏重防御的装备出口规模显著提升，同时导弹和火炮等在价值量较低且消耗量较大的直接作战装备出口规模也有明显增长。其中防空系统和传感设备出口 TIV 分别同比增长 80.36%和 83.29%；火炮和导弹出口 TIV 分别增长 275.00%和 75.38%。

图表25：2022年美国出口装备变化情况



资料来源：SIPRI，华泰研究

美国军贸市场龙头地位难以撼动，但高强度军援让出部分国际市场。未来一段时期美国仍然持有大量主战武器出口订单，其中包括计划向 23 个国家出口 600 架 F-35 战斗机和 278 架其他新型号战斗机。综合来看，美国仍稳居国际军贸市场龙头地位。但俄乌冲突以来，美国持续对乌克兰进行军事援助。根据美国国防部统计，自 2022 年 2 月 24 日俄乌冲突发生至 2023 年 12 月 27 日，美国已对乌克兰的军援金额已达 442 亿美元，高强度的军事援助挤压了可供用于正常军贸的装备数量，甚至对内需都产生了一定影响。根据战略与国际研究中心 (CSIS) 报告，美国更换 155 毫米炮弹等弹药库存，可能需要 4 至 7 年的时间；更换“标枪”反坦克导弹，可能需要 8 年的时间；更换“毒刺”防空导弹，可能需要长达 18 年的时间。因此美国因自身产能问题，可能在部分国家的军贸份额有望释放出来。

图表26: 截至到 2023 年 12 月 27 日美国对乌克兰军援项目

种类	项目	数量	种类	项目	数量	种类	项目	数量			
防空系统	爱国者防空导弹及相关导弹	1 套	弹药	高机动性火炮火箭系统39套 (HIMARS) 和弹药		车辆	艾布兰坦克	31 辆			
	国家先进地对空导弹系统及12套相关导弹			陆基小直径炸弹发射器和制导火箭			T-72B 坦克	45 辆			
	HAWK 防空系统和弹药			155 毫米榴弹炮及炮弹	198 门		布雷德利步兵战车	186			
	AIM-7, RIM-7 和 AIM-9M 防空导弹			精确制导 155 毫米炮弹	7000+		布雷德利火力支援队车辆	4 辆			
	毒刺防空导弹	2000+枚		155 毫米远程反装甲地雷40000+ (RAAM)系统			史崔克装甲运兵车	189 辆			
	复仇者防空系统			105 毫米榴弹炮和弹药	72 门 /80 万+		M113 装甲运兵车	300 辆			
	吸血鬼反无人机系统(c-UAS)及相关弹药			203 毫米炮弹	10000+枚		M1117 装甲安全车辆	250 辆			
	反无人机炮车及相关弹药			152 毫米炮弹	20000+枚		防地雷伏击车(mrap)	500 辆			
	移动反无人机激光火箭制导系统			130 毫米炮弹	40000+枚		高机动多用途轮式车辆2000+辆 (HMMWVs)				
	其他反无人机设备			122 毫米炮弹	40000+		轻型战术车辆	200+辆			
	高射炮和弹药			122 毫米 GRAD 火箭弹	60000 枚		装甲医疗车	300 辆			
	防空系统部件			120 毫米迫击炮系统	47 套		卡车和重型拖车	80/124			
	将西方发射器、导弹和雷达与乌克兰系统整合的设备			82 毫米迫击炮系统	10 套		拖拽设备用战术车辆	800+辆			
	支持乌克兰现有防空能力的设备			81 毫米迫击炮系统	112 套		回收设备用战术车辆	131 辆			
	关键基础设施防护设备			60 毫米迫击炮系统	58 套		指挥车	10 辆			
	空中监视雷达	12 部		迫击炮炮弹	40 万+枚		弹药支援车	30 辆			
	飞机和无人机系统	米格-17 直升机		20 架	反装甲和轻武器		反火炮和反迫击炮雷达	70+部	海洋装备	装甲桥架系统	18 辆
		弹簧刀无人机系统(UAS)					多功能雷达	20 部		后勤支援车辆	8 辆
		凤凰幽灵无人机								油罐装甲车和油罐拖车	239/105 辆
CyberLux K8 无人机						水罐拖车	58 辆				
Altius-600 UAS						多功能装甲车	6 辆				
Jump-20 UAS						125 毫米, 120 毫米和 105 毫米坦克弹药					
大黄蜂无人机						25 毫米子弹	180 万+发				
Puma UAS						扫雷设备					
Scan Eagle UAS											
Penguin UAS											
无人机雷达		2 部									
高速反辐射导弹(HARMs)											
精确航空弹药											
祖尼飞机火箭	6000+枚										
Hydra-70 飞机火箭	20000+枚										
无人机弹药											

资料来源: 美国政府官网, 华泰研究

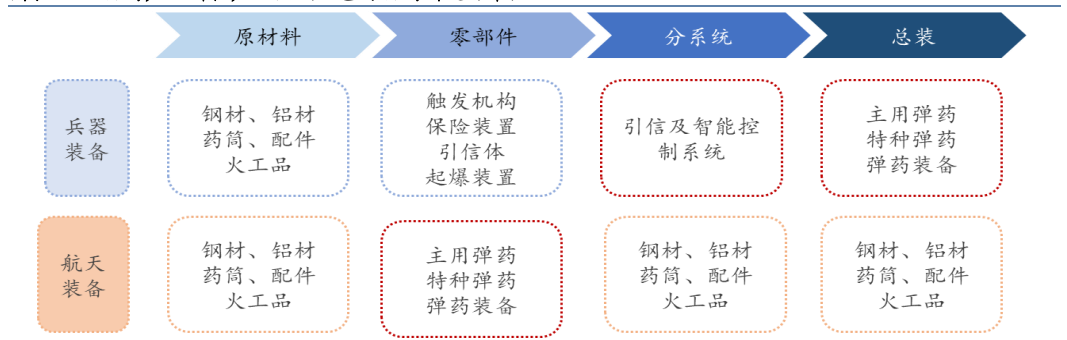
2024.6.22 根据新华网报道, 德国最大武器制造商莱茵金属公司获得了该公司史上最大订单, 将向德国军方供应高达 85 亿欧元 (约合人民币 660 亿元) 的火炮弹药。该协议于 24.6.20 宣布, 旨在补充德国联邦国防军耗尽的弹药库存。根据该协议, 交付将于 2025 年初开始, 第一批炮弹总价值为 8.8 亿欧元 (约合人民币 68.3 亿元)。

## 技术优势显著，产能扩张打开成长空间

### 公司技术储备丰富，是弹药装备分系统和总装单位

公司在弹药装备与制导装备产业链中具备分系统配套与总体集成的双重定位，其产业链布局覆盖中下游核心环节。在弹药装备领域，公司作为主用及特种弹药的总装单位，承担总体设计及系统集成职能，主导 6 个型号装备的研制生产；同时，其引信及智能控制分系统作为弹药核心分系统，以唯一或主要供应商身份配套 6 个型号产品，形成从分系统研发到整弹总装的全链条能力。在制导装备领域，公司聚焦固体发动机动力模块与安全控制模块两大核心零部件，固体发动机以唯一/唯二供应商身份配套 9 个型号制导武器系统，安全控制模块配套 3 个型号，凸显其在动力系统、弹载控制等关键技术环节的支撑作用。

图表27：公司产品所在产业链（红色为公司所处环节）



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

作为国内少数专注于导弹（火箭弹）固体发动机动力模块科研生产的企业之一，公司产品广泛应用于我军现役多型号导弹及火箭弹。凭借多年自主研发的深厚积累，公司在高性能材料技术与安全高效制备技术领域掌握了多项核心技术，成功承担了 Yx 系列、Px 系列等多项国家重要列装导弹，以及军贸 C 系列导弹、WS 系列火箭弹的固体发动机装药研制与批产任务。公司与我军主要导弹、火箭弹研制生产领域的军工集团下属单位建立了长期稳定的合作关系，成为其战略合作伙伴。2022 年，公司导弹（火箭弹）固体发动机动力模块与控制产品收入中，约 94% 的产品应用于我军现役主战装备。

图表28：公司导弹固体发动机与控制领域主要产品

产品名称	产品特性	主要技术	终端应用
ZB026/JW-固体发动机动力模块	1、大幅降低产品体积及重量； 2、大幅提高总装产品机动性和突防能力； 3、低温、高频震动环境下能量保持率高，工作可靠。	1、新型隔热复合材料技术； 2、高性能复合推进剂技术； 3、高性能复合推进剂制备参数智能模型与控制技术； 4、中小口径发动机动力模块高效制造技术； 5、新型包覆套材料、成型与可修复技术	该产品应用于我军新一代导弹，配用于我军新一代歼击机，总体作战性能达到国际先进水平
YD040/XM-点火控制系统	1、复杂姿态、极端环境下的稳定发射点火，安全性高； 2、抗干扰能力强。	1、直列式抗干扰高压起爆技术； 2、全电子安全保险技术； 3、并行冗余起爆技术； 4、高压起爆之电压精准控制技术。	
ZT025/JW-固体发动机动力模块	1、实现燃速精确控制、具备超远距离续航能力； 2、动力模块能量高，使导弹具有高突防速度； 3、环境适应性强，可承受极低工作环境温度。	1、高性能复合推进剂技术； 2、高性能复合推进剂制备参数智能模型与控制技术； 3、绝热层高质量高效制造技术	该产品应用于我军重点型号导弹，配用于空、海平台远程打击大型水面舰艇的重点装备之一。
ZT005/JW-发动机动力模块	1、燃烧快、推力大、可短时达到数倍音速； 2、环境适应性强，可承受极低工作环境温度。	1、高性能复合推进剂技术； 2、高性能复合推进剂制备参数智能模型与控制技术； 3、绝热层高质量高效制造技术。	该产品应用于我军某新型导弹，是空中平台打击高价值电子装备的重点装备之一。
远程火箭弹-发动机动力模块	1、燃速精确控制； 2、推力大、装填密度大。	1、高性能动力模块助剂技术； 2、绝热层高质量高效制造技术。	该型火箭弹为我国外贸用高精度制导远程火箭炮武器系统，射程较大。
YA033/XM 战斗部安保机构	1、实现全弹道安全； 2、保险机构适应超高速环境； 3、发火机构冗余设计，作用可靠性高。	1、全弹道安全闭锁技术； 2、高过载结构设计及材料技术； 3、抗超高（冲击）过载缓冲技术。	该型导弹我军重要某型战术导弹。

资料来源：公司招股书，华泰研究

公司在弹药装备领域拥有深厚的技术积累和显著的技术优势，是国内弹药装备研制与生产的重要企业。多年来，公司专注于弹药装备的研发与生产，其产品涵盖主用弹药、特种弹药以及引信及智能控制产品，广泛应用于防空反导、装甲突击、反恐处突、海洋调查等多个领域。通过持续的研发投入和型号迭代，公司在多弹种总体设计、精度控制、毁伤效果等关键环节取得了丰富的研发成果和核心技术，在小口径防空反导弹药方面达到了国内先进水平，多项关键技术和产品处于行业领先地位，并成功将相关技术成果转化为实际产品。2022年，公司弹药装备产品收入中，约89%的产品应用于我军现役主战装备，体现了公司在该领域的强大实力和市场地位。

### 技改提升生产效率，产能扩张提供发展空间

技改项目与统筹规划项目同步推进，助力公司形成“一园区，三基地”的发展格局。2023年6月，公司通过IPO募集资金16亿元，其中3.29亿元用于统筹规划建设，1.96亿元用于产品技术及研发项目，另有2.25亿元用于补充流动资金，超募资金达6.9亿元。自2019年起，公司利用自筹资金启动了统筹规划项目和技改项目B的建设。统筹规划项目分为A区、B区和C区，旨在构建“一个园区，三个基地”的布局。

- A区**：作为公司集团总部、子公司和军工行政办公区，同时也是科研及机械加工生产基地，已在IPO前初步建成。
- B区**：规划为公司弹药装备的总装区域，子公司自建靶场也将搬迁至此，该区域已在IPO前初步建成。
- C区**：作为子公司江国科和新明机械的行政办公区、科研及机械加工生产基地，已在IPO前建设完工。
- 技改项目B**：显著提升了公司的生产效率和检测能力，降低了产品固定成本摊销，推动2022年固体发动机动力模块毛利率快速提升，该项目已在IPO前建设完工。
- 此外，IPO募集的1.96亿元资金将用于产品及技术研发投入。在弹药装备领域，公司基于现有核心技术，进一步满足弹药产品在远程化、智能化、高效能、多用途、微型化等方面的需求。在制导装备领域，公司计划研发新型高能物质，以提升固体发动机动力模块的能量水平，并积极开展固体发动机总装的研发，拓展新的业务领域，实现固体发动机配套层级的提升。
- 航天动力建设项目投资**：发动机动力模块业务的快速增长使公司面临产能不足的问题，因此公司于2023年7月和2024年7月分别通过银行借款与自筹的形式募资以进行能力建设，提升发动机动力模块的科研生产能力。其中，2023年投资8.13亿元，建设投资6.5亿元，预计投资回收期为5年；2024年投资3.43亿元，用于建设固体火箭发动机研发中心、智能制造加工区和生产辅助区，预计投资回收期为7年，项目建成后将极大拓展公司新产品业务领域，有助于公司进一步夯实核心竞争力并进行产业链延伸。

图表29：公司技改及募投项目梳理

募资方式	项目名称	总投资(亿元)	拟投入募集资金(亿元)
自筹资金	技改项目B	-	-
IPO/自筹资金	统筹规划建设	8.05	3.29
	产品及技术研发投入	1.96	1.96
	补充流动资金及偿还项目银行贷款	2.25	2.25
银行借款+自筹资金	航天动力建设项目(2023年)	8.10	6.50
	航天动力建设项目(2024年)	3.43	3.43
	合计	23.79	17.43

资料来源：招股说明书，华泰研究

## 客户资源优势显著，股权激励提高公司凝聚力

公司与多家军工集团建立了长期稳定的合作关系，主要客户包括军方单位和以军工央企为主的其他军工客户、科研机构等。公司与军工央企集团 B 下属单位 B1、B2，军工集团 C 下属单位 C6，军工集团 G 下属单位 G1 等形成了紧密的合作关系，并且是军工集团 F 下属单位 F1 的战略合作伙伴。公司与客户建立了长期稳定的合作关系，形成了稳定的订单来源。其产品技术水平和性能得到了军方单位等终端客户的高度认可，主要产品为我军主战装备主用弹药或其关键部件。同时，公司积极围绕部队需求，拓宽新产品、新项目、新市场、新领域，为其长期健康发展打下坚实基础。公司前五大客户占总营收的比例超过 80%，且第一大客户占营收超过 50%。由于军工产品的终端用户主要为军方，且下游客户对供应商的选择较为谨慎，通常不会主动更换供应商。因此，公司在保证产品质量和技术及时迭代的基础上，基本能够保证长期稳定的客户资源，形成了较高的市场及客户壁垒。

公司积极开展股权激励，不断提高公司凝聚力。公司 2024 年 7 月推出限制性股票激励计划，拟向 200 名激励对象授予 360 万股限制性股票，占公司总股本的 2.05%，授予价格为每股 21.13 元。激励对象主要包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员等，其中 195 名为技术/业务骨干。2024 年 12 月，公司完成股权激励授予。公司此次激励计划考核年度为 2025 年-2027 年三个会计年度，业绩考核要求为，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应不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值，彰显公司信心。股权激励将有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益绑定，激发管理团队的积极性，从而提高经营效率，凸显公司的中长期投资价值。

图表 30：公司股权激励计划三个会计年度业绩考核要求

归属期	对应考核年份	目标值
第一个归属期	2025 年	1、2025 年扣非归母净资产收益率不低于 6.8%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 2、以 2023 年扣非归母净利润为基数，2025 年扣非归母净利润年复合增长率应不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 3、2025 年研发投入强度应不低于 7.00%。
第二个归属期	2026 年	1、2026 年扣非归母净资产收益率不低于 7.3%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 2、以 2023 年扣非归母净利润为基数，2026 年扣非归母净利润年复合增长率应不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 3、2026 年研发投入强度应不低于 7.01%。
第三个归属期	2027 年	1、2027 年扣非归母净资产收益率不低于 7.8%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 2、以 2023 年扣非归母净利润为基数，2027 年扣非归母净利润年复合增长率应不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 3、2027 年研发投入强度应不低于 7.02%。

资料来源：公司公告，华泰研究

## 盈利预测、估值与投资建议

考虑到公司弹药装备产品在小口径防空反导弹药领域优势凸显，固体发动机动力与控制产品覆盖高、中、低各种燃速产品，产品已应用于多款现役主战导弹（火箭弹）装备或新一代型号研制装备，有望实现稳定高增长。我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 12.04/15.02/18.51 亿元，同比增长 15.78%/24.67%/23.30%，归母净利润分别为 1.99/2.45/3.01 亿元，同比增长 41.25%/23.05%/23.26%。其中军品弹药装备产品/导弹（火箭）固体发动机动力与控制产品 2024-2026 年营收 CAGR 分别为 22.51%/20.72%。

图表31：国科军工：盈利预测

(人民币百万元)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>总收入</b>	<b>574.37</b>	<b>672.47</b>	<b>837.22</b>	<b>1040.25</b>	<b>1204.36</b>	<b>1501.52</b>	<b>1851.30</b>
增长率 (YoY)		17.08%	24.50%	24.25%	15.78%	24.67%	23.30%
军品收入	495.09	610.46	795.88	994.57	1,156.42	1,451.15	1,798.42
YoY		23.30%	30.37%	24.97%	16.27%	25.49%	23.93%
民品收入	61.63	42.69	28.83	36.27	38.08	39.99	41.99
YoY		-30.74%	-32.47%	25.82%	5.00%	5.00%	5.00%
受托研发收入	15.90	18.24	10.91	5.29	5.55	5.83	6.12
YoY		14.73%	-40.20%	-51.53%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务收入	1.75	1.08	1.61	4.12	4.33	4.55	4.77
YoY		-38.20%	49.47%	155.54%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>总毛利</b>	<b>192.80</b>	<b>234.53</b>	<b>310.92</b>	<b>336.54</b>	<b>409.81</b>	<b>521.16</b>	<b>633.49</b>
增长率 (YoY)		21.64%	32.57%	8.24%	21.77%	27.17%	21.55%
总毛利率	33.57%	34.88%	37.14%	32.35%	34.03%	34.71%	34.22%
军品毛利率	34.63%	36.77%	37.87%	32.27%	34.12%	34.81%	34.29%
民品毛利率	25.12%	28.65%	28.03%	27.66%	28.00%	28.00%	28.00%
受托研发毛利率	30.37%	-16.64%	2.72%	28.85%	28.00%	28.00%	28.00%
其他业务毛利率	59.43%	81.06%	70.49%	97.36%	70.00%	70.00%	70.00%
销售费用率	1.92%	2.10%	1.82%	1.62%	1.80%	1.60%	1.40%
管理费用率	5.98%	8.39%	8.96%	7.48%	7.30%	9.00%	8.40%
研发费用率	7.93%	9.06%	7.72%	6.96%	8.50%	8.20%	7.90%
<b>归母净利润</b>	<b>63.38</b>	<b>75.43</b>	<b>110.55</b>	<b>140.69</b>	<b>198.72</b>	<b>244.53</b>	<b>301.41</b>
增长率 (YoY)		381.28%	19.02%	46.55%	27.26%	41.25%	23.26%

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

### 军品：

公司军品包括弹药装备和导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品两大板块，多数应用于军方主战装备。得益于国防武器装备更新换代以及训练实战化需求的提升，公司军用产品收入持续快速增长，2021-2023 年 CAGR 为 26.18%，各产品类别均实现增长。分品类来看，军品收入以弹药装备为主，2020-2022 年分别占军品总收入的 79.24%/77.75%/61.59%（公司自 2023 年起不再披露军品详细拆分，本报告 2023 年拆分为估算值）。

**1) 弹药装备产品：**根据公司招股书，公司弹药装备产品主要包括**主用弹药、特种弹药和引信及智能控制产品**，应用于防空反导、装甲突击、反恐处突、海洋调查等多个领域。其中主用弹药收入占比较高，2020-2022 年分别占弹药装备产品收入的 84.9%/76.2%/74.0%。结合我们后文对弹药装备三类细分产品的预测，我们预计公司弹药装备产品 2023-2026 年收入分别为 6.05/7.49/9.27/11.12 亿元，同比增速分别为 23.43%/23.76%/23.80%/20.00%。毛利率方面，弹药装备 2020-2022 年分别为 31.34%/36.58%/36.00%。2021 年毛利率提升主要系部分单价较高的引信类产品收入占比较大，拉高了弹药装备整体毛利率。2023 年公司整体军品毛利率下滑 5.60pcts 至 32.27%，主要系相关税收政策改革致产品单价下降，及在建工程转固，折旧增加致营业成本上升，考虑到短期在建工程陆续转固以及成熟产品的价格年降，公司毛利率或无法恢复至以往年度 36%以上的高水平，但由于公司新产品型号的陆续转批产，规模效应逐步提升，公司毛利率有望逐步稳定在 32%左右，我们预计弹药装备产品 2023-2026 年毛利率分别为 31.00%/32.00%/33.00%/32.00%。

①**主用弹药**：2020-2022 年实现收入 3.33/3.62/3.63 亿元，2021-2022 年同比增速为 8.53%/0.36%，收入小幅增加，主要系公司产品在军方最新型号武器装备科研竞标成功中标后，军方订单量持续稳定。公司产品 DJ022/JK 弹、DJ014/XF 弹作为我军最新型主战装备两型不同口径主用弹种于 2019 年底、2020 年内先后定型批产，实现公司主用弹药产品更新换代，成为公司主用弹药产品的主要收入来源。根据公司年报，2023 年军品收入同比增长 24.97%，主要系军品中主用弹药和导弹安全模块产品交付数量较上年增加所致。根据招股说明书，公司通过 IPO 募资进行统筹规划项目建设，B 区加强弹药总装能力，C 区加强弹药外壳机加工能力，我们认为弹药装备通过募投项目可充分扩产放量，满足下游日益高增需求，有效解决当前小口径弹药产能瓶颈，有望保障未来该业务营收持续稳增长，我们预计 2023-2026 年公司主用弹药收入分别为 4.55/5.69/7.11/8.53 亿元，同比增速分别为 25.37%/25.00%/25.00%/20.00%。

②**引信与智能控制产品**：2020-2022 年实现收入 0.42/0.86/0.89 亿元，2021-2022 年同比增速为 107.65%/3.86%，公司引信产品主要用于保证弹药在预定点可靠引爆及引爆前的安全，与下游弹药放量情况正相关。根据公司招股书，2021 年引信产品收入增速同比高增，主要系 2021 年 YD014/XH 订单大幅增加，新增该板块收入 2377.50 万元所致。根据公司年报，2023 年围绕弹药智能化方向，公司开发了某主战装备新型弹药智能引信等产品，我们认为公司引信产品作为产业链配套核心环节，有望随行业整体复苏放量，预计 2023-2026 年引信产品收入分别为 1.00/1.20/1.44/1.73 亿元，同比增速分别为 11.56%/20.00%/20.00%/20.00%。

③**特种弹药**：2020-2022 年实现收入 0.18/0.27/0.38 亿元，2021-2022 年同比增速为 52.16%/40.72%。公司特种弹药主要用于军警及海洋调查作业，产品种类较多，批次较小，每年根据客户不同需求，收入金额小幅波动。考虑到特种弹药多品种小批量，可预测性弱，且占公司收入比重低，我们预计 2023-2026 年收入分别为 0.50/0.60/0.72/0.86 亿元，同比增速分别为 32.90%/20.00%/20.00%/20.00%。

图表32：弹药装备产品盈利预测

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
弹药装备产品-营业收入	392.3	474.7	490.2	605.0	748.8	926.9	1,112.3
YoY(%)		21.0%	3.3%	23.4%	23.76%	23.80%	20.00%
弹药装备产品-毛利率	31.3%	36.6%	36.0%	31.0%	32.0%	33.0%	32.0%
<b>其中 1：主用弹药</b>							
主用弹药-营业收入	333.2	361.6	362.9	455.0	568.8	710.9	853.1
YoY(%)		8.5%	0.4%	25.4%	25.00%	25.00%	20.00%
主用弹药-毛利率	31.0%	33.1%	35.2%				
<b>其中 2：引信与智能控制产品</b>							
引信与智能控制产品-营业收入	41.6	86.3	89.6	100.0	120.0	144.0	172.8
YoY(%)		107.6%	3.9%	11.6%	20.00%	20.00%	20.00%
引信与智能控制产品-毛利率	32.1%	48.3%	33.6%				
<b>其中 3：特种弹药</b>							
特种弹药-营业收入	17.6	26.7	37.6	50.0	60.0	72.0	86.4
YoY(%)		52.2%	40.7%	32.9%	20.00%	20.00%	20.00%
特种弹药-毛利率	35.7%	45.4%	49.1%				

资料来源：Wind，华泰研究预测

**2) 导弹（火箭）固体发动机动力与控制产品：**根据公司招股书，该产品主要分为导弹（火箭）固体发动机动力模块和导弹安全与控制模块。固体发动机动力与控制产品 2020-2022 年实现收入 1.03/1.36/3.06 亿元，2021-2022 年收入增速分别为 32.14%/125.10%。综合我们对固体发动机动力模块和安全与控制模块的分业务预测，我们预计导弹（火箭）固体发动机动力与控制产品 **2023-2026 年分别实现收入 3.90/4.08/5.24/6.86 亿元，同比增速分别为 27.58%/4.53%/28.59%/30.88%**。毛利率方面，固体发动机动力与控制产品 2020-2022 年分别为 47.18%/37.44%/40.87%，2021 年毛利率大幅下滑，根据招股书，主要系随着军改的持续深入，部分军种探索合同签订数量、付款方式与价格联动，部分中大口径列装定型产品随着订货量增大，于 2021 年下半年采用量大价优的联动机制，单价有不同程度下降，其中 ZT025/JW 下降 8.33%，ZT005/JW 下降 6.25%，产品价格下降导致毛利率下降；此外，2021 年，固体发动机动力模块产品结构发生小幅变化，毛利率相对较低的小口径产品交付数量和收入占比提升。2022 年，毛利率回升，主要系随着公司技改项目 B 的实施，生产效率和检测能力提升，收入规模上升使得产品固定成本摊销下降，共同导致导弹（火箭）固体发动机动力模块产品单位成本下降。我们认为公司导弹业务中，成熟型号产品占比逐步提升，或面临价格年降，较难维持过去的高水平，同时技改和募投项目逐步落地，随短期有转固压力，但长期来看规模效应或逐步凸显，我们预计 2023-2026 年公司导弹（火箭）固体发动机动力与控制产品毛利率分别为 41.00%/38.00%/38.00%/38.00%。

图表33：导弹（火箭）固体发动机动力与控制产品盈利预测

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
导弹（火箭）固体发动机动力与控制产品-营收	102.8	135.8	305.7	390.0	407.7	524.2	686.1
YoY(%)		32.1%	125.1%	27.6%	4.5%	28.6%	30.9%
导弹（火箭）固体发动机动力与控制产品-毛利率	47.2%	37.4%	40.9%	41.0%	38.0%	38.0%	38.0%
<b>其中 1：导弹（火箭）固体发动机动力模块</b>							
导弹(火箭)固体发动机动力模块-营业收入	97.2	98.0	191.6	225.0	292.5	380.3	513.3
YoY(%)		0.7%	95.6%	17.4%	30.0%	30.0%	35.0%
导弹(火箭)固体发动机动力模块-毛利率	47.2%	37.2%	42.8%				
<b>其中 2：导弹安全与控制模块</b>							
导弹安全与控制模块-营业收入	5.5	37.8	114.1	165.0	115.2	144.0	172.8
YoY(%)		583.9%	201.5%	44.6%	-30.2%	25.0%	20.0%
导弹安全与控制模块-毛利率	46.7%	38.2%	37.6%				

资料来源：Wind，华泰研究预测

**①导弹(火箭)固体发动机动力模块：**2020-2022 年实现收入 0.97/0.98/1.92 亿元，2021-2022 年收入增速分别为 0.74%/95.57%，根据招股书，公司导弹（火箭）固体发动机动力模块业务收入逐年增长，批产型号和在研型号产品逐年增加。其中，ZT025/JW、ZT005/JW、ZH027/JW、ZB026/JW 四型产品相继转入批产阶段，应用于空军、陆军、海军主战产品，成为固体发动机动力模块主要收入来源。2022 年，公司该板块业务收入金额 19,160.03 万元，大幅增长，主要是受终端用户需求大幅增加，公司批产产品大量交付所致。根据公司 2024 年半年报，24H1 公司导弹（火箭）固体发动机动力模块收入同比快速增加。考虑到导弹进入近代化列装阶段，固体发动机或成为重点建设方向，同时公司募投项目陆续达产，产能端压力逐步试访。我们预计固体发动机动力模块 2023-2026 年分别实现收入 2.25/2.93/3.80/5.13 亿元，同比增速分别为 17.43%/30.00%/30.00%/35.00%。

**②导弹安全与控制模块：**2020-2022 年分别实现收入 0.06/0.38/1.14 亿元，2021-2022 年同比增速分别为 583.91%/201.54%。根据招股书，公司不断加大科研攻关，扩充产品科研生产管线，在导弹安全与控制模块领域发力，持续新增批产型号，为公司业务发展注入新动能，2021-2022 年收入持续大幅度增加，主要系受终端用户需求大幅增加，YD040/XM 产品订单大幅增加所致。2024H1，子公司新明机械（引信及智能控制装备、导弹安全与控制模块）实现收入 1.22 亿元，同比-0.32%，我们认为 2024 年公司部分控制模块下游型号需求或短期延后，2025 年有望恢复。我们预计安全控制模块 2023-2026 年实现收入 1.65/1.15/1.44/1.73 亿元，同比增速分别为 44.61%/-30.20%/25.00%/20.00%。

**民品：**公司民用产品主要为炮射防雷增雨弹产品，2020-2023 年实现收入 0.62/0.43/0.29/0.36 亿元，2021-2023 年同比增速分别为-30.74%/-32.47%/25.82%。毛利率基本稳定，2020-2023 年分别为 25.12%/28.65%/28.03%/27.66%。公司民品收入基数较低，且公司主要经营方向为军品，因此我们保守预计公司 2024-2026 年民品营收为 0.38/0.40/0.42 亿元，同比增速分别为 5.00%/5.00%/5.00%，毛利率分别为 28.00%/28.00%/28.00%。

**受托研发：**公司受托研制收入主要是为军方单位、军工客户及军队院校提供特定产品研制和技术服务产生的收入。2020-2023 年实现营收 0.16/0.18/0.11/0.05 亿元，2021-2023 年同比增速分别为 14.73%/-40.20%/-51.53%。2020-2023 年毛利率分别为 30.37%/-16.64%/2.72%/28.85%，波动较大，主要系该业务定制化属性较高。我们保守预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 5.00%/5.00%/5.00%，毛利率分别为 28.00%/28.00%/28.00%。

**其他产品：**公司尚未披露其他产品具体信息，考虑到该业务在公司营收中占比较低，处于审慎原则，我们预计 2024-2026 年其他产品收入增速分别为 5.00%/5.00%/5.00%，预计 2024-2026 年毛利率分别为 70.00%/70.00%/70.00%。

#### 费用率预测：

**1) 销售费用率：**2020-2023 分别为 1.92%/2.10%/1.82%/1.62%，费用率基本稳定。公司业务以军品收入为主，军品产品研制要求高、定型周期较长，对销售人员的专业素质和前期投入要求较高，军品产品一旦定型，通常会保持 5-10 年稳定的销售，公司整体销售人员构成保持稳定。2024Q1-Q3 公司销售费用率为 1.60%，同比+0.21pcts，根据公司公告主要系销售人员薪酬增加所致。我们预计 2024 全年公司销售费用率较 2023 年小幅提升，2025-2026 年公司持续开拓市场使得销售费用率稳定上升，费用率随着营收规模扩张或略有下滑，预计 2024-2026 年销售费用率为 1.80%/1.60%/1.40%。

**2) 管理费用率：**2020-2023 分别为 5.98%/8.39%/8.96%/7.48%。2021 年公司管理费用率提升主要系职工薪酬增长、搬迁计提员工辞退福利、统筹规划建设 A 区土建工程及首批设备转固折旧增加、新增 A 区物业运营保障（含水电费）及 IPO 启动使得中介费有所增加所致。2024Q1-Q3 公司管理费用率为 7.40%，同比-0.04pcts，费用率基本持平。考虑到公司股权激励费用 2024-2028 年分别为 312.27/3747.18/3604.19/1935.58/809.26 万元，费用主要集中于 2025-2026 年，我们预计 2024-2026 管理费用率分别为 7.30%/9.00%/8.40%，剔除股权激励影响后，管理费用率约为 7.04%/6.47%/6.43%，跟随营收规模扩张稳步下行。

**3) 研发费用率：**2020-2023 分别为 7.93%/9.06%/7.72%/6.96%。2021 年费用率大幅提升主要系得益于公司研发项目增加，研发人员薪酬待遇相应提高，2021 年后研发费用绝对值保持稳定提升，费用率随着营收规模扩大而下滑。2024Q1-Q3 公司研发费用率为 8.66%，同比+1.82pcts，主要系公司持续加大核心产品的研发投入，进一步加大在导弹（火箭）固体发动机动力模块和智能化新质弹药装备与单兵武器系统的科研投入力度，同时加强高水平研发人员的引进，研发薪酬随之增加共同所致。考虑到军工行业需要保持预研一代、研制一代、生产一代的研产销节奏，公司需要不断进行研发投入完善产品体系，因此我们预计公司将进一步加强研发投入，研发费用率随着公司营收规模扩大而维持稳定，预计 2024-2026 分别为 8.50%/8.20%/7.90%。

### 估值与投资建议

公司布局弹药装备、导弹（火箭）固体发动机动力与控制产品两大板块，拳头产品为现役主战装备主用弹药或其关键部件，是消耗装备赛道核心标的之一，我们预计公司 24-26 年分别实现归母净利润 1.99/2.45/3.01 亿元，同比增长 41.25%/23.05%/23.26%，对应当前股价 PE 分别为 45/37/30X。我们选取导弹赛道的菲利华（导弹石英纤维）、北方导航（制导控制产品）、长盈通（弹载光纤环）作为可比公司，可比公司估值 2025 年 Wind 一致预期 PE 均值为 44 倍，考虑到公司布局弹药装备、导弹（火箭）固体发动机动力与控制产品两大板块，和可比公司相比，耗材军品装备业务占比更高，给予公司 2025 年 50X 目标 PE，对应目标价 69.50 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表34：可比公司估值

公司名称	股票代码	股价(元/股)		市值(mn)			市盈率(x)			市净率(x)			ROE(%)		
		2025/3/24	2025/3/24	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E			
菲利华	300395 CH	43.48	22,708	58	33	25	5.4	4.7	4.0	9%	14%	16%			
北方导航	600435 CH	11.00	16,566	155	52	37	6.0	5.4	4.8	4%	11%	13%			
长盈通	688143 CH	34.93	4,275	/	48	31	/	3.2	2.9	/	7%	9%			
<b>平均值</b>			<b>14,516</b>	<b>106</b>	<b>44</b>	<b>31</b>	<b>5.7</b>	<b>4.4</b>	<b>3.9</b>	<b>7%</b>	<b>10%</b>	<b>13%</b>			
国科军工	688543 CH	51.35	9,022	45	37	30	3.8	3.6	3.3	9%	10%	11%			

注：除国科军工外，其余公司盈利预测来自于 Wind 一致预期  
资料来源：Wind，华泰研究预测

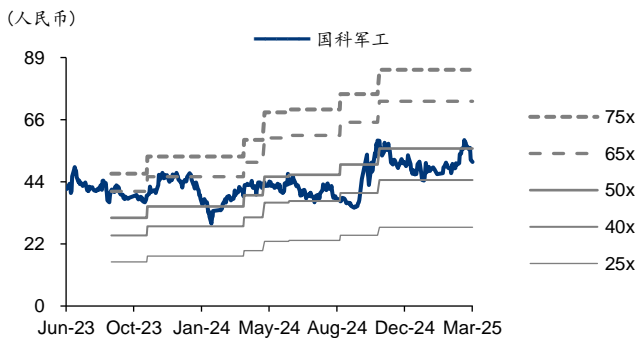
### 风险提示

**新产品研发风险。**如果公司不能在军品研发方面取得持续进展，技术开发受阻，或者武器装备技术发生重大变革，导致新产品研发失败，公司不能持续获得新增军品订单，将可能降低公司未来的持续盈利能力，并对公司经营造成较大不利影响。

**军品订单下降的风险。**公司军品订单受国家国防开支、部队装备更新换代、军队装备采购计划及模式变化等宏观因素的影响较大；同时，如果公司不能持续保持研发能力，不能持续获得军品订单或订单大幅下降，则可能会对公司经营产生重大不利影响。

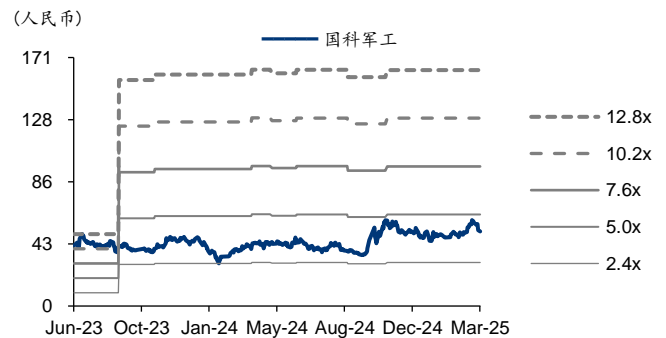
**股东减持风险。**此前公司公告了持股 5%以上股东泰豪科技，和持股 5%以下的两位自然人的减持计划，或短期对股价造成一定压力。

图表35：国科军工 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表36：国科军工 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 李聪、朱雨时、田莫充, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师李聪、朱雨时、田莫充本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司