下载日志已记录，仅供内部参考

股票研究

公司首次覆盖

证券研究报告

差异化引领发展，新技术赢得未来

■ 国科天成（301571.SZ）首次覆盖报告

姓名	电话	邮箱	登记编号
周明頔(分析师)	010-83939792	zhoumingdi@gtht.com	S0880525080003
杨天昊(分析师)	010-83939791	yangtianhao@gtht.com	S0880523080010

本报告导读：

国内新一代特种装备建设拉动高性能红外探测器需求提升，非制冷红外探测器应用广阔需求旺盛。公司为红外探测器核心供应商，具备差异化的 InSb 技术路线，抢先布局下一代 T2SL 技术，积极募投有序扩产，业绩有望快速增长。

投资要点：

- **首次覆盖国科天成，授予“增持”评级，目标价 84.45 元。**国内航空航天装备建设加速，带动高性能红外探测器需求大幅提升；非制冷红外探测器成本及售价不断下降，民品应用场景持续开拓，海外市场空间广阔。公司作为红外探测器核心供应商，兼具制冷型与非制冷型技术及产品，业绩有望较快释放。我们预计公司 2026~2028 年归母净利润为 3.99/6.19/9.47 亿元，EPS 分别为 2.23/3.45/5.28 元，综合 PE 及 PB 估值法，给予目标价 84.45 元，给予“增持”评级。
- **InSb 技术路线差异化竞争，布局下一代 T2SL 制冷型探测器。**1）公司主要采用锑化物制冷红外技术路线，区别于多数竞争对手的碲镉汞技术路线，在国内制冷红外市场具有较强的差异化竞争优势。2）T2SL 探测器是目前红外行业最前沿的探测器技术之一，在第三代红外探测器上的技术优势已得到验证，目前已进入包括 F-35 下一代光电分布式孔径系统（DAS）在内的美国主要军事项目。3）公司引进海外顶尖人才并研制出的 II 类超晶格探测器，代表着现阶段制冷红外领域前沿技术方向，进一步巩固和提升了公司在制冷红外领域的优势地位。
- **非制冷红外应用广阔需求旺盛，公司积极募投有序扩产。**1）武器装备现代化及全天候工作尤其是夜间作战、恶劣天气及恶劣环境下探测识别的固有需求，使得防务装备领域对红外产品的需求持续旺盛。随着我国国防现代化进程的不断推进，红外技术在我国军事领域的应用处于快速提升阶段，各类红外装备市场均快速发展，市场需求量巨大。2）非制冷型红外产品由于具有体积小、成本低、功耗低、寿命长等优势，在民用领域应用更为广泛。除安防监控、个人消费、工业监测、人体体温筛查、电力监测、医疗检疫等诸多传统领域的持续需求外，低空经济、智能机器人等新兴产业的需求快速增长。3）公司转债落地，募集不超过人民币 8.488 亿元，投入非制冷探测器产能建设等项目，有利于促进公司长期可持续发展。
- **催化剂：公司 T2SL 探测器产能建设及非制冷业务扩产完成。**
- **风险提示：毛利率波动风险；市场竞争风险；新品研发风险等**

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	961	1,103	2,007	3,087	4,484
(+/-)%	36.9%	14.9%	81.9%	53.8%	45.2%
净利润(归母)	173	204	399	619	947
(+/-)%	36.2%	18.2%	95.6%	55.1%	52.9%
每股净收益(元)	0.96	1.14	2.23	3.45	5.28
净资产收益率(%)	9.4%	10.0%	16.6%	20.9%	24.9%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	69.26	58.59	29.95	19.32	12.63

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

国科天成(301571)

运输设备业/可选消费品

	首次覆盖
评级	**增持**
目标价格(元):	**84.45**
当前价格：(元)	66.65

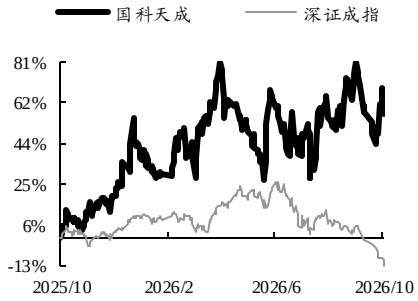
交易数据

52 周内股价区间(元)	42.60-77.14
总市值(百万元)	11,959
总股本/流通A股(百万股)	179/119
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	2,120
每股净资产(元)	11.81
市净率(现价)	5.6
净负债率	58.22%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-11%	6%	57%
相对指数	6%	25%	69%

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	449	215	365	107	324
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款及票据	699	811	1,071	1,389	1,644
存货	521	745	772	978	1,090
其他流动资产	221	583	327	495	703
流动资产合计	**1,889**	**2,354**	**2,534**	**2,969**	**3,761**
长期投资	3	37	37	37	37
固定资产	194	454	713	947	1,024
在建工程	99	117	142	155	301
无形资产及商誉	10	9	14	18	22
其他非流动资产	312	398	398	400	401
非流动资产合计	**618**	**1,015**	**1,303**	**1,556**	**1,784**
总资产	**2,508**	**3,369**	**3,838**	**4,526**	**5,546**
短期借款	548	1,096	1,096	1,096	1,096
应付账款及票据	54	92	105	163	234
一年内到期的非流动负债	7	7	36	36	36
其他流动负债	54	79	145	216	310
流动负债合计	**663**	**1,275**	**1,382**	**1,511**	**1,676**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
租赁负债	3	41	41	41	41
其他非流动负债	4	7	10	10	10
非流动负债合计	**7**	**48**	**52**	**52**	**52**
总负债	**670**	**1,323**	**1,434**	**1,562**	**1,727**
实收资本(或股本)	179	179	179	179	179
其他归母股东权益	1,652	1,860	2,219	2,777	3,628
归属母公司股东权益	**1,832**	**2,040**	**2,399**	**2,956**	**3,808**
少数股东权益	6	6	5	7	11
股东权益合计	**1,838**	**2,046**	**2,404**	**2,963**	**3,818**
总负债及总权益	**2,508**	**3,369**	**3,838**	**4,526**	**5,546**

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-29	-130	601	250	753
投资活动现金流	-233	-371	-399	-405	-400
筹资活动现金流	613	268	-52	-103	-136
汇率变动影响及其他	0	0	0	0	0
现金净增加额	351	-233	150	-258	217
折旧与摊销	37	48	117	155	179
营运资本变动	-278	-444	48	-565	-410
资本性支出	-228	-324	-407	-406	-406

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**961**	**1,103**	**2,007**	**3,087**	**4,484**
营业成本	611	668	1,263	1,956	2,804
税金及附加	2	3	5	7	11
销售费用	10	9	20	31	45
管理费用	49	58	106	164	238
研发费用	57	65	120	185	269
EBIT	**205**	**258**	**501**	**758**	**1,144**
其他收益	9	7	7	12	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	-1	1	1	7
财务费用	16	21	38	35	40
减值损失	-35	-48	0	0	0
资产处置损益	0	3	1	1	1
营业利润	**195**	**238**	**463**	**722**	**1,105**
营业外收支	0	0	0	0	0
所得税	20	34	65	101	155
净利润	**175**	**204**	**398**	**621**	**950**
少数股东损益	3	0	-1	2	3
归属母公司净利润	173	204	399	619	947

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
ROE(摊薄,%)	9.4%	10.0%	16.6%	20.9%	24.9%
ROA(%)	8.6%	7.0%	11.1%	14.9%	18.9%
ROIC(%)	7.7%	6.9%	12.0%	15.8%	19.7%
销售毛利率(%)	36.4%	39.4%	37.1%	36.6%	37.5%
EBIT Margin(%)	21.4%	23.4%	24.9%	24.5%	25.5%
销售净利率(%)	18.3%	18.5%	19.8%	20.1%	21.2%
资产负债率(%)	26.7%	39.3%	37.4%	34.5%	31.1%
存货周转率(次)	1.2	1.1	1.7	2.2	2.7
应收账款周转率(次)	1.6	1.5	2.2	2.5	3.0
总资产周转周转率(次)	0.5	0.4	0.6	0.7	0.9
净利润现金含量	-0.2	-0.6	1.5	0.4	0.8
资本支出/收入	23.7%	29.3%	20.3%	13.2%	9.1%
EV/EBITDA	31.90	36.83	20.66	14.28	9.68
P/E(现价&最新股本摊薄)	69.26	58.59	29.95	19.32	12.63
P/B(现价)	6.53	5.86	4.99	4.05	3.14
P/S(现价)	12.45	10.84	5.96	3.87	2.67
EPS-最新股本摊薄(元)	0.96	1.14	2.23	3.45	5.28
DPS-最新股本摊薄(元)	0.10	0.11	0.22	0.35	0.53
股息率(现价,%)	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	0.8%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 盈利预测与投资建议 4
1.1. 盈利预测 4
1.2. 估值分析 5
2. 风险提示 6

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 盈利预测与投资建议

1.1. 盈利预测

首次覆盖给予“增持”评级，我们预计公司 2026~2028 年归母净利润为 3.99/6.19/9.47 亿元，EPS 分别为 2.23/3.45/5.28 元，综合 PE 及 PB 估值法，给予目标价 84.45 元，给予“增持”评级。

关键假设：

- 我国航空航天装备建设加速，带动相关领域高性能红外探测器用量维持增长趋势。
- 海外非制冷红外需求持续旺盛，公司民品业务出海开拓新市场。
- 我国新一代特种装备对红外产品的性能要求不断提升，从而带动以 T2SL 为主的下一代制冷型红外产品放量。

按产品结构：1）我们认为，我国航空航天装备建设加速，带动相关领域高性能红外探测器用量维持增长趋势；海外非制冷红外需求持续旺盛，公司民品业务出海开拓新市场；我国新一代特种装备对红外产品的性能要求不断提升，从而带动以 T2SL 为主的下一代制冷型红外产品放量。红外行业需求高速增长，可比公司睿创微纳 2026 年前三季度实现归属于母公司所有者的净利润 22.5 亿元至 23.5 亿元，同比增加 218%到 232%；可比公司高德红外 2026 年上半年实现归母净利润 13.51 亿元，同比增长 646.81%；可比公司国科天成 2026 年上半年实现净利润 1.01 亿元，同比增长 49.43%，业绩增速创近三年新高，其中光电业务实现营业收入 6.11 亿元，同比增长 78.2%。因此，我们预计 2026~2028 年公司光电产品营收增速为 93%/58%/47%。2）其他主营业务主要为导航、遥感、信息系统业务，主要用户采购需求稳定，受市场波动较小，预计呈稳健增长态势。预计 2026~2028 年导航业务产品营收增速为-5%/-5%/-5%，信息系统业务增速分别为 5%/5%/5%，遥感业务增速分别为-10%/-10%/-10%，其他业务营收增速为 20%/20%/20%。

费用及盈利能力：公司是国内制冷型红外供应商龙头，成本管控能力较强，毛利率有望维持稳定，预计 2026~2028 年毛利率分别为 37%、37%、37%。公司在国内制冷型红外的技术路线及下一代T2SL技术上的领先优势有望在未来逐步转化为公司业绩，考虑到公司为保持技术领先优势而在研发领域维持较大投入，以及实施募投项目带来的折旧费用等影响，预计 2026~2028 年公司净利率分别为 20%、20%、21%。

表1：分业务收入预测

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营收	960.64	1,103.39	2,007.44	3,087.42	4,484.40
yoy	37%	15%	82%	54%	45%
毛利率	36%	39%	37%	37%	37%
分业务收入预测					
光电（百万元）	824.55	971.05	1876.15	2956.30	4352.56
yoy	35%	18%	93%	58%	47%
毛利率	32%	36%	35%	36%	37%
导航业务（百万元）	49.53	44.89	42.64	40.51	38.49
yoy	46%	-9%	-5%	-5%	-5%
毛利率	46%	33%	32%	32%	32%
信息系统（百万元）	47.44	49.63	52.11	54.71	57.45
yoy	67%	5%	5%	5%	5%
毛利率	83%	90%	88%	88%	88%
遥感业务（百万元）	33.06	29.48	26.53	23.88	21.49

下载日志已记录，仅供内部参考

yoy	31%	-11%	-10%	-10%	-10%
毛利率	74%	75%	75%	75%	75%
其他业务（百万元）	6.06	8.34	10.01	12.01	14.42
yoy	58%	38%	20%	20%	20%
毛利率	10%	12%	12%	12%	12%

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

1.2. 估值分析

我们采用 PE 估值法和 PB 估值法两种估值方法给出目标价。

可比公司选取：选取红外领域上市公司高德红外、睿创微纳以及同样处于元器件环节、具备独特技术优势的高增长龙头芯动联科作为可比公司。

PE 估值法：可比公司 2027 年平均 PE 估值 24.37 倍，给予公司 2027 年 24.37 倍 PE，对应合理估值 84.09 元。

PB 估值法：可比公司 2027 年平均 PB 估值 5.15 倍，给予公司 2026 年 5.15 倍 PB。我们预计 2027 年公司每股净资产（BPS）为 16.47 元，对应合理估值 84.82 元。

表2：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	总市值	BPS（元）		PB		EPS（元）		PE	
		2026/10/22	亿元	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
688002.SH	睿创微纳	148.88	693	19.44	26.61	7.66	5.59	5.65	7.73	26.33	19.25
002414.SZ	高德红外	10.55	451	1.78	1.94	5.94	5.44	0.28	0.36	37.10	28.91
688582.SH	芯动联科	35.62	143	7.02	8.08	5.08	4.41	1.00	1.43	35.63	24.95
	均值					6.22	5.15			33.02	24.37
301571.SZ	国科天成	66.65	120	13.37	16.47	4.99	4.05	2.23	3.45	29.95	19.32

数据来源：国科天成数据来自本文，其他可比公司来自 Wind 一致预期，国泰海通证券研究

综上，我们取 PE 和 PB 两种估值法平均值，得到国科天成目标价 84.45 元

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 风险提示

1）毛利率波动风险

探测器是占红外产品和零部件成本比例最高的核心零部件，如果未来我国制冷红外市场竞争加剧导致市场价格持续下降，或者公司毛利率较低的非制冷型红外产品收入占比增加等情形，公司红外产品和零部件业务的毛利率可能会有所下降，进而导致公司主营业务毛利率存在持续下降的风险。

2）新品类研发风险

公司主营业务涉及光学、电子、软件、算法等多个技术领域，公司技术储备是否能够应对市场竞争主要依赖于公司经验、行业理解、人才引进及培养等。如果公司未来不能对技术、产品的发展趋势做出正确判断并及时做出准确决策，有可能导致新技术或新产品的开发失败，或者新技术或新产品不能达到客户或市场的预期，进而对公司的持续发展和竞争力造成一定不利影响

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司是本报告所述睿创微纳(688002),芯动联科(688582)的做市券商。本报告系本公司分析师根据睿创微纳(688002),芯动联科(688582)公开信息所做的独立判断。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666