

2025 年 04 月 22 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

佳驰科技（688708）

2024 年年报点评：军民双翼协同发展，实现 EMMS

领域自主可控

报告摘要

◆ 事件：公司 4 月 18 日公告，2024 年实现营收（9.57 亿元，-2.45%），归母净利润（5.17 亿元，-8.23%），毛利率（76.84%，-0.07pcts），净利率（54.06%，-3.41pcts）。24Q4 实现营收（3.68 亿元，同比+34.98%，环比+66.91%），归母净利润（1.97 亿元，同比+11.71%，环比+80.93%），毛利率（76.18%，同比+0.36pcts，环比+0.69pcts），净利率（53.51%，同比-11.15pcts，环比+4.15pcts）。

◆ 我国主要的电磁功能材料与结构（EMMS）提供商。公司于 2024 年 12 月在科创板上市，始终专注于装备隐身、电磁兼容等领域的技术研发，产品涵盖隐身功能涂层材料、隐身功能结构件、隐身维护材料、电磁兼容材料，此外，公司新布局的新一代电波暗室总体设计集成及关键吸波材料产品在低频性能、使用寿命、运维成本方面有显著优势，同时材料阻燃性能优异。公司产品以军用产品为主，主要应用于航空领域，同时已布局舰船、航天、兵器等领域重点型号和重点产品，并加大这些领域的市场开拓力度，此外，公司积极完善民品市场业务布局，实现电磁兼容材料在消费电子、汽车电子等重点领域的业务突破。

◆ 业绩稳步发展，政府补助减少、信用减值损失增加等因素致盈利水平下降。2024 年，公司营收（9.57 亿元，-2.45%）略有下降，但基本处于平稳状态，公司处于发展平台期，隐身功能涂层、隐身功能结构件等批产产品进入平稳阶段，同时布局了新形态隐身功能结构件、电波暗室总体设计集成及关键吸波材料、隐身维护产品三大新产品方向，新产品处于研制布局阶段。归母净利润（5.17 亿元，-8.23%）有所下降，主要系政府补助以及拆迁所带来的营业外收入减少，同时，应收账款及应收票据增加导致信用减值损失所致，进而在公司毛利率（76.84%，-0.07pcts）保持稳定的情况下导致净利率（54.06%，-3.41pcts）有所下降。

投资评级

买入

首次评级

2025 年 04 月 21 日

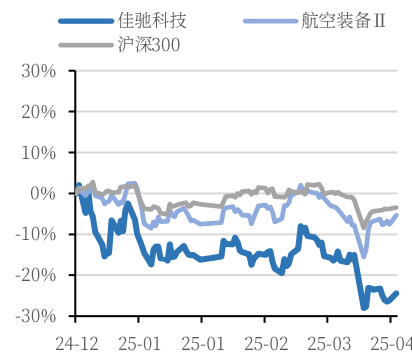
收盘价(元): 51.40

目标价(元): 62.00

公司基本数据

总股本(百万股)	400.01
总市值(百万)	20,560.51
流通股本(百万股)	35.71
流通市值(百万)	1,835.52
12 月最高/最低价(元)	85.25/46.22
资产负债率(%)	12.04
每股净资产(元)	8.02
市盈率(TTM)	158.24
市净率(PB)	6.41
净资产收益率(%)	16.12

股价走势图



作者

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

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

王绮文 分析师
SAC 执业证书：S0640524010001
邮箱：wangqw@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

单看 2024 年四季度，公司营业收入（3.68 亿元，+34.98%）和归母净利润（1.97 亿元，+11.71%）均大幅增长，毛利率（76.18%，+0.36pcts）也小幅回升。

◆ **技术研发持续突破，人员结构持续优化。**2024 年公司三费费率（4.19%，+0.45pcts）小幅增加，主要系管理费用率（4.33%，+0.81pcts）增加所致，销售费用率（0.91%，+0.08pcts）基本保持平稳波动，财务费用率（-1.05%，-0.45pcts）下降主要系货币资金利息收入增加。

公司持续夯实隐身功能涂层优势，大力创新发展隐身功能结构件，新形态隐身功能结构件研发取得积极进展，研发费用率（9.15%，+0.30pcts）保持增长。此外，公司是国内在 EMMS 领域唯一的科技创新平台，拥有 EMMS 领域优秀的专业人才队伍，2024 年公司研发人员持续增长，研发人员占比（33.18%，+1.11pcts）有所增加。

◆ **公司布局新产品，带来存货大幅增加。**资产负债端来看，公司应收账款（9.00 亿元，+67.10%）大幅增长，主要系客户结算特点所致。存货（1.15 亿元，+46.23%）增幅较大，主要系新产品研制布局，相关原材料采购（0.47 亿元，+68.02%）增加所致。

现金流量端来看，公司经营活动产生的现金流量净额（4.16 亿元，+29.86%）增加，主要系公司应收票据解兑带来经营活动产生的现金流入增加所致；筹资活动产生的现金流量净额 10.13 亿元，由负转正，主要是公司首发上市收到募集资金所致。

◆ **募投项目有助于缓解公司产能压力，扩大技术领先优势。**公司以 27.08 元/股首次公开发行 4001 万股股票，募集资金净额 10.03 亿元，用于电磁功能材料与结构生产制造基地建设项目、电磁功能材料与结构研发中心建设项目、以及补充营运资金。其中，电磁功能材料与结构生产制造基地建设项目是在现有主营业务产品上进行产能拓展和工艺升级，实现量产能力与产品性能的提升，项目已进入调试和收尾阶段；电磁功能材料与结构研发中心建设项目旨在全面提升公司研发软硬件及人才实力，提升公司科研创新能力，增强公司技术优势及综合竞争力。项目建成后有助于公司加速构建 EMMS 领域国内领先的研发设计能力、生产制造能力、测试检验能力等核心能力链。

◆ **隐身性能逐渐成为现代武器装备的关键能力。**空中优势作为战争中的关键要素，随着战争形态的转变以及武器装备性能的快速发展，隐身性能逐渐成为新型战斗机等高新技术武器装备最主要的特征和关键能力，而其中，隐

身材料是实现武器装备隐身能力的重要技术途径，能够有效降低武器装备的可探测性，从而提高武器装备的作战效能、生存能力以及战略威慑力。除了航空领域，随着隐身技术在新一代隐身巡航导弹、隐身潜艇、隐身无人机等武器中的应用，各类武器装备均呈现出隐身化趋势，带动隐身材料需求的增长以及应用领域的持续拓宽。

◆ 投资建议：

- 1、公司产品是解决武器装备隐身化的关键基础材料，随着我国新一代航空装备的研制及列装，高隐身性作为其重要功能之一，将持续提升对隐身材料的需求。此外，导弹、舰船等其他武器装备对隐身能力要求的提高，进一步带动隐身材料需求的增加；
- 2、公司持续完善业务布局，推动电磁兼容材料业务在民用消费电子、汽车等重点领域的拓展，解决其因集成化程度提升而带来的电磁兼容问题。随着重点领域产品及性能的不断迭代，对电磁兼容材料的需求也将持续提升；
- 3、公司募投项目建成将有助于提高公司产能，满足隐身功能结构件业务的规模化放量，提高公司市场规模和产品竞争力。

我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 11.49 亿元、13.73 亿元和 16.32 亿元，归母净利润分别为 6.19 亿元、7.36 亿元和 8.65 亿元，EPS 分别为 1.55 元、1.84 元和 2.16 元，我们给予“买入”评级，目标价 62 元，对应 2025-2027 年预测 EPS 的 40 倍、34 倍及 29 倍 PE。

◆ 风险提示

核心竞争力风险，市场拓展不及预期，核心技术人员流失风险，原材料采购风险，财务风险等。

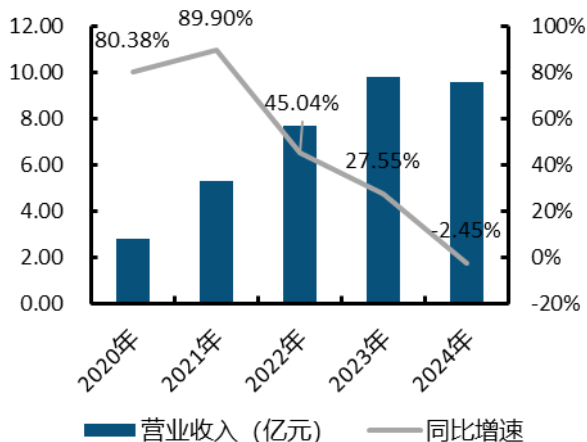
◆ 盈利预测

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	956.85	1149.41	1373.03	1632.26
增长率	-2.45%	20.12%	19.45%	18.88%
归属母公司股东净利润	517.31	619.45	735.78	864.78
增长率	-8.23%	19.74%	18.78%	17.53%
每股收益(EPS) (元)	1.42	1.55	1.84	2.16
毛利率	76.84%	76.56%	76.10%	75.30%
净利率	54.06%	53.89%	53.59%	52.98%

资料来源：iFind，中航证券研究所

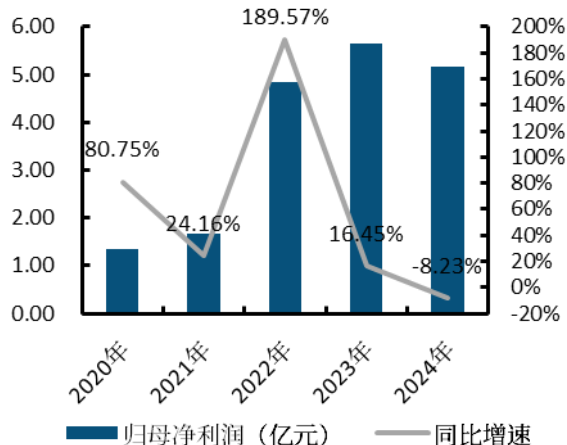
● 公司主要财务数据

图1 公司营业收入及增速情况



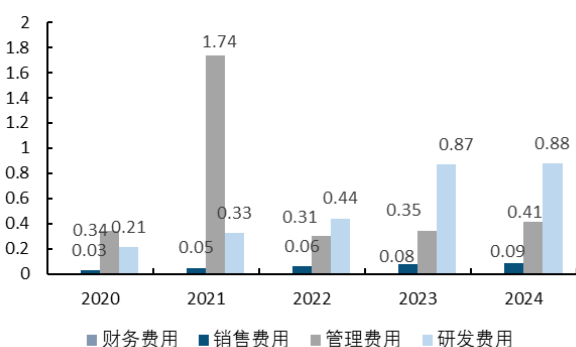
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



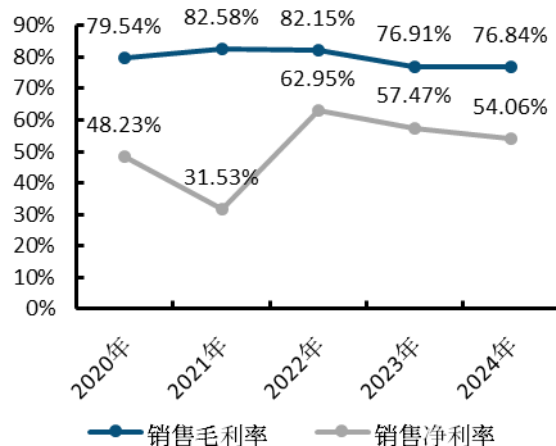
资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 公司期间费用情况（亿元）



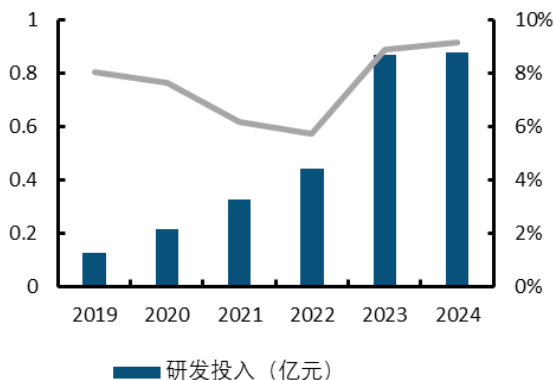
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 公司毛利率及净利率情况



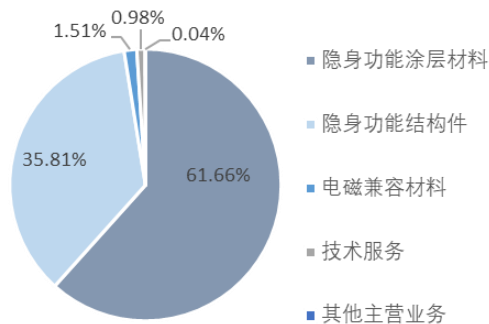
资料来源：Wind，中航证券研究所

图5 研发占营收比例（单位：亿元；%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图6 公司 2024 产品结构（单位：亿元；%）



资料来源：wind，中航证券研究所

板块拆分预测（数据单位：百万元）

		2024	2025E	2026E	2027E
隐身功能涂层材料	营业收入	589.97	707.96	840.70	987.83
	增长率	-4.49%	20.00%	18.75%	17.50%
	毛利率	75.40%	75.20%	74.80%	74.00%
隐身功能结构件	营业收入	342.66	411.19	494.46	596.81
	增长率	9.94%	20.00%	20.25%	20.70%
	毛利率	81.14%	80.80%	80.30%	79.50%
电磁兼容材料	营业收入	14.47	18.09	22.80	28.95
	增长率	-48.94%	25.00%	26.00%	27.00%
	毛利率	42.06%	41.70%	41.00%	40.60%
技术服务	营业收入	9.36	11.70	14.51	18.00
	增长率	-59.40%	25.00%	24.00%	24.00%
	毛利率	65.94%	65.50%	65.25%	65.00%
其他主营业务	营业收入	0.38	0.46	0.56	0.67
	增长率	1376.05%	20.00%	20.50%	20.50%
	毛利率	26.35%	26.00%	25.70%	25.50%

数据来源：iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（百万元）

利润表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E	资产负债表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	956.85	1149.41	1373.03	1632.26	货币资金	1927.38	2184.30	2456.56	3000.26
营业成本	221.62	269.45	328.17	403.18	应收票据及账款	1092.59	1212.39	1354.22	1520.46
税金及附加	12.15	14.60	17.44	20.73	预付账款	4.42	5.91	7.06	8.39
销售费用	8.67	9.54	10.98	12.57	其他应收款	1.33	3.79	4.52	5.38
管理费用	41.47	50.57	61.79	73.45	存货	114.70	143.95	170.83	204.35
研发费用	87.60	97.70	109.84	122.42	其他流动资产	0.01	0.01	0.01	0.01
财务费用	-10.06	-7.19	-8.12	-9.55	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-3.85	-2.60	-3.47	-4.80	固定资产	243.61	357.04	578.46	736.09
信用减值损失	-21.48	-24.63	-28.18	-35.04	在建工程	228.68	290.57	277.46	164.34
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	22.06	20.59	19.12	17.65
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	14.39	18.00	15.00	12.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	3649.18	4236.55	4883.23	5668.93
其他收益	24.98	24.98	24.98	24.98	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	595.04	712.49	846.26	994.60	应付票据及账款	305.27	431.86	525.97	651.71
营业外收入	0.11	0.11	0.11	0.11	其他流动负债	98.68	83.70	71.17	66.96
营业外支出	0.27	0.27	0.27	0.27	流动负债合计	403.94	515.56	597.14	718.67
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.01	0.01	0.01	0.01
利润总额	594.88	712.33	846.10	994.44	其他非流动负债	35.31	35.31	35.31	35.31
所得税	77.57	92.88	110.32	129.67	非流动负债合计	35.33	35.33	35.32	35.32
净利润	517.31	619.45	735.78	864.78	负债合计	439.27	550.89	632.46	753.99
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	400.01	400.01	400.01	400.01
归属母公司股东净利润	517.31	619.45	735.78	864.78	资本公积	1127.66	1127.66	1,127.66	1,127.66
现金流量表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E	留存收益	1682.24	2158.00	2723.09	3387.26
经营性现金净流量	415.94	600.28	685.05	835.00	归属母公司权益	3209.91	3685.67	4,250.76	4,914.93
投资性现金净流量	-97.09	-206.85	-250.24	-100.24	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	1012.92	-136.50	-162.56	-191.06	股东权益合计	3209.91	3685.67	4250.76	4914.93
现金流量净额	1331.77	256.92	272.25	543.70	负债和股东权益合计	3649.18	4236.55	4883.23	5668.93

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, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@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。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。

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