

华秦科技（688281）

证券研究报告

2024年08月19日

产品条线储备丰富，多成长曲线进入快速成长期

事件：华秦科技发布 24 年半年报，公司实现营收 4.85 亿元，同比+27.04%；公司实现归母净利润 2.16 亿元，同比+17.44%

批产型号前端+后端不断成长，多方向小批试制交付加速，公司中长期成长性持续兑现。公司 2024 年上半年实现营收 4.85 亿元，同比+27.04%。主要系批产型号新机及维修业务持续成长，并且未批产产品条线中隐身材料产品应用逐步从发动机拓展至机身、舰船等领域，随着公司产品牌号应用的增多，兼容隐身材料、热阻材料、树脂基及陶瓷基复合材料的小批试制交付加快所致。实现归母净利润 2.16 亿元，同比+17.44%；实现扣非归母净利润 2.07 亿元，同比+18.15%。我们认为主要系小批次产品存在一定毛利率波动，并且扩张阶段期间费用率较原有公司业务存在差异所致。

公司 2024 年单二季度实现营收 2.38 亿元，同比+21.71%，环比-4.06%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比+6.32%，环比-11.54%；实现扣非归母净利润 0.95 亿元，同比+8.1%，环比-14.48%。我们认为，年初至今公司已披露 7.75 亿大额合同，彰显了公司年内收入潜力。虽然 24 年 Q2 利润增速较 Q1 有所放缓，但我们认为主要系二季度小批试制交付快速增长，新业务毛利率波动及费用增加所致，未来伴随新业务走向批产成熟阶段，公司有望持续受益高景气赛道核心卡位优势及技术领先性，不断兑现中长期成长性优势。

人员 & 专利 & 激励加码，待供需共振公司有望释放充分弹性

公司 2024 年上半年期间费用率为 15.75%，同比+1.54pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.61%、6.66%、6.81%、0.68%，同比分别变动-0.12、1.54、-1.82、1.94pct。管理费用率大幅增加主要系薪酬、专利摊销、股权激励费用增加引起。我们认为，公司目前核心技术横向拓展、纵向延伸，快速扩张带来期间费用率一定幅度上涨，伴随现有业务供需两侧共振形成，新业务快速爬坡之后公司期间费用率有望得到有效控制。

订单快速增长提高履约成本，产能快速建设为成长积蓄动能

2024H1 公司存货达 1.99 亿元，较 2023H1 增长 192.16%，主要系本期销售订单增加，发出商品及合同履约成本增加所致；固定资产达 3.35 亿元，较 2023H1 增长 74.48%，主要系本期华秦科技及华秦航发购置机器设备增加所致；在建工程达 7.57 亿元，较 2023H1 增长 121.99%。主要系本期华秦科技募投项目、华秦航发产线建设所致。我们认为，公司募投项目及预研项目推进顺利，产能建设进入快速增长期，伴随产品谱系拓展并走向成熟，公司供给侧为后续成长积蓄充足动能。

募投项目建设持续加速，公司多业务进入快速成长阶段

2024 年上半年，募投项目正在加快建设，公司采取边建设边投用的原则，相关厂房等基础设施将会根据实际建设情况渐次投入使用，争取在 2024 年底，实现部分厂房基础结构施工完毕，部分厂房及研发中心装修完毕。沈阳华秦部分产线开始首件验证及试生产，公司将力争在 2024 年下半年实现全面投产并着手进行零部件整件承制资格取证相关工作，以实现从零部件来料加工到零部件制造转变。华秦光声研发的声学超构材料已经逐渐进入实际运用的工程化阶段，2024 年上半年公司积极在声学实验室、发电站噪声治理、能源化工、风洞实验室、建筑吸声、轨道交通等领域持续拓展业务，并继续开展航空、水下飞行器、高速列车等声学超构材料的跟研。上海瑞华晟及其子公司沈阳瑞华晟的陶瓷基复合材料应用前景广阔，力争在 2024 年下半年实现部分产线试生产。我们认为 2024 年系公司全方位布局延伸快速展开端之年，或将迈入业务规模增长增速新阶段。

盈利预测

我们认为，公司依靠在隐身技术、陶瓷基材料、先进机加工、先进声学材料等领域的核心卡位优势，人才 & 专利 & 激励 & 研发 & 产能等供给侧积极加码，在 2025-2028 年或将进入多曲线黄金成长期。由于公司进入快速建设阶段，研发费用投入节奏加快，我们下调了公司的盈利预测，预计公司在 2024-2026 年的归母净利润分别为 5.0(前值为 6.02)/6.8(前值为 8.41)/9.9 亿元，对应 PE 分别为 31/22/15X，维持“买入”评级。

风险提示：1. 下游需求及订单波动风险；2. 主营业务毛利率下降风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	672.40	917.46	1,201.85	1,830.11	2,784.80
增长率(%)	31.37	36.45	31.00	52.27	52.17
EBITDA(百万元)	434.98	355.87	616.22	849.21	1,198.84
归属母公司净利润(百万元)	333.42	335.01	497.81	684.12	986.80
增长率(%)	42.99	0.48	48.60	37.43	44.24
EPS(元/股)	1.71	1.72	2.56	3.51	5.07
市盈率(P/E)	45.80	45.59	30.68	22.32	15.48
市净率(P/B)	4.01	3.63	3.24	2.87	2.46
市销率(P/S)	22.71	16.65	12.71	8.34	5.48
EV/EBITDA	54.04	45.29	20.10	14.60	9.70

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	78.44 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	194.69
流通 A 股股本(百万股)	48.67
A 股总市值(百万元)	15,271.75
流通 A 股市值(百万元)	3,817.94
每股净资产(元)	22.46
资产负债率(%)	18.42
一年内最高/最低(元)	193.37/77.35

作者

王泽宇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070002	wangzeyu@tfzq.com
杨英杰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523090001	yangyingjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《华秦科技-首次覆盖报告:特种材料专家深耕数载，下一代先进材料抢先布局》 2024-01-23

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	879.55	1,085.00	1,330.85	1,264.64	2,034.09
应收票据及应收账款	620.22	922.34	479.81	1,553.64	1,385.88
预付账款	2.39	3.30	25.76	11.92	32.38
存货	43.76	125.12	101.73	63.13	195.29
其他	2,077.00	1,839.98	1,900.52	1,924.02	1,987.61
流动资产合计	3,622.91	3,975.75	3,838.68	4,817.36	5,635.25
长期股权投资	0.00	29.04	29.04	29.04	29.04
固定资产	129.93	288.25	901.61	1,235.70	1,326.20
在建工程	195.55	456.59	286.98	176.09	0.00
无形资产	45.84	110.80	106.24	101.68	97.12
其他	201.70	266.44	158.29	207.67	209.80
非流动资产合计	573.03	1,151.11	1,482.16	1,750.19	1,662.16
资产总计	4,219.39	5,161.67	5,320.84	6,567.55	7,297.41
短期借款	0.00	133.93	134.00	134.00	134.00
应付票据及应付账款	255.79	394.83	55.68	674.42	470.02
其他	48.60	69.82	87.59	97.82	142.47
流动负债合计	304.38	598.58	277.27	906.24	746.49
长期借款	0.00	178.92	179.00	179.00	179.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	49.41	60.39	51.86	53.88	55.37
非流动负债合计	49.41	239.31	230.86	232.88	234.37
负债合计	357.59	852.60	508.12	1,139.12	980.86
少数股东权益	57.57	106.45	106.45	106.45	106.45
股本	93.33	139.07	194.69	194.69	194.69
资本公积	3,062.02	3,113.27	3,113.27	3,113.27	3,113.27
留存收益	648.87	950.28	1,398.31	2,014.02	2,902.14
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	3,861.79	4,309.06	4,812.71	5,428.42	6,316.54
负债和股东权益总计	4,219.39	5,161.67	5,320.84	6,567.55	7,297.41

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	333.38	259.41	497.81	684.12	986.80
折旧摊销	10.22	20.38	60.81	81.35	90.15
财务费用	0.71	2.00	(8.57)	(9.56)	(13.48)
投资损失	(55.10)	(57.21)	(45.00)	(40.00)	(40.00)
营运资金变动	(303.12)	(352.62)	182.12	(462.55)	(209.60)
其它	193.49	202.68	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	179.58	74.65	687.17	253.36	813.88
资本支出	223.29	522.12	508.53	297.97	(1.49)
长期投资	0.00	29.04	0.00	0.00	0.00
其他	(2,579.53)	(728.74)	(963.53)	(557.97)	41.49
投资活动现金流	(2,356.24)	(177.58)	(455.00)	(260.00)	40.00
债权融资	(62.94)	325.21	7.84	8.84	14.26
股权融资	2,924.60	49.70	5.84	(68.41)	(98.68)
其他	67.16	(66.51)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	2,928.82	308.39	13.68	(59.57)	(84.42)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	752.16	205.45	245.85	(66.21)	769.45

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	672.40	917.46	1,201.85	1,830.11	2,784.80
营业成本	262.24	387.33	523.17	847.86	1,329.03
营业税金及附加	6.45	9.42	12.02	18.30	27.85
销售费用	11.62	14.92	16.83	23.79	36.20
管理费用	26.42	232.82	36.06	54.90	83.54
研发费用	61.96	73.51	103.36	157.39	239.49
财务费用	(6.27)	(8.44)	(8.57)	(9.56)	(13.48)
资产/信用减值损失	(17.25)	(24.56)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	4.32	5.28	0.00	0.00	0.00
投资净收益	55.10	57.21	45.00	40.00	40.00
其他	(106.09)	(95.31)	0.00	0.00	0.00
营业利润	373.90	265.28	563.98	777.42	1,122.17
营业外收入	9.53	5.39	3.00	3.75	3.75
营业外支出	5.49	0.34	0.00	2.00	2.00
利润总额	377.94	270.32	566.98	779.18	1,123.92
所得税	44.56	10.91	69.17	95.06	137.12
净利润	333.38	259.41	497.81	684.12	986.80
少数股东损益	(0.03)	(75.60)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	333.42	335.01	497.81	684.12	986.80
每股收益(元)	1.71	1.72	2.56	3.51	5.07

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	31.37%	36.45%	31.00%	52.27%	52.17%
营业利润	39.75%	-29.05%	112.60%	37.85%	44.34%
归属于母公司净利润	42.99%	0.48%	48.60%	37.43%	44.24%
获利能力					
毛利率	61.00%	57.78%	56.47%	53.67%	52.28%
净利率	49.59%	36.52%	41.42%	37.38%	35.44%
ROE	8.76%	7.97%	10.58%	12.85%	15.89%
ROIC	69.46%	34.70%	33.52%	37.04%	39.70%
偿债能力					
资产负债率	8.47%	16.52%	9.55%	17.34%	13.44%
净负债率	-22.78%	-17.83%	-21.09%	-17.49%	-27.20%
流动比率	11.83	6.54	13.84	5.32	7.55
速动比率	11.69	6.34	13.48	5.25	7.29
营运能力					
应收账款周转率	1.33	1.19	1.71	1.80	1.89
存货周转率	17.26	10.87	10.60	22.20	21.55
总资产周转率	0.27	0.20	0.23	0.31	0.40
每股指标(元)					
每股收益	1.71	1.72	2.56	3.51	5.07
每股经营现金流	0.92	0.38	3.53	1.30	4.18
每股净资产	19.54	21.59	24.17	27.34	31.90
估值比率					
市盈率	45.80	45.59	30.68	22.32	15.48
市净率	4.01	3.63	3.24	2.87	2.46
EV/EBITDA	54.04	45.29	20.10	14.60	9.70
EV/EBIT	55.31	47.95	22.30	16.15	10.49

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com