

2024年10月25日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

华秦科技 (688281)

2024年三季度报点评：在手订单充足，业绩继续创同期新高

报告摘要

◆ 事件：公司10月25日公告，2024年前三季度实现营收（7.38亿元，+22.55%），归母净利润（3.09亿元，+14.41%），毛利率（54.61%，-4.23pcts），净利率（39.55%，-4.44pcts）。24Q3实现营收（2.53亿元，同比+14.77%，环比+6.34%），归母净利润（0.94亿元，同比+8.01%，环比-7.26%），毛利率（51.42%，同比-8.77pcts，环比-2.25pcts），净利率（34.66%，同比-3.42pcts，环比-5.37pcts）。

◆ 航发及军机行业隐身材料核心供应商：公司主营业务为隐身材料、伪装材料及防护材料，产品主要应用于我国重大国防武器装备如飞机、主战坦克、舰船、导弹等的隐身、重要地面军事目标的伪装和各类装备部件的表面防护。公司亦围绕航空发动机产业链、先进新材料产业领域持续进行业务布局，开拓航空发动机零部件加工、航空发动机用陶瓷基复合材料及声学超材料等业务或产品，逐步成长为我国航空发动机产业核心供应商。

◆ 公司业绩稳步增长，继续创同期新高：公司2024年前三季度收入（7.38亿元，+22.55%），归母净利润（3.09亿元，+14.41%）稳步快速增长，业绩持续创新高。我们认为主要得益于公司客户型号任务持续增加，小批试制新产品订单陆续增多，产销量稳步提高所致。公司毛利率（54.61%，-4.23pcts），净利率（39.55%，-4.44pcts）同比出现下滑，一方面是公司收入增长同时，受控股子公司建设影响，相关成本支出较大，增长较快；另一方面公司三费率（9.94%，+4.57pcts）快速增长，其中管理费用（0.52亿元，+76.81%）快速增长，主要受子公司规模扩张，相关费用增加影响。财务费用（0.09亿元，+234.67%）增长，主要是公司租赁未确认融资费用摊销、贷款利息和贴现手续费增加所致。

◆ 存货、合同负债快速增长：公司24Q3存货（2.43亿元，较年初+94.03%）快速增长，主要受公司发出商品及合同履行成本增加所致，未来有望转化

投资评级

买入

维持评级

2024年10月24日

收盘价(元): 104.33

目标价(元): 125

公司基本数据

总股本(百万股) 194.69

总市值(百万) 20,312.36

流通股本(百万股) 48.67

流通市值(百万) 5,078.09

12月最高/最低价(元) 159.00/65.00

资产负债率(%) 19.54

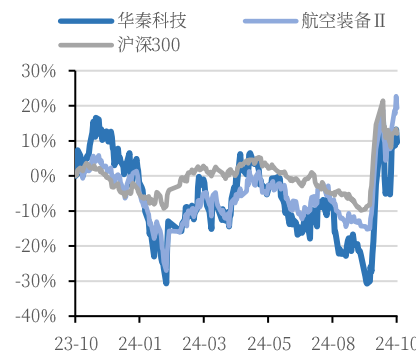
每股净资产(元) 22.95

市盈率(TTM) 54.31

市净率(PB) 4.55

净资产收益率(%) 2.10

股价走势图



作者

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

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

相关研究报告

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

为利润表，持续增厚公司盈利；公司合同负债（0.32 亿元，较年初 +115.03%）明显增长，主要是公司销售合同项下的预收账款增加，公司 2024 年 1 月 18 日、31 日连续披露两份隐身材料大额合同，合同金额分别为 3.10 亿元和 3.32 亿元。7 月 5 日，公司又披露重大合同，金额 1.32 亿元，公司在手订单充足，需求旺盛。

2023 年中报点评：旺盛需求拉动营收利润增长，业务拓展优化产业链布局 —2023-09-24
华秦科技（688281）2022 年中报点评：隐身材料冠军实至名归，积极加强航发产业链布局 —2022-08-30

◆ **围绕高端新材料板块丰富布局，持续打开公司增长空间：**军工领域，公司以隐身材料、伪装材料为基础，在航空航天领域特别是航空发动机领域布局零部件智能加工与制造、增强型树脂基复合材料、陶瓷基复合材料等，为此成立了华秦航发（零部件智能加工与制造）与上海瑞华晟（陶瓷基复材）；民用领域，公司以民用高端新材料为基础，进一步开发声学超材料、重防腐材料、高效热阻材料、电磁屏蔽材料等系列民品并大力拓展其在国家重点工业领域的应用，并成立华秦光声（声学超材料）。公司持续提升产品序列，拓展市场，有望持续提升公司业务规模和盈利能力。

◆ **公司新拓展业务与项目持续推进：**子公司上海瑞华晟和华秦航发积极开展项目前期建设工作，预计在 24Q4 部分产线进入设备调试、试制阶段，业务主要覆盖航空发动机热端用结构件、燃气轮机热端用结构件及航空器机身热端用结构件；华秦光声在声学实验室、发电站噪声治理、风洞实验室、建筑吸声材料、轨道交通等领域取得业务进展，并积极开展航空、水下飞行器、高速列车等声学超构材料的跟研，处于成果转化推广阶段。

◆ **武器装备隐身材料应用深度广度不断提升，促进隐身材料公司快速成长：**随着武器装备侦查手段以及现代电子战的快速发展，新型武器装备对应的雷达、红外隐身等技术将得到大范围的发展应用，隐身材料应用从深度广度都将有快速的提升。目前我国在隐身材料方面的技术已经达到了世界前列，但整体的商业化进程仍处于初期，随着新型武器装备的批产，将带动隐身材料需求应用，尤其是新型号装备的加速列装，隐身材料的单装占比有望不断提升，不断促进隐身材料公司业绩的快速增长。

◆ **投资建议：**公司作为我国隐身材料核心供应商，技术先进且地位实力深厚，我们认为：

1. 下游客户的旺盛需求是公司业绩稳定增长的保障，目前公司行业先发优势明显，处于行业竞争有利地位，随着未来隐身材料在航空航天应用领域的丰富和拓展，下游市场的不断扩大，公司有望进一步扩大营收；

2.公司持续做好产业链战略布局，依托子公司不断拓展业务领域，公司目前在航空发动机零部件智能制造、声学超构材料、航空发动机用陶瓷基复合材料等方面的布局有望增厚未来公司业绩；

3.公司持续增加研发投入，壮大研发队伍，稳固自身的研发优势和行业技术领先地位，有望在未来持续将技术优势转化为行业产品先发优势，占据市场有利位置。

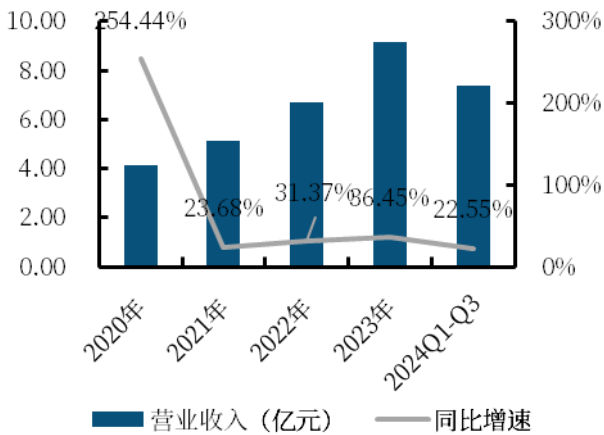
我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 11.62 亿元、14.58 亿元和 18.15 亿元，归母净利润分别为 5.00 亿元、6.13 亿元和 7.50 亿元，EPS 分别为 2.57 元、3.15 元和 3.85 元，我们维持“买入”评级，目标价 125 元，对应 2024-2027 年预测 EPS 的 49 倍、40 倍及 32 倍 PE。

◆ 风险提示

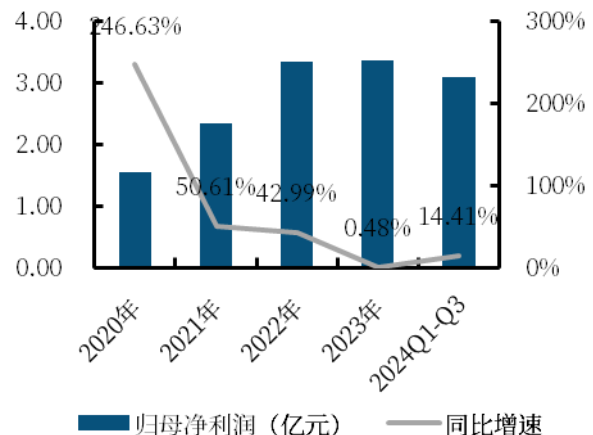
产品价格下降，技术研发进度不及预期，新布局业务不及预期，原材料价格波动等。

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	672.40	917.46	1161.69	1457.96	1814.82
增长率（%）	31.37	36.45	26.62	25.50	24.48
归母净利润（百万元）	333.42	335.01	500.38	612.67	749.80
增长率（%）	42.99	0.48	49.36	22.44	22.38
毛利率（%）	61.00	57.78	56.19	55.93	55.47
净利率（%）	49.58	28.28	41.02	40.41	40.11
每股收益（元）	1.71	1.72	2.57	3.15	3.85
净资产收益率 ROE（%）	8.76	7.97	10.75	11.77	12.75

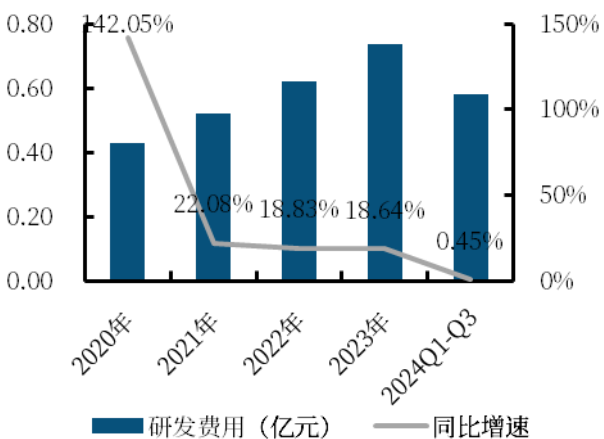
资料来源：iFind，中航证券研究所

● 公司主要财务数据
图1 公司近5年营业收入及增速情况


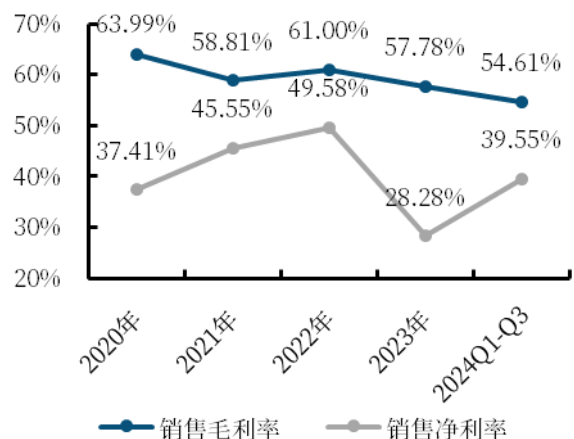
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图2 公司近5年归母净利润及增速情况


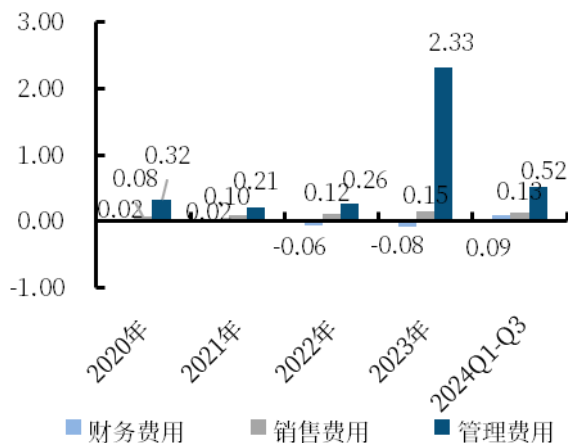
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图3 公司近5年研发费用情况


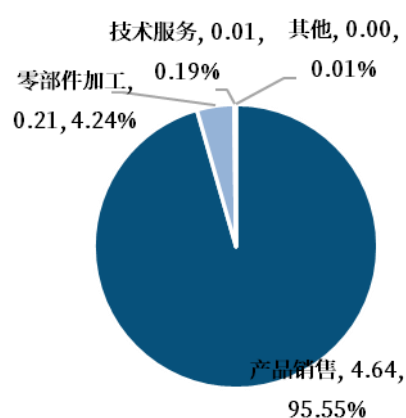
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图4 公司近5年毛利率及净利率情况


资料来源: Wind, 中航证券研究所

图5: 公司近5年三费情况 (亿元)


资料来源: Wind, 中航证券研究所

图6: 公司2024H1产品结构 (亿元)


资料来源: Wind, 中航证券研究所

财务报表与财务指标 (百万元)

单位:百万元						单位:百万元
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润表						
营业收入	511.85	672.40	917.46	1,161.69	1,457.96	1,814.82
减: 营业成本	210.82	262.24	387.33	508.94	642.58	808.10
税金及附加	6.46	6.45	9.42	11.93	14.97	18.64
主营业务利润	294.58	403.71	520.70	640.82	800.40	988.08
减: 销售费用	10.45	11.62	14.92	18.59	21.87	25.41
管理费用	20.98	26.42	232.82	75.51	87.48	90.74
研发费用	52.14	61.96	73.51	78.99	94.77	114.33
财务费用	1.57	-6.27	-8.44	8.41	9.08	8.61
经营性利润	209.43	309.99	207.89	459.31	587.21	748.99
加: 资产减值损失	0.00	0.12	-0.69	-0.22	-0.28	-0.34
信用减值损失	-3.31	-17.38	-23.87	-22.59	-28.35	-35.28
其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	55.10	57.21	53.18	51.23	59.82
公允价值变动损益	0.00	4.32	5.28	10.68	15.34	4.95
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	61.44	21.74	19.46	20.57	20.01	20.29
营业利润	267.56	373.90	265.28	520.94	645.17	798.42
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.05	9.53	5.39	5.39	5.39	5.39
减: 营业外支出	1.54	5.49	0.34	0.34	0.34	0.34
利润总额	266.07	377.94	270.32	525.98	650.21	803.46
减: 所得税	32.90	44.56	10.91	49.43	61.10	75.50
净利润	233.17	333.38	259.41	476.55	589.11	727.96
减: 少数股东损益	0.00	-0.03	-75.60	-23.83	-23.56	-21.84
归属母公司股东净利润	233.17	333.42	335.01	500.38	612.67	749.80
资产负债表						
货币资金	131.39	879.55	1,085.00	1,054.28	1,062.39	1,444.01
交易性金融资产	0.00	2,070.32	1,819.60	1,819.60	1,819.60	1,819.60
应收票据	144.68	244.25	258.16	334.18	399.44	447.49
应收账款	271.81	400.00	699.76	875.24	998.60	1,143.59
预付账款	15.42	2.39	3.30	9.55	11.98	14.92
其他应收款	1.61	0.73	2.42	3.18	3.99	4.97
存货	34.16	43.76	125.12	202.18	255.27	321.03
其他流动资产	8.04	5.36	17.19	21.77	27.32	34.00
长期股权投资	0.00	0.00	29.04	29.04	29.04	29.04
金融资产投资	0.00	13.50	13.50	13.50	13.50	13.50
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	108.38	325.74	756.34	1,125.51	1,568.16	1,791.35
无形资产和开发支出	46.69	45.84	110.80	107.77	104.42	100.73
其他非流动资产	6.21	187.95	241.44	240.41	239.39	239.39
资产总计	768.39	4,219.39	5,161.67	5,836.22	6,533.10	7,403.60
短期借款	0.00	0.00	133.93	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	6.37	7.06	11.31	20.92	26.41	33.21
应付账款	69.42	248.73	383.52	503.94	636.27	800.16
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	1.41	3.80	14.72	18.63	23.38	29.11
其他应付款	40.17	48.37	65.80	86.47	109.17	137.29
长期借款	64.22	0.00	185.17	411.02	413.45	424.88
其他负债	50.85	49.64	58.15	59.66	61.00	62.55
负债合计	232.45	357.59	852.60	1,100.64	1,269.68	1,487.20
股本	50.00	93.33	139.07	194.69	194.69	194.69
资本公积	147.16	3,062.02	3,113.27	3,057.64	3,057.64	3,057.64
留存收益	338.79	648.87	950.28	1,400.62	1,952.03	2,626.85
归属母公司股东权益	535.94	3,804.23	4,202.61	4,652.96	5,204.36	5,879.18
少数股东权益	0.00	57.57	106.45	82.62	59.06	37.22
股东权益合计	535.94	3,861.79	4,309.06	4,735.58	5,263.42	5,916.40
负债和股东权益合计	768.39	4,219.39	5,161.67	5,836.22	6,533.10	7,403.60
投入资本(IC)	494.37	932.04	1,755.94	2,317.31	2,854.28	3,154.91
现金流量表						
经营性现金净流量	152.54	179.58	74.65	285.35	523.06	702.48
投资性现金净流量	-58.11	-2,356.24	-177.58	-349.55	-447.04	-248.70
筹资性现金净流量	7.76	2,928.82	308.39	33.47	-67.91	-72.16
现金流量净额	102.19	752.16	205.45	-30.72	8.11	381.62

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:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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