

24 年业绩有所承压，25 年 Q1 盈利能力明显改善

核心观点

事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现营收 17.42 亿元（-16.68%），归母净利润 3.14 亿元（-41.56%）；2025 年 Q1 公司实现营收 4.06 亿元（-0.97%），实现归母净利润 1.05 亿元（+35.72%）。

- **受航空航天产业阶段性需求放缓影响，公司 2024 年业绩有所承压，2025 年 Q1 收入相对保持平稳，盈利能力增强。**公司 2024 年实现营收 17.42 亿元（-16.68%），2025 年 Q1 实现营收 4.06 亿元（-0.97%）。由于军工产品占比下降与光伏行业竞争加剧，2024 年毛利率为 42.17%（-7.31%），净利率为 18.73%（-8.75%）。2025 年 Q1 盈利能力显著增强，毛利率为 49.96%（+10.32pct），净利率为 23.63%（+4.45pct），预计随着军工需求好转和产能扩张，公司的盈利能力有望继续恢复。2025 年 Q1 公司期间费用率为 24.18%，同比持平，除研发费用率有所增长外，其他费用率均有所降低。
- **在建工程增长将推动产能进一步扩充。**2025 年 Q1 末存货余额为 7.39 亿元，较 2024 年底+0.61%，仍维持高位；2025 年 Q1 末在建工程余额为 3.85 亿元，较 2024 年底+44.90%，较 2023 年底+186.81%，产能得到进一步扩充。
- **石英龙头，多点布局向上下游延伸，看好中长期发展。**公司主营石英材料及石英纤维，是全球少数几家具有石英纤维批产能力的制造商。（1）军工：航空航天景气度提升，公司长期稳定配套，将充分受益。（2）半导体：5G+物联网+国产替代加速，国内半导体市场处于加速发展阶段。公司的石英产品是半导体和面板产业的耗材，半导体业务有望进入快速发展期。（3）光学：公司利用合成石英材料优势，布局 TFT-LCD 及半导体用光掩膜版精密加工。合肥光微项目已具备批量供货能力，25 年有望扭亏为盈；济南光微项目厂房已封顶，有望成为新的增长点。（4）公司持续向产业链上下游延伸，加码下游石英制品，子公司募投建设半导体用高纯石英制品加工项目；持续研发特种复材项目，拥有石英玻璃纤维材料、立体编织材料和以石英玻璃纤维为基材的复合材料结构件的完整产业链。

盈利预测与投资建议

- 根据 24 年年报调整营收，根据 25 年一季报上调毛利率，调整 25、26 年 EPS 为 1.23、1.65 元（前值为 1.18、1.54 元），新增 27 年 EPS 为 2.03 元，参考可比公司 25 年 43 倍 PE，给予目标价 52.89 元，维持买入评级。

风险提示：军品订单下放和确收不及预期；半导体业务提升市场份额存在不确定性等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,091	1,742	2,413	3,029	3,740
同比增长(%)	21.6%	-16.7%	38.5%	25.5%	23.5%
营业利润(百万元)	648	351	728	989	1,247
同比增长(%)	14.1%	-45.8%	107.2%	35.9%	26.1%
归属母公司净利润(百万元)	538	314	641	860	1,061
同比增长(%)	10.0%	-41.6%	103.9%	34.3%	23.3%
每股收益(元)	1.03	0.60	1.23	1.65	2.03
毛利率(%)	49.5%	42.2%	50.7%	51.5%	51.6%
净利率(%)	25.7%	18.0%	26.6%	28.4%	28.4%
净资产收益率(%)	15.5%	7.8%	14.3%	16.6%	17.7%
市盈率	45.8	78.3	38.4	28.6	23.2
市净率	6.3	6.0	5.1	4.4	3.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025 年 04 月 28 日）	48.01 元
目标价格	52.89 元
52 周最高价/最低价	55.36/25.13 元
总股本/流通 A 股（万股）	52,227/51,304
A 股市值（百万元）	25,074
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2025 年 04 月 28 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.36	7.53	28.03	82.52
相对表现%	-1.27	10.94	28.96	77.01
沪深 300%	-0.09	-3.41	-0.93	5.51



证券分析师	
罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070002

联系人	
鲍丙文	baobingwen@orientsec.com.cn

相关报告	
航空航天业务阶段性下滑导致上半年业绩承压，Q2 环比改善	2024-08-27
受下游周期等影响短期需求承压，看好公司中长期发展	2024-04-29

附录

表 1：菲利华可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2025/4/28	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
石英股份	603688	32.44	9.30	0.62	1.00	1.36	3.49	52.68	32.33	23.90
钢研高纳	300034	14.84	0.40	0.31	0.47	0.59	37.06	47.56	31.29	25.19
中复神鹰	688295	20.30	0.35	-0.14	0.07	0.22	57.46	-146.89	290.41	91.32
江丰电子	300666	73.42	0.96	1.51	1.96	2.54	76.26	48.64	37.48	28.85
鼎龙股份	300054	29.86	0.24	0.54	0.73	0.96	126.20	55.45	40.80	31.18
南大光电	300346	38.41	0.37	0.47	0.62	0.76	104.63	81.64	62.23	50.22
	调整后 平均							51	43	34

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	586	685	1,204	1,714	2,343
应收票据、账款及款项融资	994	896	965	1,212	1,496
预付账款	197	90	125	157	194
存货	666	743	877	1,085	1,334
其他	446	491	499	506	513
流动资产合计	2,889	2,906	3,670	4,673	5,880
长期股权投资	6	6	6	6	6
固定资产	1,765	1,863	1,854	1,788	1,682
在建工程	134	266	314	260	228
无形资产	182	213	206	200	193
其他	938	838	834	830	826
非流动资产合计	3,026	3,185	3,213	3,083	2,935
资产总计	5,915	6,091	6,884	7,756	8,815
短期借款	143	117	117	117	117
应付票据及应付账款	621	381	450	556	684
其他	291	333	348	356	365
流动负债合计	1,055	831	915	1,029	1,166
长期借款	114	69	69	69	69
应付债券	0	0	0	0	0
其他	245	244	244	244	244
非流动负债合计	359	313	313	313	313
负债合计	1,414	1,144	1,228	1,342	1,479
少数股东权益	581	818	836	862	895
实收资本（或股本）	520	522	522	522	522
资本公积	1,313	1,314	1,364	1,364	1,364
留存收益	2,087	2,292	2,933	3,666	4,554
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	4,501	4,947	5,656	6,414	7,335
负债和股东权益总计	5,915	6,091	6,884	7,756	8,815

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	574	326	659	886	1,094
折旧摊销	136	179	229	250	268
财务费用	(15)	(0)	1	(4)	(10)
投资损失	(3)	(12)	(9)	(8)	(8)
营运资金变动	(356)	(191)	(162)	(378)	(441)
其它	(71)	(37)	(9)	(10)	(13)
经营活动现金流	267	265	710	736	890
资本支出	(531)	(435)	(257)	(120)	(120)
长期投资	0	1	0	0	0
其他	(681)	152	17	18	21
投资活动现金流	(1,212)	(283)	(240)	(102)	(99)
债权融资	98	67	0	0	0
股权融资	474	3	50	0	0
其他	49	91	(1)	(124)	(162)
筹资活动现金流	621	161	49	(124)	(162)
汇率变动影响	4	4	-0	-0	-0
现金净增加额	(321)	147	519	510	629

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,091	1,742	2,413	3,029	3,740
营业成本	1,056	1,007	1,189	1,470	1,808
销售费用	24	25	29	33	39
管理费用	182	147	181	214	250
研发费用	223	250	288	334	413
财务费用	(15)	(0)	1	(4)	(10)
资产、信用减值损失	21	28	25	20	20
公允价值变动收益	16	17	9	10	13
投资净收益	3	12	9	8	8
其他	30	38	10	8	7
营业利润	648	351	728	989	1,247
营业外收入	2	3	2	2	2
营业外支出	6	10	6	7	7
利润总额	644	344	724	985	1,243
所得税	70	18	65	98	149
净利润	574	326	659	886	1,094
少数股东损益	37	12	18	26	33
归属于母公司净利润	538	314	641	860	1,061
每股收益（元）	1.03	0.60	1.23	1.65	2.03

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	21.6%	-16.7%	38.5%	25.5%	23.5%
营业利润	14.1%	-45.8%	107.2%	35.9%	26.1%
归属于母公司净利润	10.0%	-41.6%	103.9%	34.3%	23.3%
获利能力					
毛利率	49.5%	42.2%	50.7%	51.5%	51.6%
净利率	25.7%	18.0%	26.6%	28.4%	28.4%
ROE	15.5%	7.8%	14.3%	16.6%	17.7%
ROIC	13.6%	6.6%	11.8%	13.9%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	23.9%	18.8%	17.8%	17.3%	16.8%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.74	3.50	4.01	4.54	5.04
速动比率	2.10	2.60	3.05	3.49	3.90
营运能力					
应收账款周转率	5.1	3.5	4.9	5.6	5.5
存货周转率	1.8	1.4	1.5	1.5	1.5
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
每股指标（元）					
每股收益	1.03	0.60	1.23	1.65	2.03
每股经营现金流	0.51	0.51	1.36	1.41	1.70
每股净资产	7.51	7.91	9.23	10.63	12.33
估值比率					
市盈率	45.8	78.3	38.4	28.6	23.2
市净率	6.3	6.0	5.1	4.4	3.8
EV/EBITDA	30.2	43.8	24.3	18.8	15.4
EV/EBIT	36.7	66.2	31.9	23.6	18.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。