

2025 年 05 月 18 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

菲利华（300395）

2024 年报及 2025 一季报点评：内生+外延打造多

维成长极，一季度同比环比皆明显改善

报告摘要

◆ 事件：公司 4 月 22 日公告，2024 年实现营收（17.42 亿元，-16.68%），归母净利润（3.14 亿元，-41.56%），毛利率（42.17%，-7.31pcts），净利率（18.73%，-8.75pcts）。25Q1 实现营收（4.06 亿元，同比-0.97%，环比-5.14%），归母净利润（1.05 亿元，同比+35.72%，环比+32.07%），毛利率（49.96%，同比+10.32pcts，环比+8.37pcts），净利率（23.63%，同比+4.45pcts，环比+4.33pcts）。

◆ 石英玻璃及制品领军民企，拓展半导体用石英等高端应用领域。公司立足于石英玻璃领域，专注开发气熔石英玻璃、合成石英玻璃、电熔石英玻璃与石英玻璃纤维及制品。下属潜江菲利华主营石英玻璃及制品生产销售，上海菲利华石创以石英玻璃制品加工为核心，江苏中益新材料涉及安全环保材料及电子布的生产销售，此外，公司分别依托合肥光微、济南光微及武汉海凌汇智拓展光掩模基板、高端电子精密材料及透明陶瓷检测等业务。公司始终以“实现中国石英的崛起”为企业使命，配套航空航天、半导体、光学、光伏、光通讯等领域，为中国半导体、航空航天等高新技术产业的崛起与发展贡献力量。

◆ 多领域布局石英玻璃产品，半导体成为重要营收支撑。2024 年实现营收（17.42 亿元，-16.68%），归母净利润（3.14 亿元，-41.56%），毛利率（42.17%，-7.31pcts），净利率（18.73%，-8.75pcts）。

分业务来看：2024 年公司以新市场开拓和新产品开发为重点，半导体板块营收同比增长 11%；航空航天领域需求回落影响导致公司营收下降；受近几年全球光伏需求高速增长、产业链各环节规模持续扩张的影响，产业链竞争加剧，公司光伏板块营收同比下降；光通讯板块市场需求承压，价格竞争进一步加剧，公司光通讯板块营收同比下降。

投资评级

买入

维持评级

2025 年 05 月 16 日

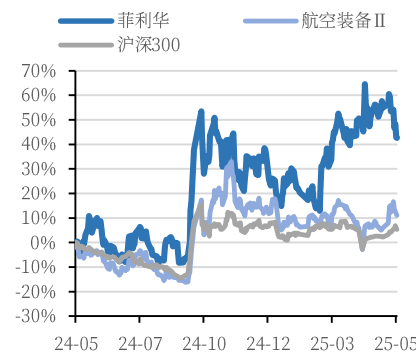
收盘价(元): 44.44

目标价(元): 56.00

公司基本数据

总股本(百万股)	522.27
总市值(百万)	23,209.58
流通股本(百万股)	513.04
流通市值(百万)	22,799.63
12 月最高/最低价(元)	55.36/27.78
资产负债率(%)	18.38
每股净资产(元)	8.12
市盈率(TTM)	67.89
市净率(PB)	5.47
净资产收益率(%)	2.48

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

闫政圆 研究助理
SAC 执业证书: S0640123070039
联系电话:

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

1、石英玻璃材料业务：2024 年营收 10.50 亿（同比-21.43%）出现明显下降。毛利率 52.42%（同比-7.92pcts）有所下降。

2、石英玻璃制品业务：2024 年营收 6.56 亿（同比-3.56%），毛利率 26.84%（同比-4.86pcts）。

邮箱：

相关研究报告

2022 年中报点评：营收持续高增长，限制性股票摊销短期影响盈利释放 —2022-08-21

公司名称	主营业务	营业收入	营收增速	净利润	净利润增速
上海菲利华石创	石英玻璃制品加工	6.20 亿元	-7.92%	0.12 亿元	-79.27%
潜江菲利华	石英玻璃及制品等生产	3.32 亿元	-14.66%	0.65 亿元	-7.33%
泰兴中益环保	安全环保材料	1.31 亿元	6.49%	0.14 亿元	-19.71%

资料来源：Wind

◆ 持续精益管理稳定三费率，管理费用率创下历史新低。费用端方面：2024 年公司销售费用（0.25 亿元，+2.82%）小幅增加；管理费用（1.47 亿元，-19.22%）明显下降，管理费用率（8.43%，-0.26pcts），创下历史新低；财务费用（-10.05 万元）大幅增加，主要系利息支出增加，利息收入减少所致；研发费用（2.50 亿元，+11.98%）有所增长所致。综合来看 2024 年公司三费率（9.86%，+0.69pcts）整体保持稳定。现金流方面：2024 年公司经营现金流净额（2.65 亿元，-0.67%）同比小幅下降；投资现金流净额（-2.83 亿元）大幅增加，主要系购买的理财产品净额减少，固定资产投资支出减少所致；筹资现金流净额（1.61 亿元，-74.02%）大幅下降，主要系 2023 年收到募集资金，2024 年无发生，同时 2024 年收到的限制性股票归属资金比 2023 年减少，偿还借款增加，新增股票回购支出所致。

◆ 2025Q1 财务情况：25Q1 实现营收（4.06 亿元，同比-0.97%，环比-7.27%），归母净利润（1.05 亿元，同比+35.72%，环比+32.07%），毛利率（49.96%，同比+10.32pcts，环比+8.37pcts），净利率（23.63%，同比+4.45pcts，环比+4.33pcts）。

费用端方面，公司 2025Q1 销售费用（0.05 亿元，-3.18%）小幅减少，管理费用（0.33 亿元，-2.94%）略有下降，财务费用（-0.01 亿元）大幅减少，主要系汇兑收益增加所致，研发费用（0.61 亿元，+3.20%）略有增长。综合来看公司三费率（9.08%，-13.42pcts）同比明显下降。

现金流方面，公司经营现金流净额（1.58 亿元）同比大幅增加，主要系回款增加，采购支出减少所致；投资现金流净额（-0.46 亿元）大幅减少，

主要系固定资产投资增加所致；筹资现金流净额（0.69 亿元，-30.46%）明显下降，主要系偿还借款增加所致。

◆ **内生+外延布局石英材料高端应用，巩固细分赛道领先地位。**公司立足石英玻璃领域，专注开发各种石英玻璃材料及制品，并将其应用至航空航天、半导体、光学、光通讯等领域中。具体来看：

1、半导体配套领域

公司的半导体用气熔石英玻璃材料通过了日本东京电子株式会社(TEL)、泛林研发(LamResearch)、应用材料公司(AMAT)三大国际半导体原厂设备商以及日立高新技术公司的认证。子公司上海菲利华石创的石英玻璃器件加工通过了中微半导体设备(上海)股份有限公司和北方华创科技集团股份有限公司等国内主流半导体设备厂商认证。

2、航空航天领域

公司是全球少数具有石英玻璃纤维量产能力的制造商之一，是国内航空航天领域石英玻璃纤维主导供应商，拥有石英玻璃纤维材料、石英玻璃纤维立体编织材料、以石英玻璃纤维为基材的复合材料结构件的完整产业链。

公司的石英纤维材料主要应用包括导弹、飞机、卫星雷达罩；卫星、军舰天线；电磁窗（干扰、反干扰设备）隐身技术的结构材料（飞行器、军舰、潜艇）等。石英纤维制品主要应用于热防护系统：发动机喷管，飞行器头锥、翼前缘及发动机热端部位透波系统。

公司除生产石英玻璃棉、石英玻璃纤维纱、石英玻璃纤维布、石英玻璃纤维套管等石英玻璃纤维材料系列产品外，还具备了 2.5D 和 3D 机织、编织、缝合、针刺预制件的生产能力，并成功研发了防隔热功能复合材料结构件、特种绝缘功能复合材料制品等复合材料产品。

3、光学领域

公司开发了半导体高端制程和光学用大尺寸合成石英玻璃材料的装备和技术，推出了超低膨胀合成石英玻璃、高光学均匀性合成石英玻璃以及环保型无氯合成石英玻璃，成为光学应用的优选材料。推出国内首创 10.5 代 TFT-LCD 光掩膜基板，子公司合肥光微光掩模基板精密加工项目建成投产，填补光掩模版精加工领域的国内空白，有效完善国内光掩模版行业的产业链。

◆ **提质增效方案持续为股东创造长期投资价值，切实提升股东获得感。**自披露“质量回报双提升”行动方案以来，公司致力于通过稳健经营、不断提升内在价值，累计现金分红达 1.76 亿元，2024 年利润分配预计向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 1.30 元，派发现金人民币 0.68 亿

元；2024 年公司使用自有资金 0.50 亿元以集中竞价交易方式累计回购公司股份 168.81 万股，同时公司实际控制人、董事、高级管理人员合计增持公司股份 104.53 万股，增持股份金额为 0.30 亿元。综上，公司将继续积极落实“质量回报双提升”行动方案，聚焦主营业务，促进市场价值与内在价值的长期匹配和共同提升，为稳市场、稳信心积极贡献力量。

◆ 投资建议：

- 1、公司立足于石英玻璃纤维材料，拓展石英玻璃纤维立体编织、石英玻璃纤维增强复合材料制造领域，拓展应用场景提升产品价值量。
- 2、内生+外延，布局产能，把握景气赛道发展机遇，公司在半导体等高端民用领域进行光掩模基板、高端电子精密材料及电子布等多产品拓展，有望持续打造业绩增长极。
- 3、公司石英玻璃制品广泛用于航天装备头锥及雷达罩等部件，将充分受益于航天等领域需求回暖。

我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 21.27 亿、24.24 亿元和 28.46 亿元，归母净利润分别为 4.55 亿元、5.56 亿元和 6.59 亿元，EPS 分别为 0.87 元、1.06 元和 1.26 元，我们给予“买入”评级，目标价 56 元，对应 PE 分别为 64、53 和 44。

◆ 风险提示：产能建设不及预期，产品价格波动，下游需求波动等。

财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2090.54	1741.81	2127.27	2423.74	2845.76
增长率（%）	21.59	-16.68	22.13	13.94	17.41
归母净利润（百万元）	537.65	314.21	455.23	555.84	658.93
增长率（%）	10.01	-41.56	44.88	22.10	18.55
毛利率（%）	49.48	42.17	46.65	46.26	46.21
每股收益（元）	1.03	0.60	0.87	1.06	1.26
市盈率 PE	47.70	79.43	54.83	44.90	37.88
市净率 PB	6.54	6.05	5.56	5.07	4.58
净资产收益率 ROE（%）	13.71	7.61	10.14	11.28	12.09

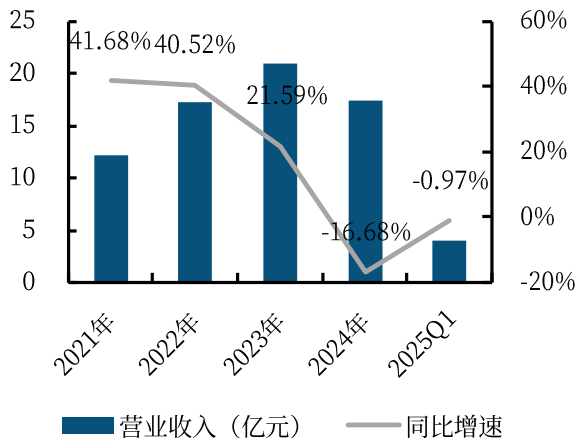
资料来源：中航证券研究所

各业务预测表（百万元）		2024A	2025E	2026E	2027E
石英玻璃材料	营收	1049.97	1366.85	1516.93	1756.91
	成本	499.59	607.57	654.25	737.38
	营收增长率	-21.43%	30.18%	10.98%	15.82%
	毛利率	52.42%	55.55%	56.87%	58.03%
石英玻璃制品	营收	656.42	689.57	821.56	986.77
	成本	480.22	472.36	576.49	708.01
	营收增长率	-3.56%	5.05%	19.14%	20.11%
	毛利率	26.84%	31.50%	29.83%	28.25%
其他	营收	35.42	70.85	85.25	102.08
	成本	27.45	55.04	71.70	85.23
	营收增长率	-51.85%	100.04%	20.33%	19.74%
	毛利率	22.50%	22.31%	15.89%	16.50%
合计	营收	1741.81	2127.27	2423.74	2845.76
	成本	1007.26	1134.96	1302.44	1530.62
	营收增长率	-16.68%	22.13%	13.94%	17.41%
	毛利率	42.17%	46.65%	46.26%	46.21%

资料来源：iFind，中航证券研究所

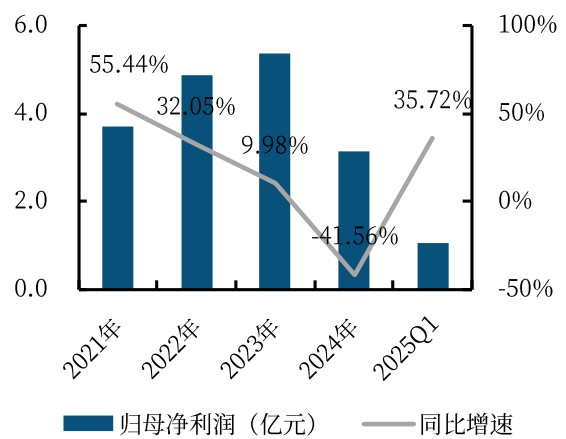
● 2021-2025Q1 公司主要财务数据

图1 公司营业收入及增速情况



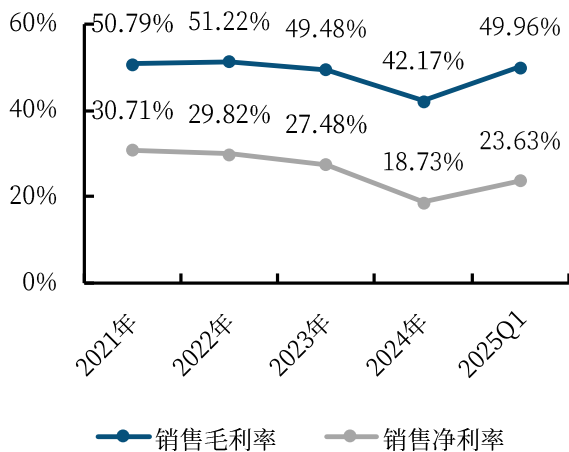
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



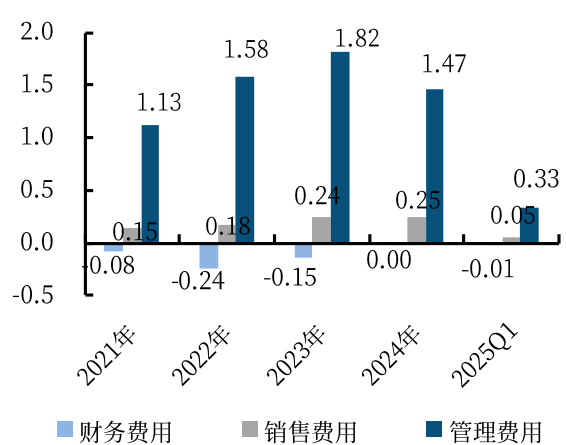
资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况



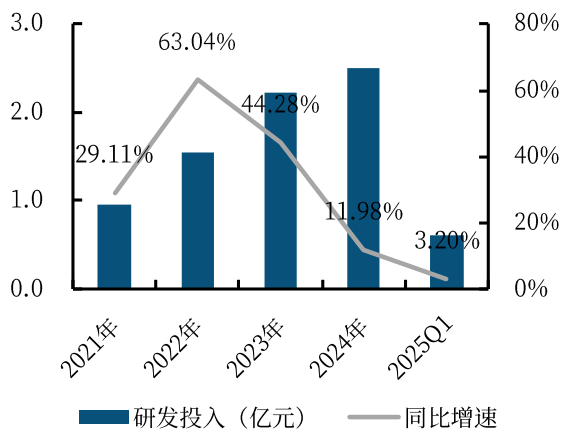
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 公司三费情况



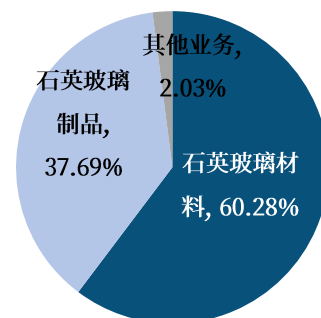
资料来源：Wind，中航证券研究所，单位：亿元

图5：公司研发支出情况



资料来源：Wind，中航证券研究所

图6：公司2024年分业务营收占比



资料来源：Wind，中航证券研究所

财务报表与财务指标

报表预测	单位: 百万元					
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润表						
营业收入	1,719.37	2,090.54	1,741.81	2,127.27	2,423.74	2,845.76
减: 营业成本	838.76	1,056.18	1,007.26	1,134.96	1,302.44	1,530.62
税金及附加	16.88	21.59	17.71	21.63	24.64	28.93
主营业务利润	863.72	1,012.78	716.85	970.68	1,096.66	1,286.21
减: 销售费用	17.89	24.24	24.93	29.78	31.51	34.15
管理费用	157.98	181.80	146.86	170.18	181.78	213.43
研发费用	154.71	223.21	249.94	297.82	315.09	369.95
财务费用	-24.38	-14.50	-0.10	-8.38	-12.33	-15.58
经营性利润	557.53	598.03	295.22	481.28	580.61	684.27
加: 资产减值损失	-6.27	-9.96	-20.07	-14.89	-7.27	-7.11
信用减值损失	-6.38	-10.66	-8.39	-12.76	-12.12	-2.85
其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	7.94	2.85	11.98	8.26	8.60	9.05
公允价值变动损益	0.47	16.12	16.52	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.23	0.32	-2.07	-0.89	-1.08	-1.18
其他收益	14.71	51.56	58.09	48.69	52.30	52.06
营业利润	568.23	648.26	351.28	509.68	621.03	734.23
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	2.47	2.13	2.98	2.61	2.65	2.69
减: 营业外支出	4.68	6.23	9.91	7.81	8.24	8.38
利润总额	566.01	644.16	344.35	504.48	615.44	728.55
减: 所得税	53.24	69.74	18.08	26.49	32.31	38.25
净利润	512.77	574.41	326.27	477.99	583.13	690.30
减: 少数股东损益	24.03	36.77	12.06	22.77	27.29	31.36
归属母公司股东净利润	488.74	537.65	314.21	455.23	555.84	658.93
资产负债表						
货币资金	824.41	586.41	685.19	749.41	900.21	1,085.94
交易性金融资产	204.13	363.89	392.20	400.00	450.00	500.00
应收票据	398.47	405.72	280.44	291.41	332.02	389.83
应收账款	376.39	588.68	615.43	605.45	689.82	809.94
预付账款	64.25	196.88	90.34	104.91	119.53	140.34
其他应收款	1.86	2.81	19.14	13.03	16.84	20.91
存货	463.97	665.83	743.14	839.56	927.77	1,048.37
其他流动资产	48.51	78.96	80.03	85.65	101.17	119.38
长期股权投资	6.52	6.16	5.62	5.13	4.64	4.15
金融资产投资	0.00	566.22	452.90	450.00	450.00	450.00
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	1,529.21	1,916.02	2,141.59	2,283.31	2,413.97	2,533.56
无形资产和开发支出	273.63	304.78	335.07	326.70	318.34	309.98
其他非流动资产	132.81	232.64	249.83	260.06	250.00	250.00
资产总计	4,324.15	5,915.01	6,090.92	6,414.62	6,974.31	7,662.39
短期借款	3.00	142.94	117.40	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	133.37	317.37	165.18	186.12	213.58	251.00
应付账款	310.75	303.21	215.81	243.18	279.06	327.95
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	23.18	17.02	22.71	55.31	58.17	62.61
其他应付款	124.07	141.10	91.18	140.75	161.52	189.82
长期借款	37.28	122.36	74.11	62.98	50.11	36.51
其他负债	214.31	369.76	457.35	396.71	415.88	446.61
负债合计	845.96	1,413.76	1,143.74	1,085.03	1,178.33	1,314.49
股本	506.92	519.82	522.27	522.27	522.27	522.27
资本公积	851.83	1,313.28	1,364.25	1,364.25	1,364.25	1,364.25
留存收益	1,647.62	2,087.24	2,242.32	2,601.95	3,041.06	3,561.61
归属母公司股东权益	3,006.37	3,920.35	4,128.83	4,488.46	4,927.57	5,448.13
少数股东权益	471.82	580.90	818.36	841.12	868.41	899.78
股东权益合计	3,478.19	4,501.25	4,947.19	5,329.58	5,795.99	6,347.91
负债和股东权益合计	4,324.15	5,915.01	6,090.92	6,414.62	6,974.31	7,662.39
投入资本(IC)	2,661.87	3,459.08	3,782.59	4,005.87	4,288.26	4,633.04
现金流量表						
经营性现金净流量	407.44	266.58	264.78	549.97	562.91	616.62
投资性现金净流量	-485.90	-1,212.25	-282.60	-269.99	-294.85	-294.49
筹资性现金净流量	255.79	621.18	161.36	-215.76	-117.26	-136.40
现金流量净额	183.97	-320.98	147.23	64.22	150.80	185.74

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, 依托于中国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, 服务一二级资本市场, 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。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