

## 二季度环比改善，特种功能材料有望在十五五迎来新一轮高增长

### 核心观点

事件：公司发布 25 年中报，上半年公司实现营收 5.16 亿元（+6.44%），实现归母净利润 1.46 亿元（-32.45%）。

- **财务指标较一季度改善，下半年有望延续好转趋势。** Q2 公司实现营收 2.75 亿元（+15.74%），增速较 Q1 的-2.48%回升明显；实现归母净利润 0.83 亿元（-18.00%），较 Q1 的-45.23%降幅收窄。截至报告期末公司存货 3.21 亿元，较期初增长 46.15%；合同负债 0.33 亿元，较期初增长 64.04%，两项指标均创历史新高说明公司在手订单和生产任务增长明显。此外，存货中发出商品期末余额 1.49 亿元，较期初增长 55.96%，说明公司下半年待确收产品有明显增长。基于各项前瞻性指标向好，我们认为公司下半年好转趋势有望延续。
- **毛利率下降、研发费用提升影响利润率表现，未来随着确收好转叠加子公司扭亏，盈利能力有望改善。** 报告期公司毛利率 47.57%，较去年同期下降 8.70pct，但随着产品结构转型和子公司产能爬坡，后续将逐步回升（单 Q2 已恢复至 53.52%）。报告期研发费用率 13.61%，较去年同期增长 6.8pct，主要是研发人员增加及跟研项目较多所致。此外，报告期 4 家子公司均处于亏损状态，主要由于相关产线处于建设期，资本化支出、试运行成本及未达产产线的运营成本较高。我们认为随着前期科研项目在十五五逐步落地，子公司前沿项目转批产，公司盈利有望改善。
- **特种功能材料有望在十五五迎来新一轮高增长，新业务布局奠定第二增长曲线。** 公司本部特种功能材料等产品正处于产品更新换代的关键阶段，跟研试制产品收入占比较往年提高，但由于尚未定型批产，受工艺路线优化、新建产线调试及良品率爬坡等因素影响，成本暂时较高。我们认为当前特种功能材料行业正处于高速增长期，随着十五五新军机批产列装以及维修需求的增加，市场需求将迎来阶梯式提升，公司作为行业龙头有望进入新一轮高增长。子公司陶瓷基复材、超细晶零部件等当前仍处于研发与攻关阶段，目前收入体量较小，需要大量研发投入且尚未产生利润，但我们认为这些新业务布局也将在十五五中后期成长为公司第二增长曲线。

### 盈利预测与投资建议

- 维持 25-27 年归母净利润预期为 4.32、5.89 亿元、7.58 亿元。参考可比公司 25 年估值水平，对应 25 年 49 倍 PE，目标价 77.42 元，维持增持评级。

### 风险提示

- 军品定价造成盈利能力波动风险；预研在研产品批产进度不及预期

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	917	1,139	1,355	1,753	2,189
同比增长(%)	36.4%	24.2%	18.9%	29.4%	24.8%
营业利润(百万元)	265	444	485	660	848
同比增长(%)	-29.1%	67.5%	9.1%	36.3%	28.4%
归属母公司净利润(百万元)	335	414	432	589	758
同比增长(%)	0.5%	23.6%	4.4%	36.4%	28.5%
每股收益(元)	1.23	1.52	1.58	2.16	2.78
毛利率(%)	57.8%	50.7%	49.7%	50.7%	51.0%
净利率(%)	36.5%	36.3%	31.9%	33.6%	34.6%
净资产收益率(%)	8.4%	9.4%	9.1%	11.5%	13.5%
市盈率	57.9	46.8	44.9	32.9	25.6
市净率	4.6	4.2	4.0	3.6	3.3

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

增持（维持）

股价（2025年08月22日）	71.11 元
目标价格	77.42 元
52 周最高价/最低价	84.48/46.05 元
总股本/流通 A 股（万股）	27,257/17,036
A 股市值（百万元）	19,383
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2025 年 08 月 24 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.59	11.76	31.86	35.62
相对表现%	-6.77	5.47	20	3.48
沪深 300%	4.18	6.29	11.86	32.14



### 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

GE、普惠提升陶瓷基复材使用比例，公司前瞻性卡位有望打造第二增长极	2025-07-16
股份支付费用影响 23 年业绩，24Q1 取得开门红	2024-04-25
中报高增，内生外延布局航发前沿技术领域	2023-08-25

## 附录

**表 1：华秦科技可比公司估值**

公司	代码	最新价格 (元) 2025/8/22	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
钢研高纳	300034	18.29	0.31	0.33	0.41	0.47	58.62	55.01	44.31	38.77
佳驰科技	688708	79.21	1.29	1.54	1.94	2.37	61.25	51.31	40.87	33.42
航发动力	600893	40.81	0.32	0.29	0.39	0.52	126.46	142.54	103.90	78.72
航材股份	688563	57.67	1.29	1.46	1.70	2.00	44.66	39.58	33.92	28.87
航宇科技	688239	37.10	0.98	1.32	1.68	2.07	37.75	28.01	22.12	17.95
	调整后 平均						54.85	48.63	39.70	33.69

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						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,085	1,059	705	723	972	营业收入	917	1,139	1,355	1,753	2,189
应收票据、账款及款项融资	923	855	1,007	1,304	1,627	营业成本	388	562	681	865	1,073
预付账款	3	8	10	13	16	销售费用	15	21	24	29	33
存货	125	220	267	338	420	管理费用	233	74	86	103	119
其他	1,874	2,057	2,215	2,222	2,229	研发费用	74	91	109	132	158
<b>流动资产合计</b>	<b>4,011</b>	<b>4,200</b>	<b>4,204</b>	<b>4,599</b>	<b>5,264</b>	财务费用	(8)	13	16	18	17
长期股权投资	29	26	29	29	29	资产、信用减值损失	25	4	25	15	5
固定资产	288	582	944	1,224	1,407	公允价值变动收益	5	(4)	0	0	0
在建工程	457	797	779	702	587	投资净收益	57	59	59	59	59
无形资产	111	140	135	130	125	其他	10	15	13	10	6
其他	266	302	335	334	332	<b>营业利润</b>	<b>265</b>	<b>444</b>	<b>485</b>	<b>660</b>	<b>848</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,151</b>	<b>1,847</b>	<b>2,222</b>	<b>2,418</b>	<b>2,480</b>	营业外收入	5	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5,162</b>	<b>6,047</b>	<b>6,425</b>	<b>7,018</b>	<b>7,743</b>	营业外支出	0	3	3	3	3
短期借款	134	73	73	73	73	<b>利润总额</b>	<b>270</b>	<b>442</b>	<b>482</b>	<b>658</b>	<b>846</b>
应付票据及应付账款	395	477	578	734	911	所得税	11	49	72	99	127
其他	85	112	116	123	131	<b>净利润</b>	<b>259</b>	<b>393</b>	<b>410</b>	<b>559</b>	<b>719</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>613</b>	<b>662</b>	<b>768</b>	<b>931</b>	<b>1,116</b>	少数股东损益	(76)	(21)	(22)	(30)	(39)
长期借款	179	545	545	545	545	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>335</b>	<b>414</b>	<b>432</b>	<b>589</b>	<b>758</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.23	1.52	1.58	2.16	2.78
其他	60	166	155	155	155						
<b>非流动负债合计</b>	<b>239</b>	<b>711</b>	<b>700</b>	<b>700</b>	<b>700</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>853</b>	<b>1,373</b>	<b>1,467</b>	<b>1,630</b>	<b>1,815</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	106	101	78	48	9	成长能力					
实收资本(或股本)	139	195	273	273	273	营业收入	36.4%	24.2%	18.9%	29.4%	24.8%
资本公积	3,113	3,061	2,983	2,983	2,983	营业利润	-29.1%	67.5%	9.1%	36.3%	28.4%
留存收益	950	1,317	1,624	2,083	2,663	归属于母公司净利润	0.5%	23.6%	4.4%	36.4%	28.5%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,309</b>	<b>4,674</b>	<b>4,958</b>	<b>5,387</b>	<b>5,928</b>	毛利率	57.8%	50.7%	49.7%	50.7%	51.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,162</b>	<b>6,047</b>	<b>6,425</b>	<b>7,018</b>	<b>7,743</b>	净利率	36.5%	36.3%	31.9%	33.6%	34.6%
						ROE	8.4%	9.4%	9.1%	11.5%	13.5%
						ROIC	5.8%	8.2%	7.8%	9.9%	11.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	16.5%	22.7%	22.8%	23.2%	23.4%
净利润	259	393	410	559	719	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	20	42	69	110	145	流动比率	6.54	6.34	5.48	4.94	4.72
财务费用	(8)	13	16	18	17	速动比率	6.34	6.01	5.13	4.58	4.34
投资损失	(57)	(59)	(59)	(59)	(59)	营运能力					
营运资金变动	(242)	51	(98)	(215)	(231)	应收账款周转率	1.8	1.6	1.6	1.7	1.6
其它	103	(122)	(46)	0	0	存货周转率	4.6	3.3	2.8	2.9	2.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>75</b>	<b>318</b>	<b>292</b>	<b>413</b>	<b>591</b>	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
资本支出	(502)	(728)	(406)	(306)	(206)	每股指标(元)					
长期投资	(29)	3	(3)	0	0	每股收益	1.23	1.52	1.58	2.16	2.78
其他	354	(232)	(95)	59	59	每股经营现金流	0.54	1.64	1.07	1.52	2.17
<b>投资活动现金流</b>	<b>(178)</b>	<b>(956)</b>	<b>(505)</b>	<b>(248)</b>	<b>(148)</b>	每股净资产	15.42	16.78	17.90	19.59	21.72
债权融资	183	381	0	0	0	估值比率					
股权融资	97	4	(0)	0	0	市盈率	57.9	46.8	44.9	32.9	25.6
其他	29	(16)	(141)	(148)	(194)	市净率	4.6	4.2	4.0	3.6	3.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>308</b>	<b>368</b>	<b>(141)</b>	<b>(148)</b>	<b>(194)</b>	EV/EBITDA	61.5	34.2	29.9	21.6	16.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	66.4	37.3	34.1	25.2	19.7
<b>现金净增加额</b>	<b>205</b>	<b>(270)</b>	<b>(354)</b>	<b>18</b>	<b>249</b>						

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。