

## 国防军工

2025 年 08 月 31 日

报告原因：有业绩公布需要点评

## 增持（维持）

市场数据：2025 年 08 月 29 日

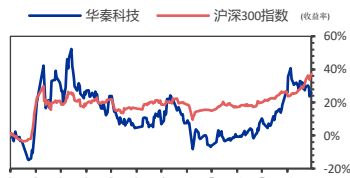
|               |                    |
|---------------|--------------------|
| 收盘价（元）        | 68.92              |
| 一年内最高/最低（元）   | 119.23/53.66       |
| 市净率           | 4.1                |
| 股息率%（分红/股价）   | 0.93               |
| 流通 A 股市值（百万元） | 11,741             |
| 上证指数/深证成指     | 3,857.93/12,696.15 |

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 06 月 30 日

|                |         |
|----------------|---------|
| 每股净资产（元）       | 16.86   |
| 资产负债率%         | 25.52   |
| 总股本/流通 A 股（百万） | 273/170 |
| 流通 B 股/H 股（百万） | -/-     |

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

## 证券分析师

韩强 A0230518060003  
hanqiang@swsresearch.com  
武雨桐 A0230520090001  
wuyt@swsresearch.com  
穆少阳 A0230524070009  
musy@swsresearch.com

## 研究支持

田昕 A0230124060003  
tianxin@swsresearch.com

## 联系人

田昕  
(8621)23297818×  
tianxin@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 华秦科技（688281）

——2025 年半年报点评：业绩符合预期，隐身 + 陶瓷基复材 + 声学超材料业务多元共振

## 事件：

- **公司发布 2025 年半年报。**根据公司公告，公司 2025H1 年实现营收 5.16 亿元（yoy+6.44%），实现归母净利润 1.46 亿元（yoy-32.45%），实现扣非归母净利润 1.30 亿元（yoy-36.97%）。2025Q2 实现营收 2.75 亿元（yoy+15.74%），实现归母净利润 0.83 亿元（yoy-18.00%）。2025 年 H1 业绩符合预期。

## 点评：

- **产品广度及深度持续拓展，收入结构逐步实现多元化，公司营收稳步增长。**1) 本部：2025H1 公司本部实现营收 4.51 亿元，跟研试制产品收入占比超过 50%，公司在宽温域、多频谱兼容、多功能特种功能材料以及特种功能结构复合材料领域持续开展研制工作，并在热阻材料、重防腐材料、电磁屏蔽材料等领域积极拓展市场，公司目前已有多个产品处在验证试制阶段；2) 沈阳华秦航发实现营收 7163 万元（yoy+201.47%），主要系沈阳华秦航发航空零部件智能加工与制造项目基本投产，并持续开展零部件工序验证工作，预计 2025 年年底实现全面投产；3) 南京华秦光声实现营收 779 万元（yoy+664.47%），主要系其开发的低频声场成像设备及高性能激光超声检测设备实现国产替代，高端声学设备类在手订单增长迅速；4) 上海瑞华晟已向客户交付部分零部件开展验证，并持续拓展陶瓷基复合材料在航空发动机、航空器机身及燃气轮机方向的应用；5) 安徽汉正实现营收 24 万元，主要系公司完成超细晶轮盘、超细晶轴承钢、精密套圈和传动轴等先进制造技术产业化，其部分产品正在进行样件试制与验证。
- **受产品结构调整、子公司产能建设及研发投入提升等影响，公司盈利能力短期承压。**1) 公司 2025H1 毛利率达 47.57%，较 2024H1 下降 8.7pcts，主要系公司跟研试制产品收入占比逐步提高，受工艺路线优化、新建产线调试及良品率爬坡等因素影响，新型号产品暂未实现规模化生产，试制成本较高；2) 公司 2025H1 净利率达到 26.09%，较 2024H1 下降 16.01pcts，主要系公司期间费用率达 25.0%，较 2024H1 增长 9.2pcts，其中 25H1 研发投入达 0.70 亿元（yoy+112.89%），研发材料消耗、研发人力成本、外部协作费用及实验测试支出均呈现显著增长。此外，应收账款坏账增加导致信用减值损失达 0.13 亿元。3) 主要控股子公司短期亏损，其中沈阳华秦航发与南京华秦光声实现减亏。2025H1 沈阳华秦净利润亏损 140 万元（2024H1 亏损 692 万元）；南京华秦亏损 688 万元（2024H1 亏损 909 万元）；上海瑞华晟亏损 1407 万元（2024H1 亏损 992 万元）；安徽汉正亏损 108 万元。我们预计随着子公司规模化生产能力逐步释放，业绩端有望贡献增量。
- **国内特种材料领军企业，市场地位突出。**1) 公司隐身材料及伪装材料产品已经实现了批产应用，是目前国内极少数能够全面覆盖常温、中温和高温隐身材料设计、研发和生产的企业。2) 随着国防现代化要求提高，我国军机量增代升需求迫切，特种材料战略地位突出，市场空间广阔。3) 公司拥有多项具有自主知识产权的核心技术，具有行业先发优势。此外，募投项目助力公司打破产能瓶颈，满足市场需求。4) 子公司：下游布局的加工、声学、陶瓷基复合材料、超细晶零部件生产制造等子公司实现领域多元化布局。
- **增加 2027 年盈利预测并维持“增持”评级。**考虑到下游需求节奏影响及预研产品占比提升，叠加子公司产能建设持续推进，下调公司营收增速及毛利率水平，我们下调公司 2025-2026E 年归母净利润预测为 4.5/5.85 亿元（前值为 6.25/8.44 亿元），新增 2027 年盈利预测为 7.62 亿元，对应当前股价 2025-2027 年 PE 分别为 42/32/25 倍。选择可比公司佳驰科技（隐身材料）、隆华科技（高分子复合材料）两家可比公司，25 年平均 PE 为 48X，公司估值低于可比公司。考虑下游需求节奏恢复，公司主业多品类拓展，多元化布局打造新成长曲线，预计公司业绩保持稳定增长，维持“增持”评级。
- **风险提示：**需求波动风险；军品批产进度不及预期；行业竞争加剧

## 财务数据及盈利预测

|            | 2024  | 2025H1 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元） | 1,139 | 516    | 1,370 | 1,760 | 2,157 |
| 同比增长率（%）   | 24.2  | 6.4    | 20.3  | 28.5  | 22.5  |
| 归母净利润（百万元） | 414   | 146    | 450   | 585   | 762   |
| 同比增长率（%）   | 23.6  | -32.5  | 8.8   | 29.9  | 30.2  |
| 每股收益（元/股）  | 2.13  | 0.53   | 1.65  | 2.15  | 2.80  |
| 毛利率（%）     | 50.7  | 47.6   | 48.5  | 52.0  | 58.8  |
| ROE（%）     | 9.1   | 3.2    | 9.2   | 10.9  | 12.8  |
| 市盈率        |       |        |       |       |       |

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

| 百万元                | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入              | 917   | 1,139 | 1,370 | 1,760 | 2,157 |
| 其中：营业收入            | 917   | 1,139 | 1,370 | 1,760 | 2,157 |
| 减：营业成本             | 388   | 562   | 706   | 845   | 889   |
| 减：税金及附加            | 9     | 9     | 10    | 13    | 22    |
| 主营业务利润             | 520   | 568   | 654   | 902   | 1,246 |
| 减：销售费用             | 15    | 21    | 26    | 31    | 45    |
| 减：管理费用             | 233   | 74    | 89    | 97    | 140   |
| 减：研发费用             | 74    | 91    | 107   | 141   | 175   |
| 减：财务费用             | -8    | 13    | 17    | 33    | 48    |
| 经营性利润              | 206   | 369   | 415   | 600   | 838   |
| 加：信用减值损失（损失以“-”填列） | -24   | -5    | -13   | -16   | -16   |
| 加：资产减值损失（损失以“-”填列） | -1    | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 加：投资收益及其他          | 76    | 82    | 82    | 79    | 69    |
| 营业利润               | 265   | 444   | 483   | 663   | 890   |
| 加：营业外净收入           | 5     | -2    | 2     | -2    | -4    |
| 利润总额               | 270   | 442   | 485   | 661   | 886   |
| 减：所得税              | 11    | 49    | 55    | 78    | 108   |
| 净利润                | 259   | 393   | 430   | 583   | 779   |
| 少数股东损益             | -76   | -21   | -20   | -2    | 17    |
| 归属于母公司所有者的净利润      | 335   | 414   | 450   | 585   | 762   |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |              |                        |
|--------|-----|--------------|------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | maojiong@swhy.com      |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | liqing3@swhy.com       |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | xiaoxia@swhy.com       |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | zhangxiaozhuo@swhy.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | zhuxiaoyi@swhy.com     |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | panyeming@swhy.com     |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                           |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20%以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；       |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5%以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。