

国防军工

2025 年 09 月 01 日

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2025 年 09 月 01 日

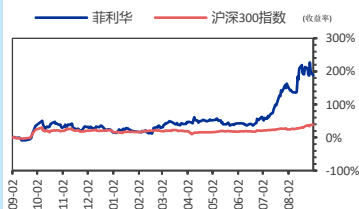
收盘价（元）	92.55
一年内最高/最低（元）	108.59/27.87
市净率	11.3
股息率%（分红/股价）	0.14
流通 A 股市值（百万元）	47,482
上证指数/深证成指	3,875.53/12,828.95

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）	8.21
资产负债率%	21.99
总股本/流通 A 股（百万）	522/513
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《石英电子布放量在即，高速传输需求牵引广阔蓝海——Low Dk 电子布深度报告》
2025/07/25

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

达邵炜 A0230124030001
dasw@swsresearch.com

联系人

达邵炜
(8621)23297818×
dasw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

菲利华 (300395)

——2025 年 H1 业绩符合市场预期，看好新兴业务远期增长弹性

事件：

- 公司公布 2025 年半年报业绩报告。根据公司公告，公司 2025 年 H1 实现营收 9.08 亿元 (yoy+0.77%)，实现归母净利润 2.22 亿元 (yoy+28.72%)，实现扣非归母净利润 2.03 亿元 (yoy+51.07%)。2025 年 Q2 实现营收 5.02 亿元 (yoy+0.61%)，实现归母净利润 1.17 亿元 (yoy+23.00%)，实现扣非归母净利润 1.08 亿元 (yoy+26.83%)。2025 年 H1 业绩符合市场预期。

点评：

- 石英材料及玻纤布等产品有序交付确收，25 年 H1 业绩符合市场预期。根据公司公告，公司 2025 年 H1 营收同比维持稳定，归母净利润同比高增，我们认为：1) 分产品看，报告期内公司石英玻璃材料实现收入 6.43 亿元 (yoy+21.35%)，石英玻璃制品实现收入 2.62 亿元 (yoy+30.93%)，报告期内公司航空航天等领域配套石英材料产品有序交付确收，支撑公司营收体量；2) 分子公司看，报告期内公司潜江分部实现营收 1.94 亿元 (yoy+18.61%)，菲利华石创实现营收 1.86 亿元 (yoy+48.22%)，中益新材实现营收 0.86 亿元 (yoy+31.66%)，报告期内公司石英材料及电子布销售量同比显著提升，其中石英电子布实现收入 0.13 亿元，石英制品由于下游光伏领域需求波动营收同比下滑；3) 分季度看，25Q2 实现营收 5.02 亿元，同比降低 0.61%，环比提升 23.65%，公司生产经营逐季改善中。我们认为，公司为国内石英玻璃领域领军企业，卡位优势显著，将充分受益于航空航天等多领域需求持续恢复，此外公司多款高性能复合材料结构件研发成功，叠加民品 LowDk 电子布等新品类应用，公司 25 年全年业绩有望实现快速回升。
- 产品结构变化带动毛利率提升，看好盈利能力逐季持续改善。根据公司公告，2025 年 H1 公司毛利率为 49.22%，较去年同期增加 6.37pcts；2025 年 H1 公司净利率为 22.99%，较去年同期增加 3.11pcts。我们分析认为：1) 公司毛利率提升系高毛利产品有序交付确收，营收占比增加所致，且当前毛利率已基本恢复至十四五期间最高水平，伴随高毛利产品销售体量回升，毛利率未来有望进一步提升；2) 公司净利率提升系报告期内产品端盈利能力提升，增幅较毛利率收窄系报告期内计提 2705 万元大额减值损失；3) 公司 25 年 H1 期间费用率为 22.46%，较 24 年 H1 降低 1.80pcts，其中管理费用率较去年同期减少 0.59pcts 至 7.83%，研发费用率较去年同期增加 0.84pcts 至 13.44%，公司费用端改善持续深化。我们认为，伴随公司高毛利产品下游需求持续恢复，公司产品有序交付确收，叠加降本增效措施带动费用端优化，公司整体盈利能力有望逐季持续提升。
- 存货及应付账款环比维持高位，行业景气度逐步恢复中。根据公司公告，截至 2025 年 H1 末，公司存货为 7.63 亿元，环比维持高位；公司应付账款为 3.01 亿元，较 25 年 Q1 末提升 21.37%。我们分析认为，公司存货及应付账款环比均维持高位，系公司积极生产备货，侧面反映行业景气度高，下游需求旺盛。
- 石英电子布认证有序推进中，看好新兴业务远期增长弹性。根据公司公告，公司研发的超薄石英电子布产品正处于客户端小批量测试及终端客户的认证阶段。我们分析认为，石英电子布是高频高速覆铜板的优选材料，高速服务器建设有望带动其配套需求快速提升，当前全球厂商相对稀缺，且公司卡位石英玻纤拉丝及整布编织两道工序，伴随终端客户认证有序推进，石英电子布未来或成为公司的核心增长点之一。
- 石英玻璃材料及制品核心供应商，看好公司业绩增长弹性。1) 公司军品卡位优势显著，深度受益于航空航天领域需求恢复，行业景气度恢复有望带动军品营收高速增长；2) 石英电子布作为英伟达链高频高速覆铜板厂商核心筹码，公司核心卡位石英玻纤与整布编织两道环节，服务器建设打开广阔增量配套空间；3) 半导体石英材料及制品获多家核心设备厂商认证，全球牌照稀缺，市场份额稳固，且未来有望进一步拓展下游新客户；4) 合成石英砂及合成石英材料产能持续扩充，巩固半导体先进制程及光学领域配套优势。
- 下调 2025E 年盈利预测，上调 2026E 年盈利预测，新增 2027E 年盈利预测并维持“增持”评级。考虑到公司今年民品部分板块下游需求波动影响，我们下调 2025E 年归母净利润预测为 5.78 亿元（原值为 6.11 亿元），公司作为国内石英玻璃领域核心供应商，深度受益于航空航天领域需求恢复，叠加多品类新品明年有望逐步贡献收入，因此我们上调公司 2026E 年归母净利润预测为 9.80 亿元（原值为 9.10 亿元），新增 2027E 年盈利预测为 14.35 亿元，当前股价对应 PE 分别为 83/49/34 倍。考虑到行业景气度上行，传统业务营收体量回升，叠加 Q 布等新兴市场需求饱满，市场空间巨大，因此维持“增持”评级。
- 风险提示：军费增速不及预期；订单节奏不及预期；原材料价格波动风险

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,742	908	2,061	2,945	4,101
同比增长率（%）	-16.7	-0.8	18.3	42.9	39.3
归母净利润（百万元）	314	222	580	980	1,435
同比增长率（%）	-41.6	28.7	84.6	69.0	46.4
每股收益（元/股）	0.61	0.43	1.11	1.88	2.75
毛利率（%）	42.2	49.2	49.8	53.6	54.4
ROE（%）	7.6	5.2	12.5	17.9	21.5
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

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,091	1,742	2,061	2,945	4,101
其中：营业收入	2,091	1,742	2,061	2,945	4,101
减：营业成本	1,056	1,007	1,035	1,367	1,869
减：税金及附加	22	18	21	30	42
主营业务利润	1,013	717	1,005	1,548	2,190
减：销售费用	24	25	25	29	39
减：管理费用	182	147	165	219	288
减：研发费用	223	250	218	280	349
减：财务费用	-15	0	4	-1	-4
经营性利润	599	295	593	1,021	1,518
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-11	-8	1	0	3
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-10	-20	0	0	0
加：投资收益及其他	55	70	42	52	52
营业利润	648	351	635	1,075	1,574
加：营业外净收入	-4	-7	1	1	1
利润总额	644	344	636	1,076	1,575
减：所得税	70	18	34	58	85
净利润	574	326	602	1,018	1,490
少数股东损益	37	12	22	38	55
归属于母公司所有者的净利润	538	314	580	980	1,435

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 索取有关披露资料或登录 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，可以向我们的销售员索取。

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。

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。