

华秦科技（688281.SH）

隐身材料放量在即，航发新材料开启第二成长曲线

2025 年 12 月 13 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

王加煨（分析师）

马智焱（联系人）

wangjiawei2@kysec.cn

mazhiyan@kysec.cn

证书编号：S0790525070009

证书编号：S0790125090030

日期	2025/12/12
当前股价(元)	67.80
一年最高最低(元)	100.50/53.66
总市值(亿元)	184.80
流通市值(亿元)	184.80
总股本(亿股)	2.73
流通股本(亿股)	2.73
近 3 个月换手率(%)	37.8

● 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 期间复合增速为 31.7%

华秦科技深耕特种功能材料领域三十余年，核心技术壁垒深厚。隐身材料作为当前主业，受益于新型隐身战机加速列装带来的前装放量及服役机队扩大驱动的后装维护需求。华秦隐身材料下游主要机型已进入定型批产快速放量阶段，份额稳固、增长确定性强。同时，公司积极布局航空发动机高价值赛道，推进金属零部件加工、树脂基和陶瓷基复合材料产业化，2025 年起陆续实现批量投产，显著提升单机价值量，打造第二成长曲线。我们预计公司 2025 年至 2027 年的归母净利润为 4.19/5.95/7.27 亿元，EPS 为 1.54/2.18/2.67 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 44.1/31.1 /25.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 隐身战机数量提升带动隐身材料前后装市场空间放量

华秦科技深耕隐身材料，已实现从技术领先到规模产业化的跨越。隐身性能是五代机的核心指标，随着我国新型隐身战机加速列装和装备升级，隐身材料迎来数量提升叠加代际迭代的前装增量空间。同时，隐身涂层需在服役周期内定期维护和重涂，后装市场具备耗材特征，需求将随现役机队规模扩大稳步释放。公司依托西北工业大学的产学研体系，构建了深厚的技术壁垒，竞争格局稳固。目前多型产品已进入定型批产阶段，收入正从预研、跟研向规模化批产转型，批产后份额确定性强，公司份额有望维持稳健。我们认为公司中长期业绩增长动能充沛，2024 年至 2027 年华秦隐身材料营收期间复合增速有望超 30%。

● 布局发动机新材料，打造第二成长曲线

华秦科技围绕航空发动机产业链积极拓展，布局陶瓷基复合材料、树脂基复合材料及金属加工等高附加值领域，打造第二增长曲线。沈阳子公司聚焦航空发动机金属零部件加工，2025 年设备已经实现大批量投产。公司树脂复材已实现交付，2026 年有望大规模放量。上海子公司依托院士团队突破陶瓷基复合材料技术，提升发动机推重比，是未来航发升级的核心方向，有望在中期为公司贡献营收新增量。随着新材料业务布局逐步完成从试产到量产的过程，叠加新产能释放，公司航空下游单机价值量有望大幅提升，为公司打开成长空间。

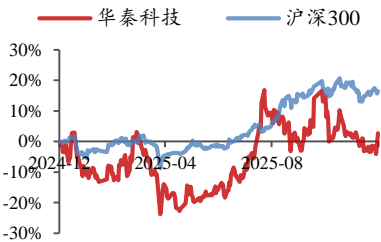
● **风险提示：**军品审价后价格下降导致业绩波动、订单受客户下游出货节奏影响较大、预研和小批量试产阶段产品进入定型批产进度不达预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	917	1,139	1,302	1,995	2,504
YOY(%)	36.4	24.2	14.3	53.3	25.5
归母净利润(百万元)	335	414	419	595	727
YOY(%)	0.5	23.6	1.2	42.1	22.2
毛利率(%)	57.8	50.7	49.4	47.9	48.1
净利率(%)	36.5	36.3	32.2	29.8	29.0
ROE(%)	6.0	8.4	8.0	10.4	11.5
EPS(摊薄/元)	1.23	1.52	1.54	2.18	2.67
P/E(倍)	55.2	44.6	44.1	31.1	25.4
P/B(倍)	4.4	4.0	3.8	3.4	3.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

内容目录

1、 华秦科技：深耕特种隐身功能材料，从技术领先到产业化发展.....	3
1.1、 公司概况：三十年磨一剑，从技术领先到产业化发展.....	3
1.2、 主营业务：特种隐身材料拉动营收增长，布局新材料打造第二增长曲线.....	3
1.3、 财务表现：收入稳步提升，新兴业务带来毛利率短期承压.....	4
1.4、 股权架构：股权激励促进公司增长.....	5
2、 隐身材料：隐身战机数量提升，前装后装共同发力.....	7
2.1、 隐身材料是装备迭代的核心要素.....	7
2.2、 隐身军机扩张带动隐身材料市场快速增长.....	9
2.3、 隐身材料市场竞争格局稳健.....	9
2.4、 2024 年至 2027 年华秦隐身材料营收复合增速有望超 30%.....	10
2.5、 毛利率：军品审价模式叠加市场竞争格局稳健，毛利率较为稳定.....	11
3、 布局航空发动机新材料业务，拉动单机价值量提升.....	11
4、 盈利预测与投资建议.....	13
4.1、 盈利预测关键假设.....	13
4.2、 估值与评级.....	13
5、 风险提示.....	15
附：财务预测摘要.....	16

图表目录

图 1： 公司具备三十年特种材料研发经验.....	3
图 2： 公司主营业务特种功能材料.....	3
图 3： 公司 2025 年 Q1-Q3 营收同比增长 8.63%.....	4
图 4： 公司净利润受期间费用波动影响.....	4
图 5： 产品销售及技术服务是公司主要营收来源.....	4
图 6： 产品销售及技术服务毛利率超过 50%.....	4
图 7： 公司研发费用率呈现增长趋势.....	5
图 8： 2024 年沈阳华秦航发营收领先其他子公司.....	5
图 9： 公司股权架构较为集中.....	6
图 10： 隐身材料可按温度、探测系统、成型工艺分类.....	7
图 11： 五代机、六代机对隐身性能要求高.....	8
图 12： 华秦营收相较同业增长稳健.....	10
图 13： 华秦受子公司新业务影响毛利率相较同业较低.....	10
图 14： 华秦科技 2024-2027E 隐身材料营收复合增速有望超 30%.....	11
图 15： 华秦科技 2027E 隐身军机价值量占比有望达 1.7%.....	11
表 1： 海外战斗机划分标准可分为五代.....	8
表 2： 公司营收及毛利率预测.....	13
表 3： 公司 PE 估值低于可比公司平均.....	14

1、华秦科技：深耕特种隐身功能材料，从技术领先到产业化发展

1.1、公司概况：三十年磨一剑，从技术领先到产业化发展

公司深耕特种功能材料，三十年磨一剑完成从技术领先到产业化发展。公司成立于1992年，成立初期主营航空零部件加工及机械设备销售。1996年起，公司联合西北工业大学开始特种功能材料的预研，深耕材料技术研发。2012年，在完成技术突破后公司继续联合西北大学完成量产工艺验证，为后续产业化做准备。2016年开始，公司取得军工业务资质，隐身材料获得了国防科工局认定，部分定型产品开始进行小批量生产，公司完成从科研项目到产业化的转型。2019年和2020年，公司部分牌号的隐身材料和伪装材料获得定型批产，公司正式进入了产业化的阶段。2022年，公司成功于科创板上市。

图1：公司具备三十年特种材料研发经验

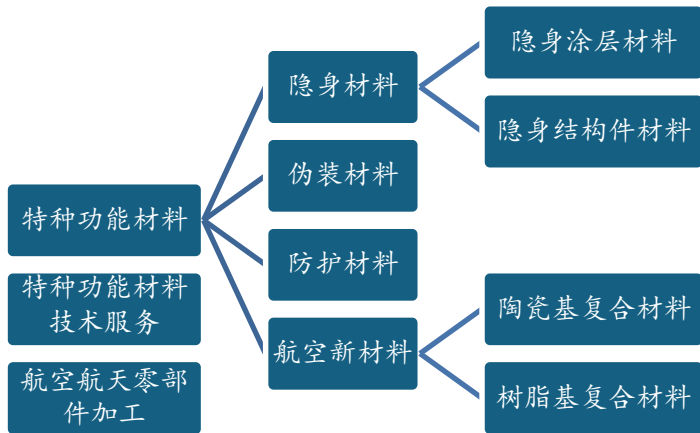


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、主营业务：特种隐身材料拉动营收增长，布局新材料打造第二增长曲线

公司主营业务为特种功能材料。特种功能材料是公司主要量产产品，包括隐身材料、伪装材料等，2024年产品及技术服务营收占比约90%。此外，航空航天零部件加工、陶瓷基复材、声学超材料等是公司重点布局的新成长曲线。

图2：公司主营业务特种功能材料



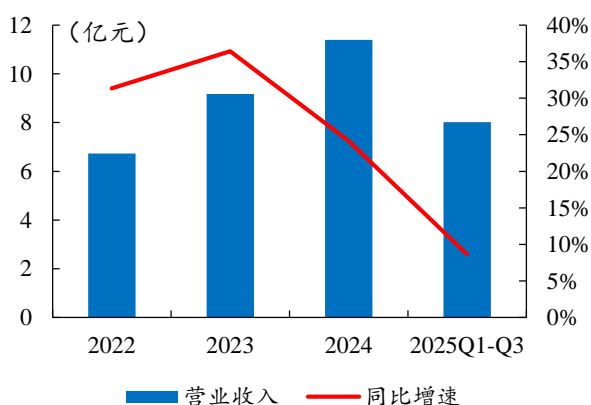
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、财务表现：收入稳步提升，新兴业务带来毛利率短期承压

2019 年以来，公司核心产品陆续批产，公司业绩迎来高速增长。2024 年公司营收突破 10 亿元，2022 年上市后至 2024 年期间复合增速达到 30%。公司毛利率自 2022 年的 61.0% 下滑至 2024 年的 50.7%，一方面由于成本较高的跟研试制产品收入占比提升，另一方面由于子公司正处于产能爬坡期，折旧压力较大。公司净利润波动主要受期间费用率影响，2023 年公司设立上海子公司后瑞华晟后，华秦科技支付了 1.88 亿元授予瑞华晟核心人员共 40% 的股权，该股权支付费用较大影响了当年华秦科技的管理费用，造成净利润的波动。

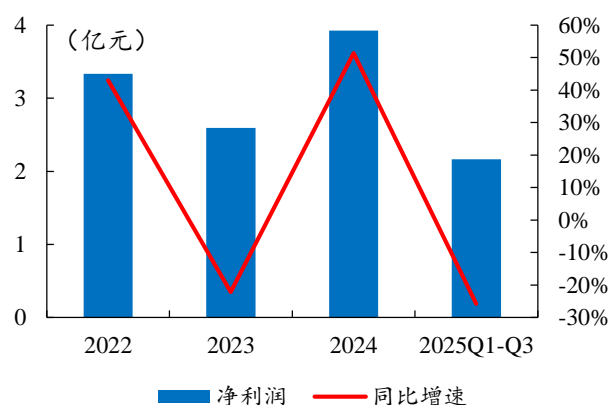
华秦科技在沈阳、南京、上海设立三家控股子公司，助力公司向高成长性、高附加值新领域延伸。沈阳华秦航发聚焦航空发动机产业链，从事零部件的金属加工与制造。南京华秦光声重点开拓民用高端市场，专注于声学超材料及降噪设备的研发，为轨道交通、电力能源等领域提供解决方案，推动军工技术向民用转化。上海瑞华晟新材料专注前沿技术突破，依托院士团队推进航空发动机用陶瓷基复合材料的产业化。这些重点子公司的设立，有助于公司向高成长性、高附加值新领域延伸。

图3：公司 2025 年 Q1-Q3 营收同比增长 8.63%



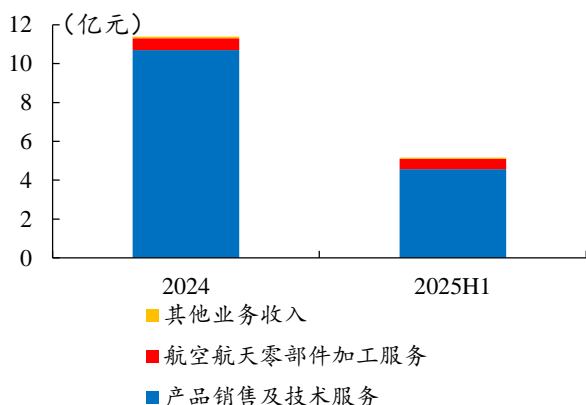
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司净利润受期间费用波动影响



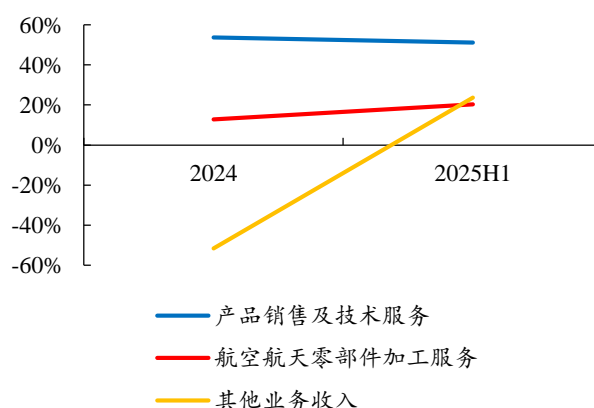
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：产品销售及技术服务是公司主要营收来源

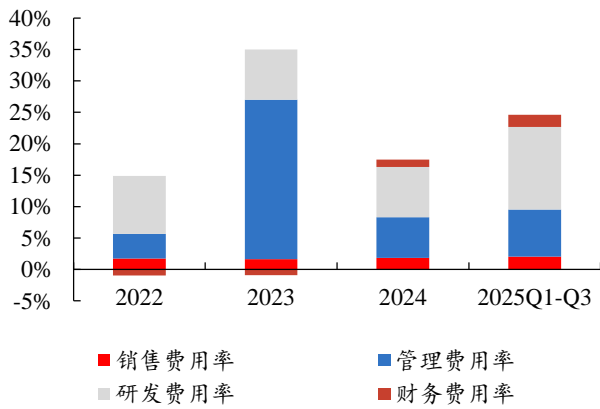


数据来源：Wind、开源证券研究所

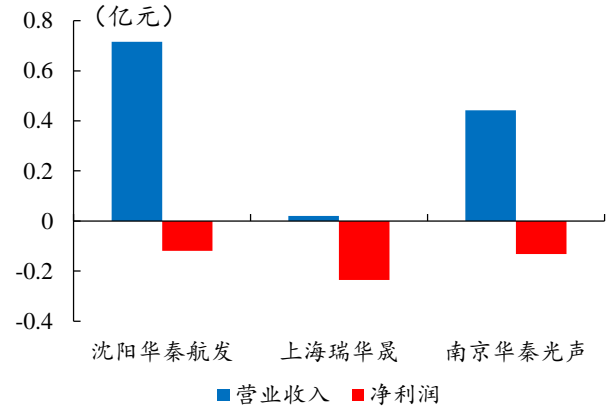
图6：产品销售及技术服务毛利率超过 50%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司研发费用率呈现增长趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024年沈阳华秦航发营收领先其他子公司


数据来源：Wind、开源证券研究所

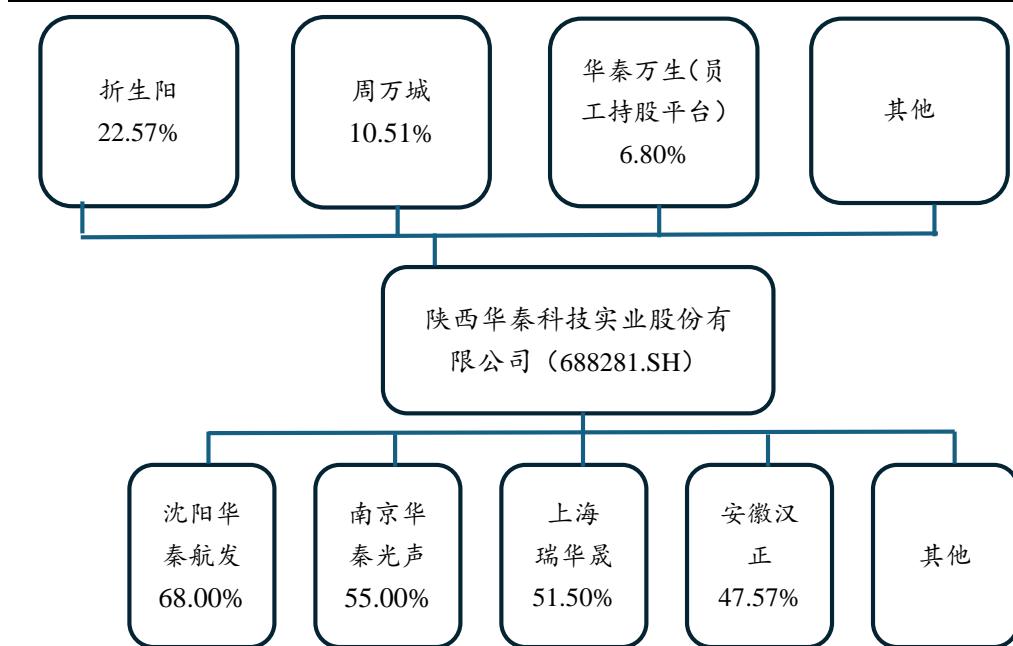
1.4、股权架构：股权激励促进公司增长

公司股权集中度较高，有助于公司战略发展。华秦科技的控股股东为折生阳，截至2025年半年报，直接持股比例为22.57%，合计持有公司30.63%表决权。集中度较高的股权结构，有利于公司战略决策的高效推进和长期发展规划的持续落地，特别是在军工领域对技术延续性与保密性要求较高的背景下，为公司的稳健发展提供了有力保障。

华秦科技在上市前实施了多轮深度股权激励，有效实现了核心团队与公司发展的利益绑定。2019年至2020年，公司通过员工持股平台华秦万生向高管及核心技术人员转让股权，完成了三次集中激励，激励覆盖了以首席科学家周万城、总经理黄智斌为代表的管理与技术骨干。上市后，高管与核心技术人员持股比例较高，其中周万城持股超过10%。高比例的持股不仅稳定了核心团队，也彰显了公司对技术创新和长期发展的高度重视，为持续研发和业务拓展提供了强有力的内在驱动力。

公司设立上海子公司并进行股权激励，促进第二成长曲线发展。2023年，华秦科技设立重要子公司上海瑞华晟，依托中国工程院院士董绍明团队的科研成果，主要针对航空发动机用陶瓷基复合材料及其结构件进行研发。上海瑞华晟管理及技术骨干人员通过持股平台间接持有了40%的股权，部分员工的股权激励要求为在瑞华晟的工作年限达到6年。我们认为核心团队的高持股有助于公司第二成长曲线发展。

图9：公司股权架构较为集中



资料来源：Wind、开源证券研究所。（注：截至 2025 年中报）

2、隐身材料：隐身战机数量提升，前装后装共同发力

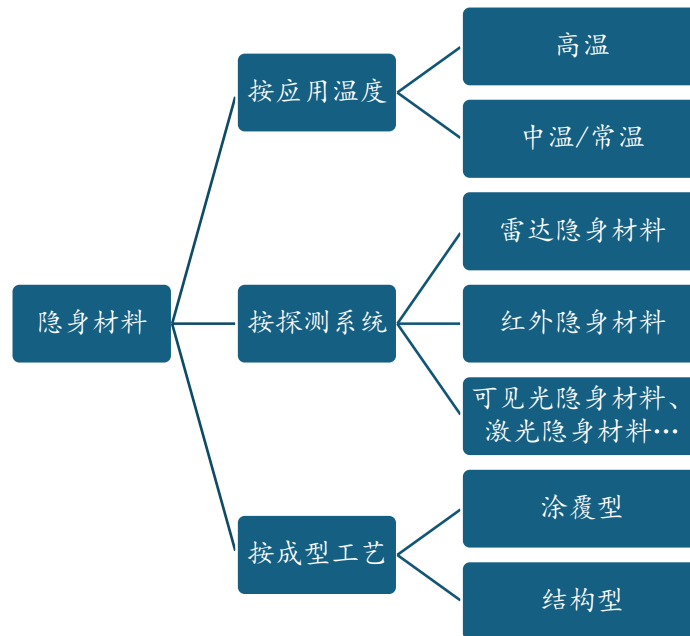
2.1、隐身材料是装备迭代的核心要素

军用隐身材料是指通过吸收、散射或调控电磁波、红外辐射等物理信号，降低武器装备被雷达、红外、可见光等探测系统发现概率的一类特种功能材料。其核心目标是减小目标的雷达散射截面积（RCS, Radar Cross Section）、抑制红外热辐射特征，使目标难以被敌方探测系统发现。

隐身材料的应用使战机、导弹、坦克等作战装备能够在不易被发现的情况下接近敌方目标，执行精确打击任务后安全撤离，使装备拥有更大的战术机动空间和作战优势，显著提升了近距离打击能力。

隐身材料可以按照应用温度分为常温、中温、高温三类。常温隐身材料主要用于飞机机身蒙皮等温度变化不剧烈的部位。高温隐身主要用于航空发动机的火焰筒、涡轮叶片、尾喷口等直接暴露于高温燃气的核心热端部件，技术难度最高。隐身材料可以按照所对抗的探测系统分为雷达隐身材料、红外隐身材料、可见光隐身材料、激光隐身材料等。隐身材料按照成型工艺主要分为涂覆型和结构型。涂覆型吸波材料是在目标表面涂覆的特殊涂层，结构型吸波材料则是将吸收剂分散在特种纤维材料中形成的复合材料。两者相比，涂覆型吸波材料优点在于成本相对更低，施工和修补难度更小，但缺点在于耐久性较差，且在原有结构上额外增加涂层重量，不利于装备减重。

图10：隐身材料可按温度、探测系统、成型工艺分类

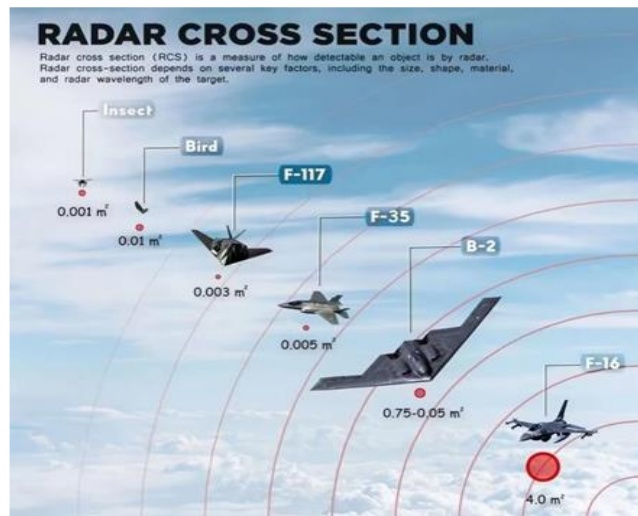


资料来源：公司公告、开源证券研究所

装备迭代离不开隐身材料迭代。第五代战机的"4S"能力体系对隐身材料提出了更高要求，装备迭代与隐身材料发展密不可分。不同代际军机受到作战能力受隐身性能影响大。雷达隐身材料的核心作用是显著减小目标的雷达截面积(RCS)，大幅提升军事装备的生存能力和作战效能。以现代战斗机为例，根据 AnelaTek F-35 第五代

战斗机的 RCS 仅为 0.005 平方米，其 RCS 大小与昆虫较为接近，远小于 F-16 第三代战斗机约 4 平方米的 RCS，这使得 F-35 在战场上具有极强的隐蔽性和突防能力。

图11：五代机、六代机对隐身性能要求高



资料来源：AnelaTek Solutions

隐身性能是五代机的设计核心之一。五代机的设计理念围绕"4S"能力展开，即隐身(Stealth)、超音速巡航(Supercruise)、超机动(Super maneuverability)、超级信息优势(Superior Avionics)。其中，隐身作为核心要素之一，使用高性能的隐身材料来确保战机的低可侦查性。随着侦查技术的不断进步，战机对隐身材料的要求也不断提高，从早期的 RCS 减小到现在的多频谱隐身和长时间稳定性。

表1：海外战斗机划分标准可分为五代

代序	标志性特点	典型战斗机
第 1 代	喷气推进	F-80、德国 Me262
第 2 代	后掠翼、测距雷达、红外导弹	F-86、MiG-15
第 3 代	超音速、脉冲雷达、能超视距攻击	F-105、F-4、MiG-17、MiG-21
第 4 代	脉冲多普勒雷达、高机动、下视下射导弹	F-15、F-16、“幻影”2000、MiG-29
第 4 代+	高机动性、传感器融合、低信号特征	欧洲战斗机“台风”、Su-30、新型 F-16 以及 F/A-18、“阵风”
第 4 代 ++	有源电扫相控阵雷达、信号特征更低或者采用有源(波形对消)隐身，部分具有超音速巡航能力	Su-35、F-15SE
第 5 代	全方位隐身(武器内埋)、超高机动性、全传感器融合、一体化航电系统、部分或全部的超音速巡航能力	F-22、F-35
第 6 代	超级隐身能力(从亚音速到多马赫)都有效、可能具有“变形”能力、灵巧蒙皮、高度联网、超高灵敏传感器、定向能武器	

资料来源：《国外隐身战斗机超视距空战问题》(作者高劲松、陈啸东)、开源证券研究所

2.2、隐身军机扩张带动隐身材料市场快速增长

军用隐身材料市场可以分为前装市场和后装市场。前装市场指武器装备生产时的定型配套，如战机在设计与出厂时采用的隐身材料。后装市场指服役后的维修、升级与改装，如战机在飞行后需要的隐身涂层修补。

前装市场受益于战机数量提升及机型升级。对标美国，中国战机数量及代机仍然有较大提升空间。根据 World Air Forces 2025，美国现役战机数量 2679 架，拥有五代隐身战机 F-35 约 600 架。中国战机无论是数量还是机型代际都仍然有较大的提升空间。隐身材料是隐身战机的材料重点，以 F-22 战斗机为例，其大量采用复合材料结构，复合材料占整个结构质量的 26%。我们预计伴随着中国军机数量及对隐身性能有更高要求的四、五代机占比提升，隐身材料的前装市场空间有望随军机放量快速增长。

后装市场主要由战机维护需求驱动，隐身材料需要定期维修重新涂覆且价格高昂。飞机的隐身性能是一个综合系统，依赖于飞机外形设计、复合材料部件以及覆盖全机的雷达吸波材料（RAM, Radar Absorbing Material）涂层。由于隐身涂层容易受损，在飞行过程中会受灰尘和空气摩擦磨损影响其隐身性能，因此战机在飞行后需要定期进行隐身涂层维护。以色列空军在每次飞行后都会对 F-35 等隐身飞机进行检查，寻找可能损害隐身性的划痕或损伤。根据美国国防部的维修日志，F-22 的雷达吸波材料需要每三周修补一次，这导致其维护成本和时间高昂，每小时飞行维护成本高达 6 万美元。

发动机隐身涂层在四年左右需要换新，隐身战机逐步放量为后装市场打开增量空间。根据中国军网报道，军用飞机发动机通常每 4 年进行换新或大修。我们认为发动机隐身涂层的更换周期与大修周期基本同步，在 4 年左右，同时单次更换的价值量有望达到新机发动机涂层的水平。随着隐身战机加速列装及飞行时长持续增长，隐身涂层的后装市场有望打开显著的增长空间。

隐身材料在导弹和地面装备领域的应用为隐身材料市场带来新的增长点。随着现代战争反导系统能力的不断提高，隐身导弹成为各国重点发展的方向。导弹的隐身需求主要集中在减少雷达反射和红外特征，以提高突防能力和打击精度。地面装备如坦克、装甲车等也正逐步引入隐身技术。这些应用增量为隐身材料市场带来新的增长点。

2.3、隐身材料市场竞争格局稳健

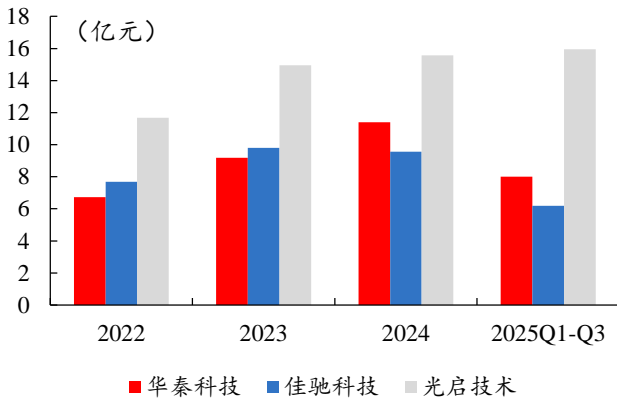
军品供应资质要求严格，批产前研发周期长、投入大。军品供应具有严格的资质要求，且批产必须从预研阶段开始参与，研发周期长、前期投入大，公司需围绕下游装备型号进行深度协同开发。一旦形成配套关系，客户为保障装备技术性能和供应链安全，通常不会轻易更换供应商。这种高进入壁垒的特性为行业内的玩家打造了良好的护城河。

隐身材料市场竞争格局稳健，华秦重点布局高温隐身材料在发动机领域应用。当前中国隐身材料市场的主要玩家包括华秦科技、佳驰科技、光启技术等，这三家公司主要在各自领域进行差异化竞争。佳驰科技专注于常温隐身材料，光启技术则主攻超材料结构件产品。华秦科技全面覆盖常温、中温和高温隐身材料的设计、研发和生产，其特色产品是高温隐身涂层材料，是高温隐身材料领域的龙头企业。产

品主要应用于飞机、导弹、坦克、舰船等重要国防武器装备。由于航空发动机温度较高，隐身军机发动机涂层是华秦的重要下游应用。

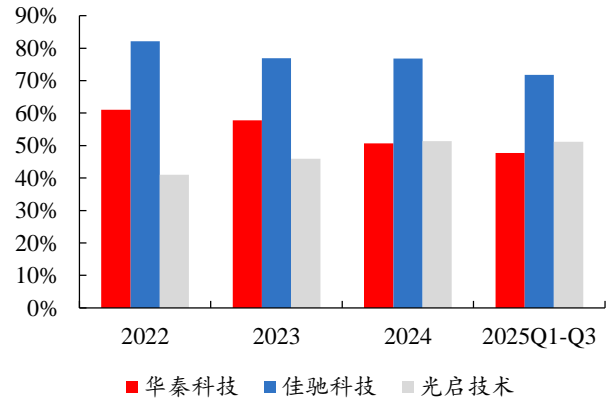
华秦背靠西工大产学研一体技术壁垒高，高温隐身材料份额有望维持稳定。华秦科技背靠西北工业大学，拥有 30 年的产学研一体经验，自 1996 年起联合西工大进行特种功能材料技术研究，实现了在隐身材料及其上游原料配比上的技术突破，并取得了合计 30 余项来自西工大转让的发明专利及专利申请权。2016 年以来，公司持续联合西工大实现从小批量试产到规模量产的产业化转型，技术壁垒高，产业内同质化竞争可能性小，我们预计华秦在高温隐身材料份额将会维持稳定。

图12：华秦营收相较同业增长稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：华秦受子公司新业务影响毛利率相较同业较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、2024 年至 2027 年华秦隐身材料营收复合增速有望超 30%

公司军品收入分为预研试制、跟研试制和定型批产三类，定型批产后收入规模将迅速提升。预研试制属于项目最前端的探索阶段，通常在型号正式立项前进行。其主要目的是验证新技术、新材料或新概念的可行性，评估技术风险和应用潜力。此阶段不针对特定型号，成果多为技术储备，产品需求量较小。跟研试制发生在具体武器型号正式立项并启动研制后，供应商跟随主机厂的研发进度，围绕该型号的特定技术指标，同步开展材料或部件的定制化开发。此阶段强调与整机设计的匹配性，需完成设计、工艺验证和环境测试，目标是通过技术鉴定，为后续定型批产做准备。而当产品进入定型批产状态后，军方会按照计划批量采购，相关收入规模将迅速提升。

定型批产后份额确定性高。在整机定型及验证后，为保证装备质量，相关配套会被纳入军工企业采购清单，在后续装备生产中原则上不会更换供应商。这使得华秦科技在获得了定型批产的配套产品份额后，其市场份额具有高度确定性，形成了较强的市场壁垒。

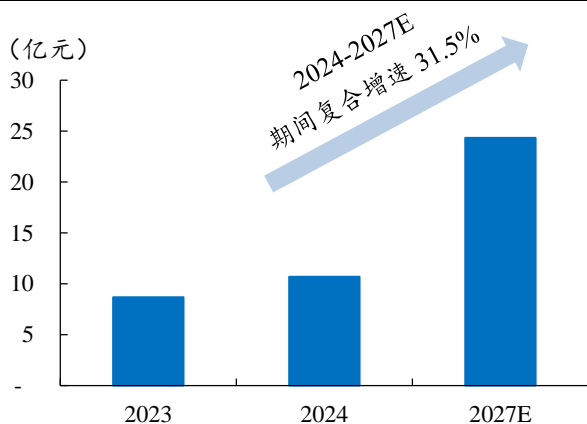
公司正处于从跟研向批产转型的关键阶段，中长期业绩增长潜力较大。2025 年上半年，公司本部实现营业收入 4.5 亿元，其中跟研试制产品收入占比超过 50%，显示公司正处于从预研向批产转型的关键阶段，中长期业绩增长潜力较大。

行业增长叠加价值量提升，2024 年至 2027 年华秦科技隐身材料营收复合增速有望超 30%。我国现役隐身战斗机主要包括由成飞研制的歼-20 和沈飞研制的歼-35。

基于对两家主机厂隐身飞机业务的营收拆分，我们测算华秦科技在成飞与沈飞隐身飞机供应链中的价值量占比约为 1.5%。2024 年，歼-35 首次亮相中国航展，有望迎来快速列装期。我们认为华秦隐身材料业务将会充分受益于中国先进隐身战机列装放量。

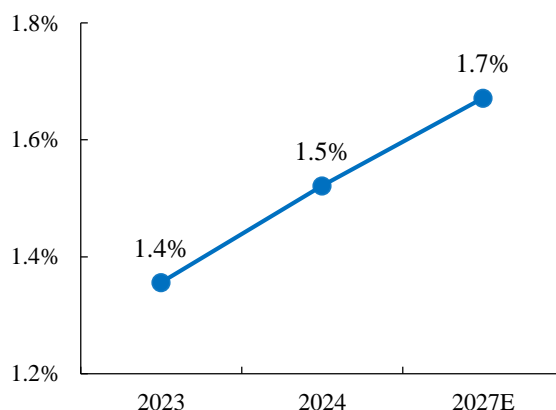
此外，随着华秦航空发动机中陶瓷基复材和树脂复材布局（详见第三章）逐步进入收获期，我们认为华秦新型复材业务将会逐步放量，有望为公司带来单机价值量提升。我们预计华秦在先进隐身军机的价值量占比将从 2024 年的 1.5% 稳步提升至 2027 年的 1.7%。长期来看，我们预计价值量有望提升至 2%。

图14：华秦科技 2024-2027E 隐身材料营收复合增速有望超 30%



数据来源：Wind、开源证券研究所。（注：E=开源预测）

图15：华秦科技 2027E 隐身军机价值量占比有望达 1.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所。（注：E=开源预测）

2.5、毛利率：军品审价模式叠加市场竞争格局稳健，毛利率较为稳定

军品审价机制叠加市场竞争格局稳健，我们预计公司军品价格将会维持稳定。公司主营业务特种功能材料产品价格采用军品审价机制。由于军品审价机制批复周期较长，在审价完成前，公司根据与客户签署合同约定的暂定价格确认收入，待审价完成后，根据暂定价格与最终批复价格差异调整当期收入。审价会综合考虑前期研发成本、制造成本和竞争格局。当前高温隐身涂层市场竞争格局稳健，我们预计公司军品价格将会维持稳定。

扩大原材料供应商准入，助力华秦科技成本及毛利率维持稳定。公司原材料成本占比超过 80%，靶材作为特种功能材料的主要原材料，其成本控制对毛利率影响显著。靶材是通过物理气相沉积技术在基材上制备薄膜/涂层的关键原材料，不同粉体成分对隐身涂层材料的作用不同，需要按照特定工艺在基材表面逐层制备粘结层和功能层。公司通过选定两家及以上原材料供应商，降低了原材料价格波动风险，保障了毛利率的稳定性。

3、布局航空发动机新材料业务，拉动单机价值量提升

华秦科技围绕航空发动机产业链，重点布局新型复材、金属加工提升单机价值

量。除航空发动机高温隐身涂料外，公司重点布局树脂基复材，并通过上海子公司布局陶瓷基复合材料，沈阳子公司布局金属加工件等新业务，提升公司整体在航空发动机的单机价值量。

飞机推重比是决定战斗机性能和实现超音速巡航的关键。航空发动机推重比是衡量航空发动机性能的核心指标，即发动机产生的最大推力与其自身结构重量的比值。更好的发动机推重比有助于实现更好的飞机整机推重比。高推重比能让飞机在起飞、爬升和空战中获得能量优势，是决定战斗机机动性能和实现超音速巡航的关键因素之一。

陶瓷基复合材料（CMC，Ceramic Matrix Composite）是减轻重量提高发动机推重比的重点材料学方向。陶瓷基复合材料通过在陶瓷基体中引入高强度纤维，如碳化硅纤维，解决了传统陶瓷脆性大、抗冲击差的弱点。主要应用在航空发动机的关键热端部件，如涡轮叶片、燃烧室、喷管等，可以帮助军用发动机显著提高工作温度和燃油效率的同时减轻重量，实现发动机推重比及作战性能的提升。陶瓷基复材也可以帮助民用航空发动机降低油耗和排放。当前海外已经实现大部件级别应用，国内尚未批产，是减轻重量提高发动机推重比的重点材料学方向。

华秦科技依托院士团队设立陶瓷基复合材料上海子公司，有望在中期为公司贡献营收新增量。2023 年华秦科技设立控股子公司上海瑞华晟，依托中国工程院院士董绍明团队的科研成果，主要针对航空发动机用陶瓷基复合材料及其结构件进行研发。上海瑞华晟管理及技术骨干人员通过持股平台间接持有了 40% 的股权，核心团队高度持股绑定。当前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，验证通过后有望在中期为公司贡献新的营收增量。

海外树脂基复合材料飞机用量占比高，华秦科技正在逐步放量。树脂基复合材料是一类以树脂作为基体，以高强度、高模量的纤维，如碳纤维、玻璃纤维作为增强体的先进复合材料。单位密度下的强度和刚度高、抗疲劳性能好，适合用于对于重量有要求的飞机、导弹、无人装备。海外树脂基复材由波音、空客和 GE 等航空企业引领，已经实现由次承力结构向主承力结构应用的跨越，军机应用达到结构质量的 30%~40%，民机用量达到 50% 以上，航空发动机用量达 15%。我国目前用量占比较小，预计伴随着技术突破和产业化，树脂基复合材料在飞机中占比将会明显提升。树脂基复合材料华秦母公司重点布局的新材料方向之一，当前正处于逐步放量的过程中。

沈阳子公司主要覆盖航空发动机金属加工领域，规模效应有望驱动子公司营收和利润率逐步提升。在航空发动机金属加工领域，华秦科技沈阳子公司主要覆盖高温与特种金属结构材料、轻质高强金属及其复合材料。航空发动机在运行时，燃烧室、涡轮等部件长期处于高温、高压、高转速和强腐蚀性燃气环境中。高温与特种金属材料具备在高温环境下仍然能保持强度、刚度、高可靠性等特质，是航空航天发动机不可或缺的关键材料。目前我国在该领域仍存在部分材料依赖进口、质量稳定性不足、成本高等问题。华秦科技致力于突破高温材料服役性能瓶颈，提升自主保障能力。轻质高强金属及其复合材料具有密度低、强度高、耐腐蚀、导热导电性好、易成型等优势，广泛应用于航空发动机、航天器、高超声速飞行器等主结构和关键系统。华秦沈阳子公司已经于 2025 年投产，由于新产能折旧拖累了毛利率。预计伴随沈阳子公司业务形成规模效应，营收和利润率有望逐步提升。

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测关键假设

公司目前主要业务分为特种隐身材料和新兴复合材料两大板块，其中特种隐身材料板块是公司主要收入与利润来源。我们认为随着隐身军机的放量，公司特种隐身材料主业有望保持稳健增长，同时，新兴复合材料业务布局价值量有望逐步提升，公司整体营收及利润预计稳健增长。我们预计 2025/2026/2027 年公司整体收入预计实现 13.02 亿元/19.95 亿元/25.04 亿元，整体毛利率预计为 49.4%/47.9%/48.1%。公司各业务收入及毛利率预测假设如下：

特种隐身材料：隐身材料是装备迭代的核心之一，华秦作为高温隐身材料龙头企业，我们认为将会持续受益于中国隐身飞机数量提升带来的隐身材料前装及后装市场增长。我们预计 2025-2027 年特种隐身材料业务收入分别为 12.44、19.32、24.34 亿元，毛利率分别为 51%、49%、49%；

新型复合材料：陶瓷基复材是提高发动机推重比的重点材料学方向，树脂基复材单位密度下的强度和刚度高、抗疲劳性能好。华秦科技围绕航空发动机产业链，重点布局新型复材、金属加工，单机价值量有望持续提升。我们预计 2025-2027 年新型复合材料业务收入分别为 0.58、0.63、0.70 亿元，毛利率分别为 14%、14%、17%。

表2：公司营收及毛利率预测

	2024	2025E	2026E	2027E
隐身材料（亿元）	10.87	12.44	19.32	24.34
YOY	22%	14%	55%	26%
毛利率	53%	51%	49%	49%
新型复材（亿元）	0.52	0.58	0.63	0.70
YOY	79%	10%	10%	10%
毛利率	10%	14%	14%	17%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、估值与评级

综上，我们预计 2025-2027 年公司的营收分别为 13.02、19.95、25.04 亿元，归母净利润分别为 4.19、5.95、7.27 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 44.1/31.1 /25.4 倍。考虑到主业的相似性，选取佳驰科技、光启技术、光威复材、中简科技作为可比公司，均属于高性能复材。根据 2025 年 12 月 12 日收盘价，其 2025-2027 年 PE 均值分别为 56.5/37.9/29.5 倍。

公司 PE 估值低于可比公司平均，考虑到公司积极拓展产品品类，并积极布局发动机新型材料，未来预期增速较高，首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：公司 PE 估值低于可比公司平均

证券代码	可比公司	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688708.SH	佳驰科技	60.87	1.42	2.01	2.57	42.8	30.3	23.6
002625.SZ	光启技术	52.20	0.45	0.76	1.03	117.1	68.5	50.5
300699.SZ	光威复材	31.07	0.90	1.12	1.32	34.5	27.8	23.6
300777.SZ	中简科技	32.96	1.05	1.32	1.64	31.4	24.9	20.1
		平均				56.5	37.9	29.5
688281.SH	华秦科技	67.80	1.54	2.18	2.67	44.1	31.1	25.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：华秦科技盈利预测取自开源证券研究所；其余可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预测；选取 2025 年 12 月 12 日收盘价进行计算）

5、风险提示

- (1) 军品审价后若价格下调，可能引发公司营收及毛利率波动；
- (2) 军品订单交付与收入确认高度依赖下游客户的装备列装及验收节奏，若客户验收推迟，将导致业绩确认时点延后；
- (3) 若预研及小批量试产阶段的产品定型批产进程不及预期，可能导致营收增速低于预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4011	4200	5085	6139	6490
现金	1085	1059	1629	1646	2054
应收票据及应收账款	922	847	1175	1924	1964
其他应收款	2	4	3	8	6
预付账款	3	8	5	15	10
存货	125	220	185	454	344
其他流动资产	1872	2062	2088	2092	2111
非流动资产	1151	1847	1942	2424	2577
长期投资	29	26	22	19	15
固定资产	288	582	765	1139	1307
无形资产	111	140	161	186	208
其他非流动资产	723	1099	994	1081	1047
资产总计	5162	6047	7027	8563	9066
流动负债	613	662	824	1381	1478
短期借款	134	73	73	81	292
应付票据及应付账款	395	477	546	1067	949
其他流动负债	85	112	205	233	237
非流动负债	239	711	633	565	486
长期借款	179	545	466	399	319
其他非流动负债	60	166	166	166	166
负债合计	853	1373	1457	1946	1964
少数股东权益	106	101	79	49	11
股本	139	195	273	273	273
资本公积	3113	3061	2983	2983	2983
留存收益	950	1317	1658	2134	2706
归属母公司股东权益	4203	4573	5491	6568	7091
负债和股东权益	5162	6047	7027	8563	9066

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	75	318	142	64	650
净利润	259	393	397	564	690
折旧摊销	20	42	47	66	88
财务费用	-8	13	-9	-11	-4
投资损失	-57	-59	-43	-53	-53
营运资金变动	-303	-75	-276	-533	-115
其他经营现金流	163	5	24	31	45
投资活动现金流	-178	-956	-98	-492	-186
资本支出	462	602	185	322	382
长期投资	226	-417	3	3	3
其他投资现金流	58	62	83	-174	192
筹资活动现金流	308	368	-74	-151	-173
短期借款	134	-61	0	8	211
长期借款	179	366	-78	-67	-80
普通股增加	46	56	78	0	0
资本公积增加	51	-52	-78	0	0
其他筹资现金流	-101	60	5	-92	-305
现金净增加额	205	-270	-31	-580	291

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	917	1139	1302	1995	2504
营业成本	388	562	659	1040	1299
营业税金及附加	9	9	13	19	23
营业费用	15	21	23	35	43
管理费用	233	74	111	170	213
研发费用	74	91	115	170	209
财务费用	-8	13	-9	-11	-4
资产减值损失	-1	1	0	0	0
其他收益	19	23	31	24	24
公允价值变动收益	5	-4	1	2	1
投资净收益	57	59	43	53	53
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	265	444	439	620	753
营业外收入	5	0	4	5	4
营业外支出	0	3	3	3	2
利润总额	270	442	441	622	754
所得税	11	49	43	57	64
净利润	259	393	397	564	690
少数股东损益	-76	-21	-21	-31	-37
归属母公司净利润	335	414	419	595	727
EBITDA	278	492	469	657	810
EPS(元)	1.23	1.52	1.54	2.18	2.67

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	36.4	24.2	14.3	53.3	25.5
营业利润(%)	-29.1	67.5	-1.1	41.0	21.5
归属于母公司净利润(%)	0.5	23.6	1.2	42.1	22.2
获利能力					
毛利率(%)	57.8	50.7	49.4	47.9	48.1
净利率(%)	36.5	36.3	32.2	29.8	29.0
ROE(%)	6.0	8.4	8.0	10.4	11.5
ROIC(%)	5.4	7.6	6.8	8.9	9.7
偿债能力					
资产负债率(%)	16.5	22.7	20.7	22.7	21.7
净负债比率(%)	-16.7	-7.8	-18.5	-18.1	-20.7
流动比率	6.5	6.3	6.2	4.4	4.4
速动比率	6.3	5.9	5.9	4.1	4.1
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6
应付账款周转率	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.52	1.54	2.18	2.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	1.17	0.52	0.23	2.39
每股净资产(最新摊薄)	15.42	16.78	17.94	19.73	22.00
估值比率					
P/E	55.2	44.6	44.1	31.1	25.4
P/B	4.4	4.0	3.8	3.4	3.1
EV/EBITDA	57.7	33.0	33.4	23.7	18.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%～+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn