

2026 年 09 月 04 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

有研复材（688811）

2026 年半年报点评：费用优化助力盈利修复，半导体配套产品进入批供阶段

投资评级

增持
首次评级

2026 年 09 月 03 日

收盘价(元): 20.65

目标价(元):

报告摘要

◆ 事件：公司 8 月 27 日公告，2026H1 实现营收（2.42 亿元，+0.90%），归母净利润（0.18 亿元，+25.36%），毛利率（25.94%，-1.04pcts），净利率（7.83%，+1.93pcts）。26Q2 实现营收（1.35 亿元，同比-22.29%，环比+26.67%），归母净利润（0.18 亿元，同比+5.15%，环比+6589.70%），毛利率（27.64%，同比+0.06pcts，环比+3.84pcts），净利率（13.10%，同比+3.39pcts，环比+11.94pcts）。

◆ 深耕金属复材，技术与客户壁垒深厚

公司为中国有研控股的金属复合材料企业，依托三十余年技术积累，形成覆盖材料设计、复合制备、成形加工到精密制造的全流程能力，业务涵盖金属复合材料及制品、特种有色金属合金制品。公司特定铝基复合材料航空锻件为国内唯一供应，已批量应用于直升机和固定翼飞机；钛铝层状复合薄板已向国内固定翼军机批量供货十余年。民用领域，铝基复合材料手机电池仓已实现千万量级应用，钛铝中框进入头部手机厂商高端机型供应体系，牺牲阳极产品配套海内外客户。材料工艺积累与长期供货验证相结合，为公司向轻量化、高可靠及高导热应用延伸提供基础。

◆ 金属复合材料，特种合金成为本期主营毛利润的正向增

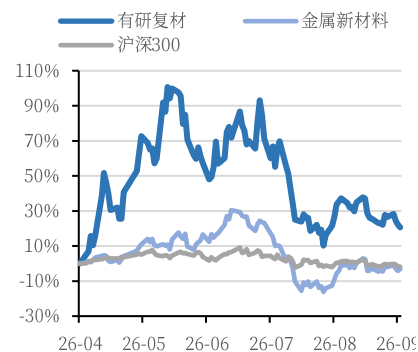
公司 2026H1 实现营收（2.42 亿元，+0.90%），归母净利润（0.18 亿元，+25.36%），毛利率（25.94%，-1.04pcts），净利率（7.83%，+1.93pcts）。26Q2 实现营收（1.35 亿元，同比-22.29%，环比+26.67%），归母净利润（0.18 亿元，同比+5.15%，环比+6589.70%），毛利率（27.64%，同比+0.06pcts，环比+3.84pcts），净利率（13.10%，同比+3.39pcts，环比+11.94pcts）。分业务来看：

1、金属复合材料：2026 H1 实现收入（1.37 亿元，-4.03%），占总收入 56.72%；毛利率（24.53%，-1.66pcts），营收与毛利率都有所下降，但仍贡献公司超过一半毛利润。该业务盈利受军品交付结构及民用产品价格

公司基本数据

总股本(百万股)	501.67
总市值(百万)	10,359.56
流通股本(百万股)	92.13
流通市值(百万)	1,902.40
12 月最高/最低价(元)	36.57/16.50
资产负债率(%)	13.47
每股净资产(元)	3.13
市盈率(TTM)	142.78
市净率(PB)	6.59
净资产收益率(%)	1.15

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC 执业证书：S0640519070001
联系电话：010-59219568
邮箱：zhangchao@avicsec.com

梁晨 分析师
SAC 执业证书：S0640519080001
联系电话：010-59562536
邮箱：liangc@avicsec.com

相关研究报告

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

影响较大，一季度受下游装备计划及客户排产影响，高毛利产品交付偏少；民用方面，手机电池仓材料此前存在随客户累计采购规模扩大而降价的情况，牺牲阳极出口则受到美国关税政策影响。公司航空复材已形成长期配套关系，手机电池仓材料实现千万量级应用，具备较好的客户基础。后续随着高毛利航空产品交付改善、新型号手机材料逐步放量，有望带动业务规模及盈利能力修复。

2、特种合金加工制品：2026H1 实现收入 (8,770.84 万元, +5.81%)，占营业收入的 36.20%；毛利率 (25.13%, +2.37pcts)。该板块收入与毛利率同步提升，产品组合改善是盈利增长的重要因素，公司持续拓展特种铝合金民用客户，高附加值产品具有较强盈利弹性。其中，特种铝合金已批量应用于航天器热控系统及航空管路，锰铜精密电阻合金覆盖智能电表、新能源汽车及光伏储能等领域，H70 黄铜靶材背板亦已批量供货。随着高附加值产品客户拓展及订单放量，业务收入与毛利润有望持续增长。

3、其他业务：2026H1 实现收入 1,714.19 万元，占总收入 7.08%，该板块业务包括技术服务、模具、废料及材料销售等，具有定制性和偶发性。

◆ 销售及管理费用下降支撑盈利修复，研发投入保持稳定

2026H1 销售、管理、研发及财务费用合计 4,382.51 万元，同比减少 413.52 万元，四项费用率由 19.98% 降至 18.09%。其中，销售费用同比减少 200.09 万元，主要来自会展、业务招待及其他费用下降；管理费用同比减少 212.72 万元，主要受职工薪酬下降影响，中介服务费增加形成部分抵消。同期研发费用 2,065.50 万元，同比基本稳定，全部费用化，研发投入占营业收入的 8.53%，费用下降主要来自销售及管理环节。其他收益同比增加 171.06 万元，所得税费用同比减少 122.10 万元，亦对利润增长形成支持；少数股东损益同比增加 114.84 万元，使合并净利润增量中归属于母公司股东的部分相应减少。在上述因素及其他损益项目共同作用下，公司归母净利润同比增加 365.36 万元。子公司层面，东莞子公司由上年同期亏损 97.10 万元转为盈利 362.25 万元，经营改善已有体现。后续应关注费用控制效果的延续性，以及主营毛利润增长和研发成果商业化对盈利的贡献。

◆ 新产品商业化分层推进，半导体配套与高导热材料拓展应用空间

公司围绕既有材料与加工能力推进新产品开发。溅射靶材用黄铜背板两个牌号已完成客户验证，其中 H70 已批量供货，形成向半导体材料配套延伸的商业化起点；多功能铝硅封装壳体已制备 240 件样件并提交客户验证，0.12 毫米钛合金超薄箔材正在手机屏幕应用验证。上述项目分别处于批供、送样和验证阶段，未来有望为公司成长提供新动能。

◆ IPO 增强长期资金实力，一期建设与后续募投项目分阶段推进

公司 4 月 10 日于科创板上市，发行新股 1.3044 亿股，募集资金总额 8.36 亿元、净额 7.65 亿元，报告期末总股本增至 5.0167 亿股。项目进度需要区分：廊坊先进金属基复合材料产业化项目一期预算 6.40 亿元，2026 年 3 月开工，截至 6 月末累计投入 1.50 亿元，资金来源为自有资金及银行贷款，仍处建设期；公司拟借助 IPO 募集资金推进二期、研发中心等项目，重点扩产石墨铝复合材料、智能手机结构件并整合北京区域产线。截至 6 月末，募集资金实际投入为 0，闲置募集资金现金管理余额 7.00 亿元。当前已确认的是资金储备增强及一期工程启动，新增产能和效益仍需通过工程建设、客户导入与量产爬坡逐步兑现，后续应关注项目投入、转固节奏及新增折旧与订单增长的匹配。

◆ **经营现金流转正，扩产期仍需统筹资本开支与回款**

2026H1 经营活动现金流净额 3,156.61 万元，上年同期为 -2,120.85 万元。销售商品、提供劳务收到的现金为 2.78 亿元，同比略降；购买商品、接受劳务支付的现金同比减少 5,948.70 万元，采购付款减少是经营现金流改善的主要原因。期末应收账款 2.97 亿元、存货 1.54 亿元，较上年末分别增长 0.59%、1.63%，应收票据及应收款项融资余额均有所下降。按经营活动现金流净额减购建长期资产现金支出测算，上半年简化自由现金流为 -747.25 万元，建设投入仍高于同期经营现金流。期末货币资金 8.81 亿元，资产负债率由上年末 23.48% 降至 13.47%，IPO 显著增强了资金实力。后续随着扩产项目推进，持续经营回款与新增产能效益将成为资金使用效率的重要验证指标。

◆ **投资建议：**公司在高壁垒金属材料领域具备长期供货与成果转化基础，本期特种合金改善、东莞扭亏和费用优化已有财务验证，IPO 则为下一阶段扩张提供资金支持，具体投资逻辑如下：

1. **军民应用升级，推动金属复材盈利修复。**公司具备航空长期配套及手机材料规模化应用基础。随着航空交付恢复、手机材料导入更多产品，高性能材料订单有望增加，通过产品结构优化与固定成本摊薄，带动收入及毛利率回升
2. **特种合金应用拓展，新产品贡献利润增量。**依托航空热控、精密管路及电阻材料的应用基础，公司持续拓展高端装备与半导体客户，H70 黄铜背板已实现批供。随着新产品订单放量，特种合金收入与毛利润有望持续增长。

3. 募资支持产能扩张，订单放量释放规模效益。一期工程及二期、研发中心分阶段推进，有望提升高端材料产业化能力。随着客户认证、产能爬坡及订单导入，新增产能有望逐步消化，摊薄折旧等成本，带动中期利润增长。

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 6.18 亿元、6.96 亿元和 7.85 亿元，归母净利润分别为 0.77 亿元、0.93 亿元和 1.08 亿元，EPS 分别为 0.15 元、0.19 元和 0.22 元。给予“增持”评级。

公司各业务预测表（百万 元）		2025A	2026E	2027E	2028E
金属复合材 料	营收	347.27	364.63	408.38	457.39
	成本	252.36	269.83	296.08	324.75
	毛利	94.91	94.80	112.30	132.64
	毛利率	27.33%	26.00%	27.50%	29.00%
特种合金加 工制品	营收	185.39	207.64	238.79	274.60
	成本	137.70	152.62	173.12	197.71
	毛利	47.69	55.02	65.67	76.89
	毛利率	25.73%	26.50%	27.50%	28.00%
其他业务	营收	41.97	45.33	48.96	52.87
	成本	17.02	20.40	22.03	23.79
	毛利	24.95	24.93	26.93	29.08
	毛利率	59.45%	55.00%	55.00%	55.00%
合计	营收	574.63	617.60	696.13	784.87
	成本	407.07	442.84	491.23	546.26
	毛利	167.56	174.76	204.90	238.61
	毛利率	29.16%	28.30%	29.43%	30.40%

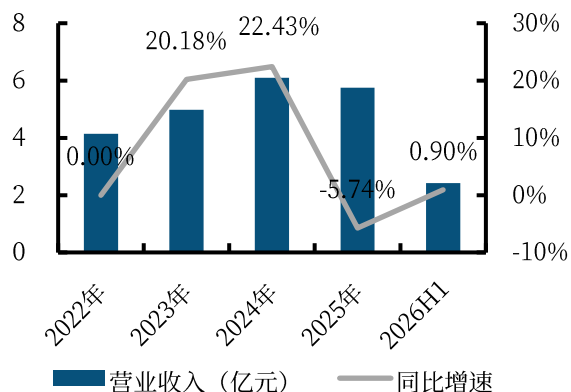
资料来源：ifind，中航证券研究所

财务数据与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	609.64	574.63	617.60	696.13	784.87
增长率（%）	22.43	-5.74	7.48	12.72	12.75
归母净利润（百万元）	65.55	68.90	77.27	93.27	108.17
增长率（%）	21.66	5.11	12.14	20.71	15.97
毛利率（%）	27.74	29.16	28.30	29.43	30.40
每股收益（元）	0.13	0.14	0.15	0.19	0.22
市盈率 PE	153.15	145.70	129.92	107.63	92.80
市净率 PB	13.46	12.46	5.87	5.59	5.30
净资产收益率 ROE（%）	8.79	8.55	4.51	5.20	5.72

资料来源：ifind，中航证券研究所

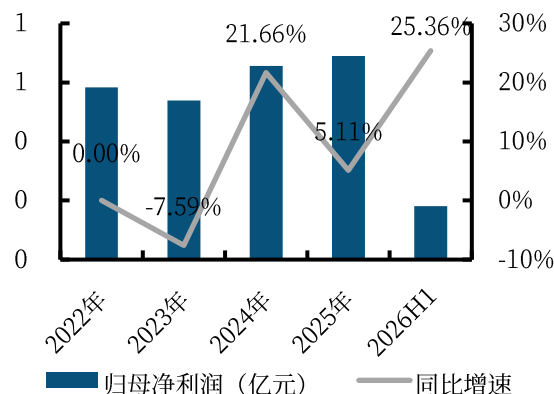
● 2022-2026H1 公司主要财务数据

图1 公司营业收入及增速情况



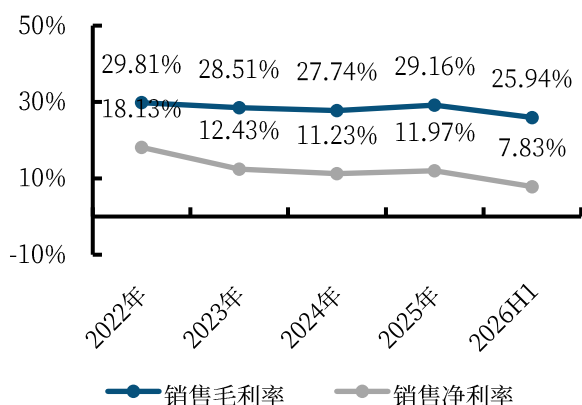
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



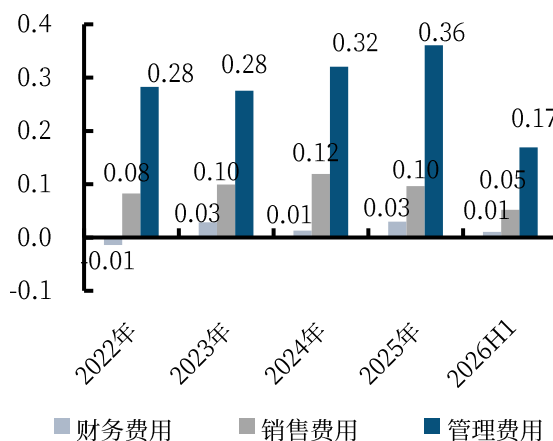
资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况



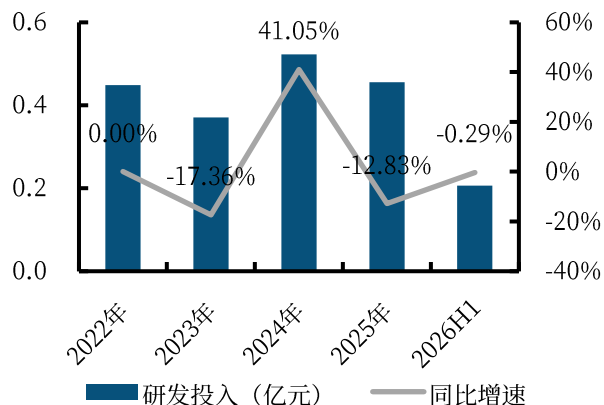
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 公司三费情况 (%)



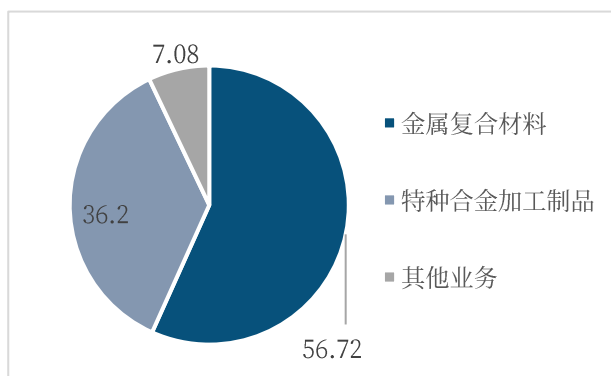
资料来源：Wind，中航证券研究所，单位：亿元

图5：公司研发投入情况



资料来源：Wind，中航证券研究所

图6：公司2026H1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	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
利润表						
营业收入	497.97	609.64	574.63	617.60	696.13	784.87
减: 营业成本	356.02	440.55	407.07	442.84	491.23	546.26
税金及附加	4.19	4.12	4.72	4.82	5.43	6.12
主营业务利润	137.75	164.97	162.84	169.94	199.47	232.49
减: 销售费用	9.94	11.93	13.99	12.54	14.13	15.93
管理费用	27.56	32.05	36.05	34.28	38.64	43.56
研发费用	37.08	52.30	45.59	44.47	50.12	56.51
财务费用	2.87	1.29	2.96	0.48	-0.67	0.04
经营性利润	60.31	67.39	64.25	78.18	97.25	116.45
加: 资产减值损失	-3.35	-1.32	-2.06	-2.09	-1.78	-1.97
信用减值损失	-2.39	-3.56	0.12	1.01	-0.76	-0.45
其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.08	0.43	0.01	0.17	0.17	0.17
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	1.12	-0.17	4.84	2.43	1.85	0.77
其他收益	9.51	13.45	12.41	11.79	14.28	13.69
营业利润	65.28	76.22	79.58	91.49	111.01	128.66
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	3.13	0.32	0.93	0.97	0.66	0.84
减: 营业外支出	0.06	0.20	0.60	0.19	0.28	0.32
利润总额	68.34	76.34	79.91	92.28	111.39	129.18
减: 所得税	6.43	7.90	11.10	10.35	12.49	14.49
净利润	61.91	68.44	68.81	81.93	98.90	114.69
减: 少数股东损益	8.04	2.89	-0.09	4.66	5.63	6.53
归属母公司股东净利润	53.88	65.55	68.90	77.27	93.27	108.17
资产负债表						
货币资金	88.42	129.29	99.26	802.50	668.66	560.00
交易性金融资产	0.00	0.00	10.00	10.00	10.00	10.00
应收票据	30.48	35.24	38.55	35.53	38.14	38.71
应收账款	236.53	317.96	323.89	321.19	343.30	372.01
预付账款	2.35	6.84	4.23	4.79	5.40	6.09
其他应收款	4.29	5.02	4.77	5.17	5.83	6.57
存货	120.68	171.42	151.40	152.87	169.57	182.58
其他流动资产	4.11	6.69	9.96	7.53	8.48	9.57
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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	217.32	233.81	245.90	477.22	700.59	912.11
无形资产和开发支出	37.68	39.57	162.35	142.43	130.00	114.25
其他非流动资产	13.46	142.21	9.61	8.79	7.97	7.97
资产总计	755.33	1,088.04	1,059.92	1,968.03	2,087.95	2,219.85
短期借款	62.90	33.42	27.22	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	4.00	13.00	0.00	6.01	6.67	7.42
应付账款	159.66	217.39	155.20	155.30	172.27	191.56
预收账款	0.23	0.28	0.00	0.19	0.22	0.24
合同负债	2.56	1.85	2.63	2.63	2.96	3.34
其他应付款	30.71	27.92	24.85	31.10	34.50	38.37
长期借款	28.99	28.02	21.36	33.93	42.26	45.23
其他负债	17.10	15.03	17.60	17.70	18.53	19.46
负债合计	306.16	336.92	248.87	246.87	277.40	305.63
股本	201.03	371.24	371.24	501.67	501.67	501.67
资本公积	81.25	254.03	254.07	959.70	959.70	959.70
留存收益	118.11	120.72	180.67	250.06	333.82	430.96
归属母公司股东权益	400.39	745.99	805.98	1,711.42	1,795.19	1,892.33
少数股东权益	48.78	5.14	5.07	9.74	15.36	21.89
股东权益合计	449.17	751.13	811.05	1,721.16	1,810.55	1,914.22
负债和股东权益合计	755.33	1,088.04	1,059.92	1,968.03	2,087.95	2,219.85
投入资本 (IC)	541.06	812.56	849.63	1,189.63	1,452.61	1,703.40
现金流量表						
经营性现金净流量	66.30	-7.06	51.78	149.29	136.52	170.19
投资性现金净流量	15.17	-145.68	-42.46	-259.10	-269.85	-270.76
筹资性现金净流量	-0.49	193.60	-39.34	813.05	-0.51	-8.09
现金流量净额	80.98	40.87	-30.03	703.24	-133.84	-108.66

资料来源: ifind, 中航证券研究所

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。本报告仅供中航证券客户使用, 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士或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

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