

增长势头强劲，新产品、新业务协同并进

核心观点

事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 年实现营收 6.72 亿元（+31.37%），归母净利 3.33 亿元（+42.99%）；2023 年一季度实现营收 1.87 亿元（+31.34%），归母净利 0.88 亿元（+49.11%）。

- **多业务实现高增长，经营效益改善明显。**分业务看，2022 年公司特种功能材料产品收入 6.15 亿元（+24.93%），毛利率 59.25%（+0.34pct）；特种功能材料技术服务收入 0.58 亿元（+313.44%），毛利率 79.97%（+6.83pct）。按产品类别看，公司隐身材料收入占比 82.82%，伪装材料收入占比 12.17%，防护材料及其他业务收入占比 5.01%。报告期公司多项业务延续高增长，且毛利率稳中有升。费用端，销售/管理/财务/研发费用率同比分别下降 0.31/0.17/1.24/0.98pct，公司期间费用率下降 2.70pct 至 13.94%。此外，报告期公司其他收益下降、投资收益增长、信用减值增加，最终实现净利率提升 4.03pct 至 49.58%。
- **一季度开门红，前瞻性指标向好。**2023 年一季度公司延续高增长态势，实现扣非净利 0.87 亿元，同比增长 76.13%。根据年报，公司已签订隐身材料重大合同 8.44 亿元，截至 22 年末仍有 7.45 亿元未履行，一季度末公司存货 0.55 亿（+64.72%），说明生产任务饱满；在建工程大幅增长至 2.50 亿元，说明募投项目建设稳步推进。
- **新产品、新业务协同并进。**隐身能力已成为衡量现代武器装备性能的重要指标之一，公司从中高温隐身材料向全温域隐身材料发展、从雷达或红外等单一功能隐身材料向多频谱兼容隐身材料发展，并实现隐身涂层材料与结构隐身复合材料并行快速发展的研发格局。2022 年 10 月，公司成立华秦航发，主营发动机零部件加工与制造。2022 年 12 月，公司成立华秦光声，提供行业领先、自主可控的声学超构材料。2023 年 1 月，公司参股沈阳瑞特，主营发动机零部件表面热处理，积极融入国内航空发动机集团“小核心、大协作、专业化、开放型”的科研生产体系。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司下游装备排产节奏的变化及期间费用控制的持续优化，我们调整公司 2023、2024 年归母净利为 4.50、6.06（前值为 4.43、6.07 亿元）、新增 2025 年归母净利 8.28 亿元。采取 FCFF 模型进行公司权益价值评估，对应公司目标价为 298.18 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

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	512	672	923	1,242	1,674
同比增长(%)	23.7%	31.4%	37.3%	34.6%	34.7%
营业利润(百万元)	268	374	506	683	934
同比增长(%)	50.8%	39.7%	35.3%	35.0%	36.7%
归属母公司净利润(百万元)	233	333	450	606	828
同比增长(%)	50.6%	43.0%	35.0%	34.7%	36.5%
每股收益(元)	2.50	3.57	4.82	6.50	8.87
毛利率(%)	58.7%	61.0%	60.6%	60.7%	60.8%
净利率(%)	45.6%	49.6%	48.7%	48.8%	49.4%
净资产收益率(%)	55.6%	15.4%	11.2%	13.3%	15.7%
市盈率	115.2	80.6	59.7	44.3	32.5
市净率	50.1	7.1	6.3	5.5	4.7

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（2023年04月21日）	287.88 元
目标价格	298.18 元
52 周最高价/最低价	342.5/175.55 元
总股本/流通 A 股（万股）	9,333/2,263
A 股市值（百万元）	26,869
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2023 年 04 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	6.35	16.18	1.49	50.43
相对表现	7.8	14.92	5.05	49.51
沪深 300	-1.45	1.26	-3.56	0.92



证券分析师

王天一	021-63325888*6126 wangtianyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860510120021
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
丁昊	dinghao@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080002

联系人

宁小涵	ningxiaohan@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

相关报告

军用隐身材料龙头，先发优势明显后劲仍足 2022-12-26

表 1: FCFF 目标价敏感性分析

每股价值: 298.18		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	6.03%	339.63	401.28	503.64	706.89	1305.14
	6.53%	307.00	355.00	430.20	564.87	875.69
	7.03%	279.89	318.04	375.13	469.92	658.13
	7.53%	257.04	287.89	332.35	402.01	526.77
	8.03%	237.54	262.83	298.18	351.09	438.92
	8.53%	220.70	241.70	270.29	311.51	376.09
	9.03%	206.04	223.66	247.11	279.90	328.95
	9.53%	193.17	208.08	227.56	254.08	292.32
	10.03%	181.79	194.51	210.85	232.62	263.04

数据来源: 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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	131	880	893	889	1,436	营业收入	512	672	923	1,242	1,674
应收票据、账款及款项融资	391	621	852	1,146	1,544	营业成本	212	262	364	489	657
预付账款	15	2	3	4	6	营业税金及附加	6	6	9	12	16
存货	34	44	61	82	110	销售费用	10	12	13	15	17
其他	36	2,100	2,185	2,196	2,212	管理费用及研发费用	73	88	102	117	129
流动资产合计	607	3,646	3,993	4,317	5,307	财务费用	2	(6)	(9)	(9)	(12)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	3	17	15	12	10
固定资产	108	130	321	571	719	公允价值变动收益	0	4	0	0	0
在建工程	0	196	387	544	402	投资净收益	0	55	55	55	55
无形资产	47	46	44	42	41	其他	61	22	22	22	22
其他	7	202	22	22	22	营业利润	268	374	506	683	934
非流动资产合计	161	573	775	1,180	1,184	营业外收入	0	10	10	10	10
资产总计	768	4,219	4,768	5,497	6,491	营业外支出	2	5	5	5	5
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	266	378	510	687	938
应付票据及应付账款	76	256	355	477	641	所得税	33	45	60	81	111
其他	47	52	54	56	58	净利润	233	333	450	606	827
流动负债合计	123	308	409	532	699	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款	64	0	0	0	0	归属于母公司净利润	233	333	450	606	828
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.50	3.57	4.82	6.50	8.87
其他	46	49	47	47	47	主要财务比率					
非流动负债合计	110	49	47	47	47		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	232	358	456	579	746	成长能力					
少数股东权益	0	58	58	57	57	营业收入	23.7%	31.4%	37.3%	34.6%	34.7%
实收资本(或股本)	50	93	93	93	93	营业利润	50.8%	39.7%	35.3%	35.0%	36.7%
资本公积	147	3,062	3,062	3,062	3,062	归属于母公司净利润	50.6%	43.0%	35.0%	34.7%	36.5%
留存收益	339	649	1,099	1,705	2,533	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	58.7%	61.0%	60.6%	60.7%	60.8%
股东权益合计	536	3,862	4,312	4,918	5,745	净利率	45.6%	49.6%	48.7%	48.8%	49.4%
负债和股东权益总计	768	4,219	4,768	5,497	6,491	ROE	55.6%	15.4%	11.2%	13.3%	15.7%
现金流量表						ROIC	49.2%	14.5%	10.7%	12.9%	15.3%
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力					
净利润	233	333	450	606	827	资产负债率	30.3%	8.5%	9.6%	10.5%	11.5%
折旧摊销	19	10	24	50	76	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	2	(6)	(9)	(9)	(12)	流动比率	4.95	11.83	9.77	8.11	7.60
投资损失	0	(55)	(55)	(55)	(55)	速动比率	4.67	11.69	9.62	7.96	7.44
营运资金变动	(88)	(30)	(157)	(204)	(276)	营运能力					
其它	(13)	(73)	177	0	0	应收账款周转率	2.4	2.2	2.1	2.1	2.1
经营活动现金流	153	180	430	388	560	存货周转率	9.5	6.7	7.0	6.9	6.9
资本支出	(167)	(225)	(405)	(455)	(80)	总资产周转率	0.8	0.3	0.2	0.2	0.3
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
其他	108	(2,131)	(21)	55	55	每股收益	2.50	3.57	4.82	6.50	8.87
投资活动现金流	(58)	(2,356)	(426)	(400)	(25)	每股经营现金流	3.05	1.92	4.61	4.16	6.00
债权融资	19	(69)	0	0	0	每股净资产	5.74	40.76	45.58	52.08	60.94
股权融资	0	2,958	0	0	0	估值比率					
其他	(11)	40	9	9	12	市盈率	115.2	80.6	59.7	44.3	32.5
筹资活动现金流	8	2,929	9	9	12	市净率	50.1	7.1	6.3	5.5	4.7
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	83.3	63.4	45.9	33.1	24.0
现金净增加额	102	752	13	(3)	547	EV/EBIT	89.0	65.2	48.2	35.5	26.0

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

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。