

佳驰科技 (688708.SH)

隐身材料需求上行，新老业务共筑高毛利壁垒

2026 年 01 月 22 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

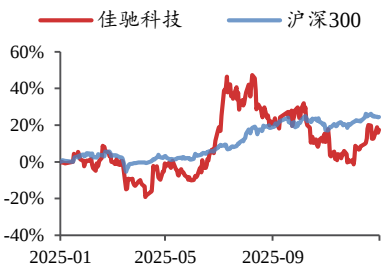
mazhiyan@kysec.cn

证书编号：S0790525070009

证书编号：S0790125090030

日期	2026/1/21
当前股价(元)	67.45
一年最高最低(元)	85.76/44.81
总市值(亿元)	269.81
流通市值(亿元)	95.97
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	1.42
近 3 个月换手率(%)	90.8

股价走势图



数据来源：聚源

● 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 复合增速为 33%

公司深耕电磁功能材料与结构（EMMS）领域，已形成从制备到工程化应用的完整闭环，产品覆盖隐身功能涂层材料、隐身功能结构件及电磁兼容材料等业务体系。公司在低频超宽带、多频谱兼容及薄型轻量化等核心技术上具备显著优势，产品已在我国第四代、第五代战机等重点型号上实现定型批产。同时，公司积极延伸业务边界，布局新一代电波暗室及电磁测控服务，正加速向“材料—结构—测试”一体化平台型企业演进，核心竞争力持续增强。我们预计公司 2025 年至 2027 年的归母净利润为 5.49/8.48/9.64 亿元，EPS 为 1.37/2.12/2.41 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 49.2/31.8/28.0 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 国防预算稳增叠加装备代际升级，隐身材料赛道景气度持续上行

隐身能力已成为五代机及未来六代机的核心竞争力，行业需求受“军机放量+代际升级+后装维护”三重逻辑共同驱动。2025 年我国国防预算同比增长 7.15%，为行业发展提供宏观支撑。随着新型号装备列装加速及实战化训练带来的存量市场耗材需求释放，行业天花板不断抬升，公司作为核心供应商，订单确定性与持续性显著，有望充分受益于行业的高景气周期。我们认为公司 2024 年至 2027 年佳驰科技隐身材料营收期间复合增速有望超 30%。

● 新老业务共振驱动营收稳健增长，定价机制与供应链优势锁定高毛利优势

受益于隐身涂层订单稳定与新型隐身功能结构件的放量，公司 2019-2024 年营收复合增速达 43.96%，2025 年前三季度营收延续增长态势。盈利能力方面，公司军品销售遵循成熟的定价议价规则，保障了合理的利润空间；同时，公司掌握关键吸收剂的自研自产能力，并构建“主力+替补”的双轨制供应链体系，有效控制成本波动。在收入规模扩张的同时，公司凭借核心技术壁垒与供应链韧性，确立了毛利率长期维持高位稳定的特征。

● **风险提示：**军品审价及采购节奏变动可能引发业绩波动；客户高度集中，议价能力偏弱；研发迭代风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	981	957	1,111	1,873	2,256
YOY(%)	27.6	-2.4	16.1	68.6	20.4
归母净利润(百万元)	564	517	549	848	964
YOY(%)	16.4	-8.2	6.1	54.5	13.7
毛利率(%)	76.9	76.8	76.4	74.9	73.4
净利率(%)	57.5	54.1	49.4	45.3	42.7
ROE(%)	33.4	16.1	14.8	18.6	17.5
EPS(摊薄/元)	1.41	1.29	1.37	2.12	2.41
P/E(倍)	47.9	52.2	49.2	31.8	28.0
P/B(倍)	16.0	8.4	7.3	5.9	4.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 佳驰科技：深耕电磁功能材料，构建全链条自主可控的核心技术体系 3

1.1、 公司背景：从技术预研到科创板上市，铸就 EMMS 领军企业 3

1.2、 主营业务：隐身材料构筑营收基本盘，多维布局构建新成长曲线 3

1.3、 财务分析：高增长伴随阶段性利润承压，研发投入驱动长期成长 4

1.4、 股权架构：集中的股权结构与深度绑定的股权激励 6

2、 隐身材料：前装放量+后装维护双轮驱动增长 7

2.1、 隐身能力重塑空战规则，材料性能成五代机核心竞争力 7

2.2、 军机放量+代际升级+后装维护共同驱动需求高增 8

2.3、 隐身材料市场竞争格局稳健 9

2.4、 2024 年至 2027 年佳驰隐身材料营收复合增速有望超 30% 10

2.5、 军品定价机制稳定利润，供应链韧性保障成本 11

3、 盈利预测与投资建议 13

3.1、 盈利预测关键假设 13

3.2、 估值与评级 14

4、 风险提示 14

附：财务预测摘要 15

图表目录

图 1： 扎根电磁功能材料领域，逐步实现技术突破 3

图 2： 公司主营业务隐身功能材料 4

图 3： 公司 2025 年 Q1-Q3 营收同比增长 5.21% 4

图 4： 公司净利润受期间费用波动影响 4

图 5： 公司研发费用率呈现增长趋势 5

图 6： 公司毛利率维持强劲 5

图 7： 隐身功能材料是公司营收主要来源 5

图 8： 隐身功能结构件毛利率维持高位 5

图 9： 一致行动人可支配超过 62.11%的股权 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： 2025 年我国国防预算同比增长 7.15% 8

图 13： 佳驰科技营收相较同业增长稳健 10

图 14： 佳驰科技毛利率保持高位稳定 10

图 15： 佳驰科技 2024-2027E 隐身材料营收复合增速有望超 30% 11

图 16： 佳驰科技 2027E 隐身军机价值量占比有望回升至 1.4% 11

表 1： 隐身功能结构件营收有望显著增长 13

表 2： 佳驰科技 PE 估值低于可比公司平均 错误!未定义书签。

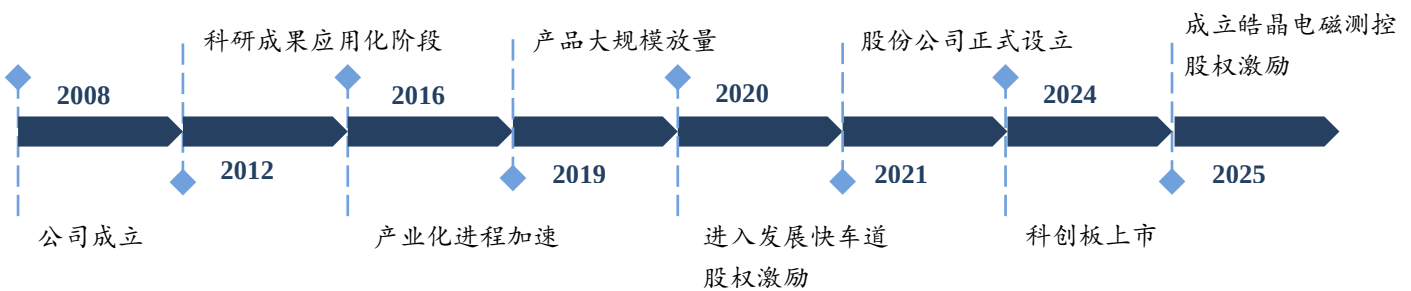
1、佳驰科技：深耕电磁功能材料，构建全链条自主可控的核心技术体系

1.1、公司背景：从技术预研到科创板上市，铸就 EMMS 领军企业

构建 EMMS 产品全流程业务体系，支撑国防与电子信息产业。公司成立于 2008 年 7 月，于 2024 年 12 月 5 日在科创板上市。公司是中国主要的电磁功能材料与结构（EMMS）提供商，多年来坚持自主创新，打破国外技术垄断，构建了涵盖隐身功能涂层材料、隐身功能结构件、电磁兼容材料等在内的全流程业务体系，具备低频超宽带、多频谱兼容、薄型轻量化等显著技术优势。公司持续推动我国 EMMS 技术发展，为国防安全与民用电子信息产业提供一定支撑。

扎根电磁功能材料领域，逐步实现技术突破、产品定型与产业化应用。公司成立于 2008 年 7 月，开始电磁功能材料与结构（EMMS）领域技术预研，同步进行工程化转换，逐步形成材料设计至制备的研发闭环。2012 年开始，公司完善内部管理制度并申请相关资质，进入科研成果应用化阶段；同时突破隐身材料关键技术瓶颈，为后续产品发展奠定基础。2016 年起，公司进入产业化进程加速阶段，军用产品实现定型批产并初步放量；2019 年，公司迎来产品大规模放量期，多个重大项目实现定型批产，同时蝉联航空工业集团某单位“金牌供应商”称号，抢占先发优势。2021 年，公司完成股份制改造，股份公司正式设立。2024 年，公司于科创板成功上市。近年来积极拓展能力边界，陆续设立成都佳骋、深圳佳驰康及成都皓晶等子公司，战略布局从单一材料供应商向“材料—结构—测试”一体化平台型企业演进，彰显其军民融合与技术延伸的长期愿景。

图1：扎根电磁功能材料领域，逐步实现技术突破

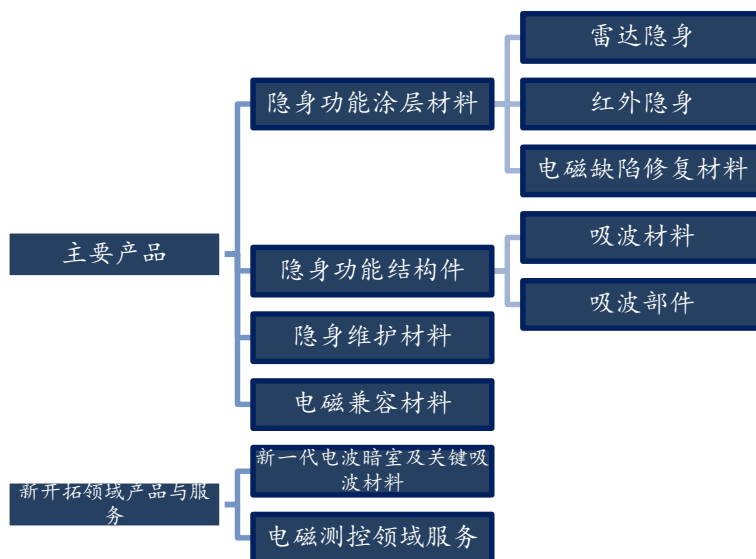


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、主营业务：隐身材料构筑营收基本盘，多维布局构建新成长曲线

公司长期专注于隐身功能材料及电磁兼容材料的研发、制造与技术服务，其主要产品有隐身功能涂层材料与隐身功能结构件，已实现对航空工业下属单位的规模化交付，2025 年上半年营收占比为 97.17%。公司积极拓展业务边界，加速布局新一代电波暗室系统集成、关键吸波材料及电磁测控服务，着力构建第二成长曲线，增强长期发展动能。其中，技术服务作为高毛利的补充业务，通过项目制提供定制化研发支持，在强化客户粘性的同时，有效提升技术变现能力。

图2：公司主营业务隐身功能材料

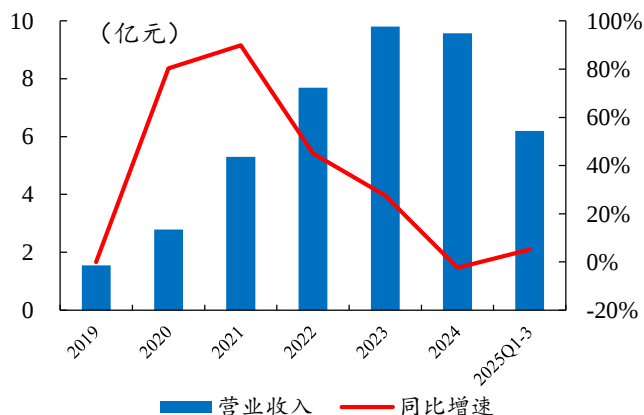


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、财务分析：高增长伴随阶段性利润承压，研发投入驱动长期成长

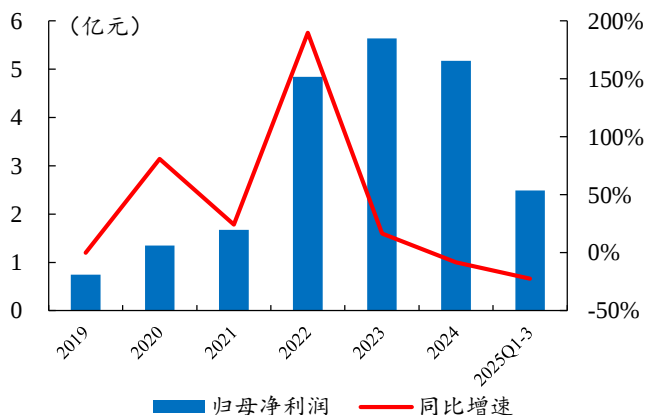
军品列装周期共振，业绩呈现波动增长态势。2019至2024年间，公司营业收入从1.55亿元增至9.57亿元，年均复合增长率达43.96%，主要因我国武器装备更新换代对隐身材料需求的持续扩大。2025年，公司开辟第二成长曲线创造新增量空间。新形态隐身功能结构件持续突破，新一代电波暗室在手订单充足，营业收入快速增长。2025年1-9月营收达6.19亿元，同比增长5.21%。利润端来看，2019-2024年，归母净利润年均复合增长率达47.34%，利润端增速高于营收增速。2021年公司确认股份支付费用为1.48亿元，导致管理费用大幅增长与净利润增速阶段性回落。2025年公司围绕新布局的三大业务领域持续加大研发投入，前三季度归母净利润为2.49亿元，同比下滑-22.39%。虽短期因战略投入导致利润承压，但在市场需求以及技术迭代的双重驱动下，公司仍具备充足的成长动能。

图3：公司2025年Q1-Q3营收同比增长5.21%



数据来源：Wind、开源证券研究所

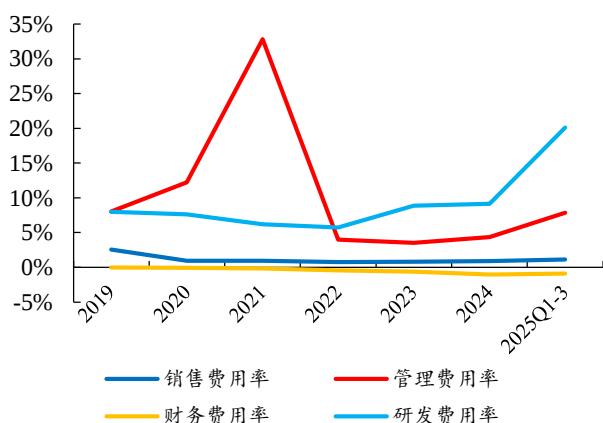
图4：公司净利润受期间费用波动影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

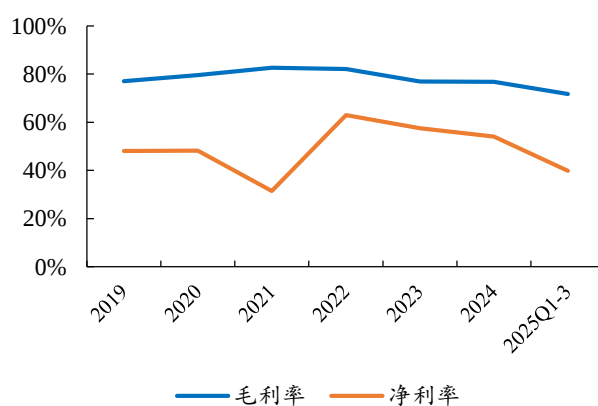
研发投入持续提升，盈利能力维持强劲。2019 年至 2022 年公司毛利率由 77.00% 上涨至 82.15%；2023 年受产品生产工艺波动影响，生产成本抬升造成毛利率的轻微下降。2025 年前三季度毛利率为 71.80%，整体仍处于 70% 以上的高位，盈利能力依然稳健。费用结构方面，管理费用率在 2021 年突增后迅速回落，主要因公司确认股份支付费用 1.48 亿元。研发投入稳步增长，研发费用率从 2019 年的 8.02% 上升至 2025 年前三季度的 20.12%，反映出公司积极布局技术与产品迭代，为公司成长奠定坚实基础。

图5：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

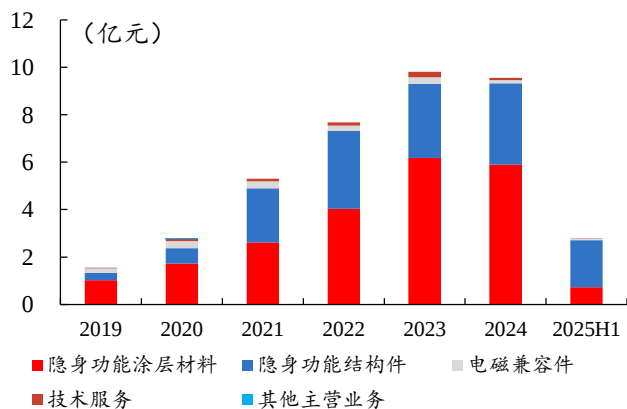
图6：公司毛利率维持强劲



数据来源：Wind、开源证券研究所

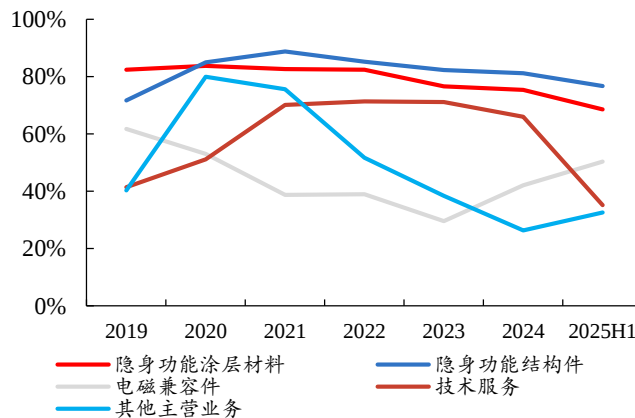
隐身功能涂层材料在手订单稳健，隐身功能结构件贡献增长业绩。隐身功能涂层材料作为公司核心业务，2019-2023 年间营业收入高速增长，年均复合增长率达 56.89%。2024 年营收虽小幅下降至 5.9 亿元，毛利率下降至 75.4%，但仍维持在较高水平。隐身功能结构件展现出更强劲的增长动能，2019 年至 2024 年间营收持续增长，年均复合增长率达 61.73%，已超过涂层材料，成为公司重要的业绩增长引擎。随着 2025 年公司进一步聚焦新布局的三大业务领域，新形态隐身功能结构件持续突破，2025 年前三季度隐身功能结构件营业收入已接近 2024 年全年收入。

图7：隐身功能材料是公司营收主要来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：隐身功能结构件毛利率维持高位



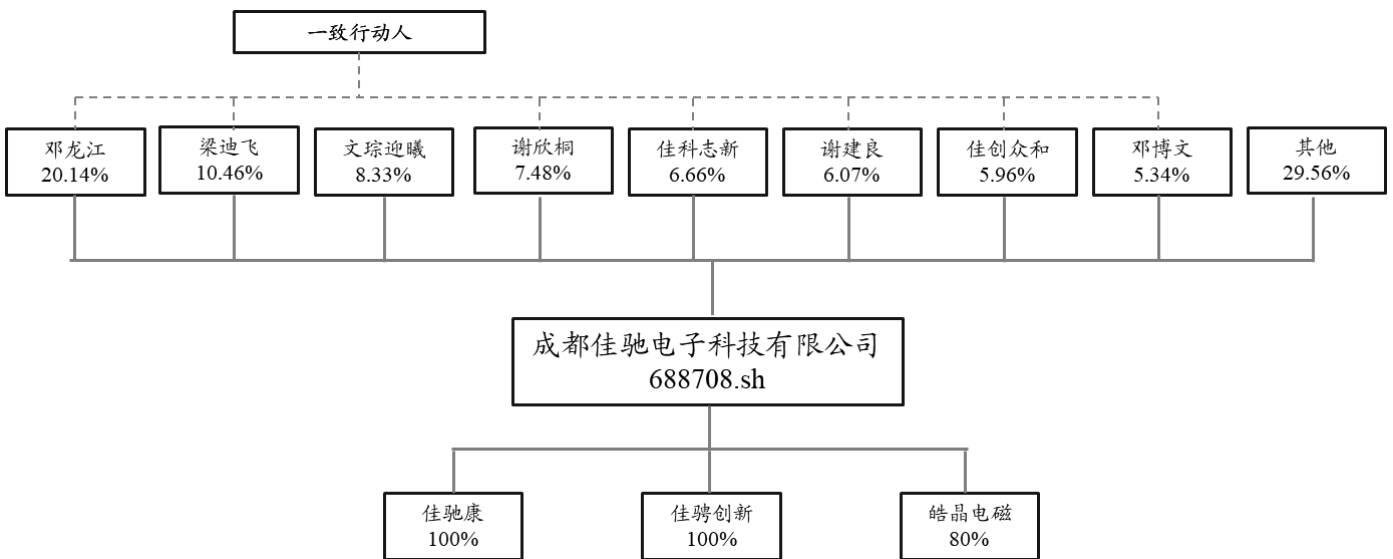
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、股权架构：集中的股权结构与深度绑定的股权激励

公司股权结构稳定，实控人持股比例较高。佳驰科技控股股东为邓龙江，截至2025年三季报，直接持股比例为20.14%。此外，邓龙江与梁迪飞等七个主体签署《一致行动协议》，通过一致行动安排可支配佳驰科技超过62.11%的股权。邓龙江同时担任公司首席科学家，实现技术与治理的高度协同。截至2025年中，公司已控股三家子公司，分别布局产业配套、民用市场拓展及新兴电磁测控业务，股权架构清晰，未见复杂交叉持股或外部干预风险，为战略执行提供坚实治理保障。

股权激励绑定核心团队利益，激发创新动能驱动价值增长。2020年5月19日，公司正式启动实施股权激励事宜；同年7月，公司通过员工持股平台佳科志新实施股权激励。2025年6月3日，公司向62名激励对象首次授予第二类限制性股票。股权激励对象覆盖核心技术人员、公司管理层与业务骨干，有效实现核心团队与公司发展的利益绑定，激发其积极性与创造力，从而驱动技术创新与企业价值的持续增长。

图9：一致行动人可支配超过62.11%的股权



资料来源：Wind、开源证券研究所（注：截至2025年三季报）

2、隐身材料：前装放量+后装维护双轮驱动增长

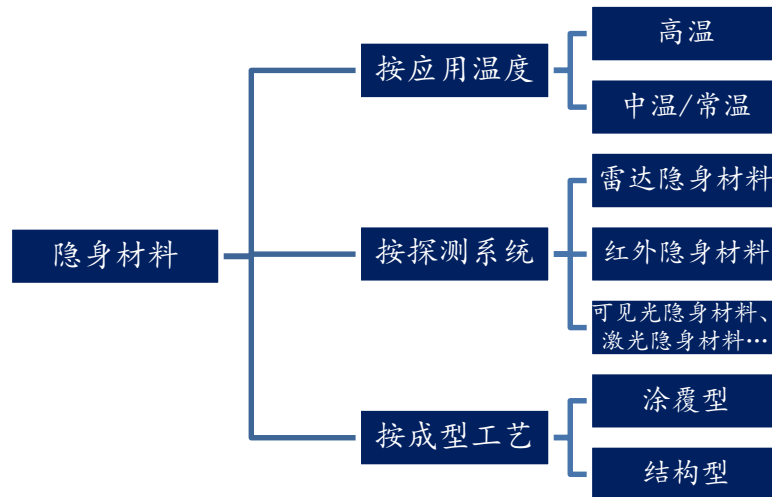
2.1、隐身能力重塑空战规则，材料性能成五代机核心竞争力

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



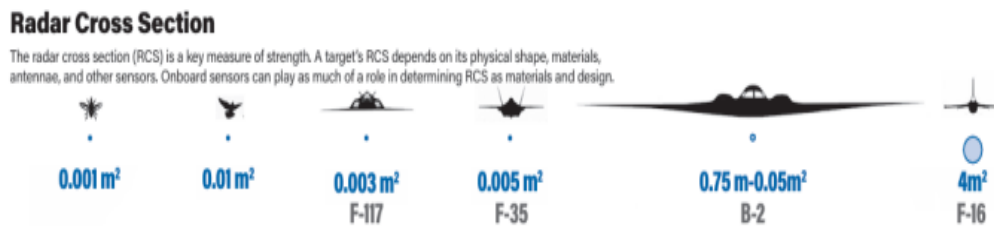
资料来源：公司公告、华泰科技公司公告、开源证券研究所

隐身空战模式成为现代战争制胜关键。大国竞争背景下，制空权争夺白热化。F-22 正面雷达反射截面面积低至 0.0001 平方米，使预警机探测距离由三代战机的 400-500 公里缩减至 200 公里以内，传统雷达探测系统面临颠覆性挑战，当今空战已进入隐身空战模式，“先敌发现、先敌打击”成为取胜关键。俄乌冲突中，苏-57 隐蔽突破乌克兰的爱国者防空反导系统，连续击落 14 架乌军战机，体现出隐身能力对制空权的直接影响。日益加剧的空中威胁迫使各国加速推进隐身材料发展，推动该领域需求快速增长。

装备代际升级聚焦隐身性能，隐身材料技术突破提升战机作战效能。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(Supermaneuverability)、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可以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，确保战机的低可侦查性。以现代战斗机为例，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：Airandspaceforces 官网

2.2、军机放量+代际升级+后装维护共同驱动需求高增

隐身材料市场稳步增长。随着军机列装持续放量，代际升级加速推进，叠加军工后装市场定期维护以及耗材迭代，隐身材料市场空间广阔。参考 Future market insights 发布的数据，2025 年全球隐身材料与涂层市场预计规模为 1.56 亿美元，其中雷达吸收材料作为重要组成部分，约占整体收入的 30%。2035 年市场规模有望达到 2.87 亿美元，期间复合年增长率为 6.3%，中国复合年增长率从预计达到 8.5%，总体呈稳定增长态势。

国防现代化投入体量增长，惠及隐身材料等关键国防领域。“十五五”时期推进国防与军队现代化要求加快先进战斗力建设，推进新域新质作战力量规模化、实战化、体系化发展。随着我国国防现代化步伐逐渐加快，国防投入呈现持续提升趋势，对现代化武器装备的需求增加，隐身材料等关键国防科技领域可能迎来发展机遇。

图12：2025 年我国国防预算同比增长 7.15%



数据来源：Wind、开源证券研究所

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 Word 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。

装备使用催生刚性维护需求，隐身战机逐步放量为后装市场打开增量空间。隐身材料涂层在使用过程中易受到环境影响，可能出现变色、起层、附着力下降等多种失效现象，在列装服役过程中也可能出现划伤、擦伤等机械损伤。局部损伤将增大装备反射率，削弱装备隐身性能，因此催生高频次维护修复需求。以美国现役装备为例，B-2 飞机每次飞行后都需要对其表面进行掉屑、划伤和腐蚀检查，每年近 70% 的维护工作都与涂层修复相关；F-35 系列的涂层维护成本已达到单机年维护费用的 22%。在我国，随着主战装备列装规模快速提升，叠加实战化训练强度持续加大，加速了隐身涂层的损耗周期，有望进一步释放隐身材料后装市场增量空间。

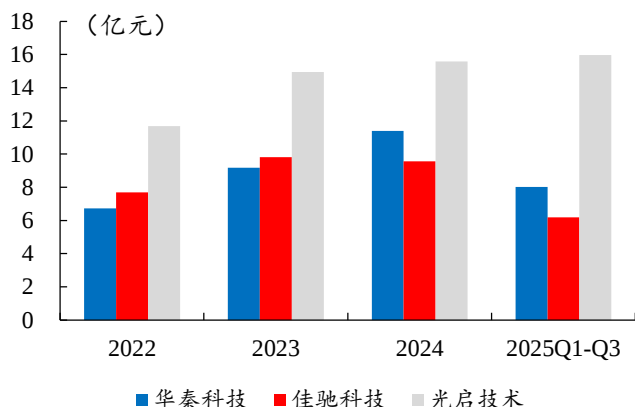
隐身技术由空向海陆渗透，多平台列装驱动材料需求加速释放。隐身材料作为提升主战装备生存能力与突防效能的关键手段，其战略价值日益凸显。面临愈加精确的多频带侦察仪器的复合探测，主战武器隐身化可通过减少敌军反应时间，大幅提升装备生存概率以及突防效能。目前，隐身涂层材料和结构隐身材料已大量应用于各类武器装备，如 AH-64 武装直升机、PL-O1 隐身坦克等。在“十五五”时期主战装备放量列装的背景下，隐身材料市场空间有望随配套数量增长与平台类型扩展而加速释放。

2.3、隐身材料市场竞争格局稳健

行业壁垒高筑，市场格局集中稳定。军工产品需经历长期预研、多轮评审及装机试验方能定型，一旦通过定型批产并进入装备序列，后续更换供应商的可能性较低，使得市场后入者难以切入，同时，EMMS 的复杂工艺与工程化经验构成人才与技术护城河，进一步固化现有竞争格局，参与者数量有限且地位稳固。

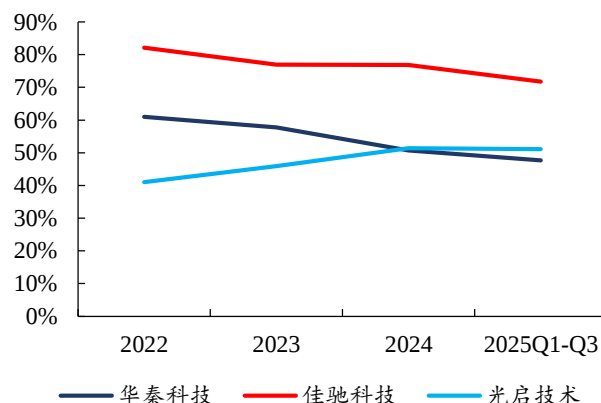
参与者差异化显著，佳驰科技锚定隐身涂层与新形态结构件赛道。当前中国隐身材料市场的主要玩家包括佳驰科技、华秦科技、光启技术等，三者虽同属隐身材料领域，但在技术路线、产品形态等方面存在明显区别。华秦科技特色产品是高温隐身涂层材料，多应用于发动机等高温部件；光启技术主要研发设计新一代超材料尖端装备产品；佳驰科技围绕电磁功能与材料，在低频超宽带、多频谱兼容以及薄型轻量化等方面取得一定的技术优势。

图13：佳驰科技营收相较同业增长稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：佳驰科技毛利率保持高位稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

核心技术驱动闭环优势，构筑多维竞争壁垒。公司构建了以核心技术为基石的多维竞争壁垒：一方面掌握关键吸收剂的自产能力，显著优化成本结构并保障供应链安全；另一方面在低频超宽带、多频谱兼容及薄型轻量化等前沿方向具备行业领先的技术特色。截至 2025 年 6 月 30 日，公司已拥有 32 项发明专利、15 项核心技术，并承担多项国家级及省部级重大科研项目。同时，其研发体系紧密围绕国家重点重大型号需求展开，确保技术成果高效转化为批产订单，形成“需求牵引—技术突破—批量交付”的闭环优势，形成显著竞争护城河。我们预计佳驰科技在隐身材料份额将会维持稳定。

2.4、2024 年至 2027 年佳驰隐身材料营收复合增速有望超 30%

以隐身功能材料为核心，构建覆盖军民两用的多层次盈利模式。公司主要从事电磁功能材料与结构的研发、制造、测试、销售与服务，通过销售隐身功能涂层材料、隐身功能结构件以及电磁兼容材料实现收入。在军品领域，公司主要采用“试制-定型-批产”流程，一旦产品通过客户评审定型批产，在武器装备服役的周期内，通常不会轻易更换武器装备配套供应商，供求双方会形成长期稳定的合作关系，定型后随装备列装实现批量销售与收入增长；在民品领域，公司主要通过供应商资格审查以及招投标方式获取订单。

隐身功能结构件业务成为公司收入增长引擎。2025 年上半年新形态隐身功能结构件营收已达 1.99 亿元，公司 2025 年第三季度报告指出，前三季度营业收入已接近该业务 2024 年全年收入，显示公司战略布局的成功以及下游装备升级带来的需求增长。此类结构件作为机体承力部件，需要针对各型号的武器装备进行定制化研发，一旦进入供应链体系，替换成本较高，具备较强的订单粘性，为公司构建了长期稳定的订单基础与可持续性收入来源。

产品定型批产驱动公司营收确定性增长。自 2018 年以来，公司产品已陆续完成军方定型并实现批量交付，成功应用于我国第四代、第五代战机等重大重点型号工程，技术路线获得权威认可，配套关系持续稳固。当前，公司核心产品的交付节奏已由“能否做”转向“做多少”，下游主机单位的列装需求明确、采购计划性强，且

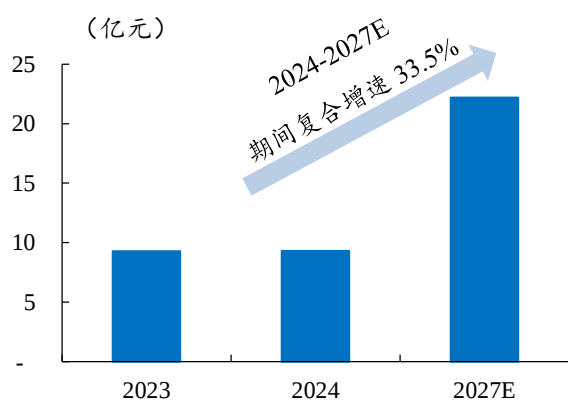
具备长期政策支撑。在此背景下，公司营收进入高可见度兑现期，订单持续性与收入确定性显著增强。

在研项目储备丰富，为中长期营收持续增长提供保障。2025 年前三季度研发费用为 1.25 亿元，较 2024 年同期增长 0.64 亿元，同比增长 107.22%，研发费用占营收比例达 20.12%。截至 2025 年上半年，公司在研项目数量由 2024 年末的 50 项增长至 77 项，主要聚焦航空领域，并横向拓展至舰船、无人机等领域。考虑到公司产品从研发到量产通常需 1-3 年，当前在研项目有望在未来转化为新的销售订单，中长期业绩增长潜力较大。

新形态结构件放量驱动价值量占比持续提升。随着佳驰科技在新形态隐身功能结构件及隐身维护产品领域的深入布局，其新形态结构件业务正进入加速放量阶段，2025 年前三季度收入已接近 2024 年全年水平，有望驱动公司单机价值量持续提升。我们认为佳驰科技在先进隐身军机中的价值量占比将随着主营业务由“隐身涂层”向“隐身涂层+隐身结构件”双轮驱动模式跨越而提升。我们预计佳驰科技在先进隐身军机的价值量占比将从 2024 年的 1.3% 稳步提升至 2027 年的 1.4%。长期来看，可能受益于研发投入增加所构建的技术代际优势，我们预计价值量有望接近 2%。

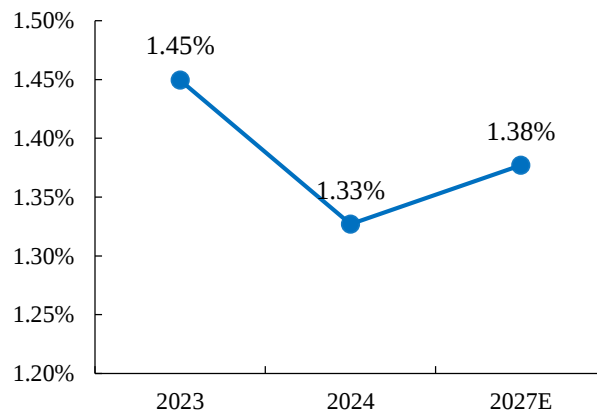
行业增长叠加价值量提升，2024 年至 2027 年佳驰科技隐身材料营收复合增速有望超 30%。我国现役隐身战斗机主要包括由成飞研制的歼-20 和沈飞研制的歼-35。基于对两家主机厂隐身飞机业务的营收拆分，我们测算 2024 年佳驰科技在成飞与沈飞隐身飞机供应链中的价值量占比约为 1.3%。2024 年，歼-35 首次亮相中国航展，有望迎来快速列装期。我们认为佳驰隐身材料业务将会充分受益于中国先进隐身战机列装放量。

图15：佳驰科技 2024-2027E 隐身材料营收复合增速有望超 30%



数据来源：Wind、中航成飞公司公告、中航沈飞公司公告、开源证券研究所（注：E=开源预测）

图16：佳驰科技 2027E 隐身军机价值量占比有望回升至 1.4%



数据来源：Wind、中航成飞公司公告、中航沈飞公司公告、开源证券研究所（注：E=开源预测）

2.5、军品定价机制稳定利润，供应链韧性保障成本

佳驰科技凭借核心材料自研能力卡位价值链关键环节。隐身材料产业链呈现“上游材料研发—中游部件制造—下游主机集成”的典型军工配套结构，下游高度集中

于航空工业、中国电科等大型军工集团，客户集中度较高，议价能力较强。然而，由于隐身功能材料涉及电磁参数设计、吸收剂合成等多学科交叉技术，具备高准入壁垒，掌握核心吸收剂自产能力的企业在价值链中占据关键位置。佳驰科技通过自研自产关键原材料，在成本控制与性能定制方面形成差异化优势，有效提升其在产业链中的利润分配地位。

军品定价机制构筑稳定盈利预期。公司军品销售遵循《军品定价议价规则》，基于制造成本、期间费用等因素向下游客户提交报价，经双方协商后确定暂定价格，并据此价格签约交付，最终结算价格待军方审价后追溯调整，且军方审价的价格与暂定价格通常不存在重大差异。该机制通过可预期的定价流程，有效保障了公司合理且稳定的利润空间，显著降低价格波动风险，为公司长期稳健经营奠定基础。

供应链体系兼顾主力供应商稳定与替代渠道可行，保障成本可控与毛利率稳定。尽管部分原材料采购集中，但公司具备成熟的替代方案和供应链弹性，可有效应对潜在断供或价格波动风险。公司主要原材料为基础粉料、高强度芳纶蜂窝、特种结构件，由 TM2、CJ004 等技术较强、长期合作稳定的核心供应商提供；与此同时，公司已完成 TM17、TM33、嘉兴雅港等多家合格供应商的样品验证以及小批量导入，表明公司供应链并非依赖单一来源，确保当前军品配套的高可靠性，保障成本端的可控性与经营韧性。

3、盈利预测与投资建议

3.1、盈利预测关键假设

公司作为国内隐身材料领域龙头企业，目前的主营业务为隐身功能涂层材料与隐身功能结构件两大板块。我们认为，公司未来业绩增长的逻辑在于存量维护与增量列装的双重共振。受益于军机跨代升级与实战化训练强度提升，隐身材料作为核心耗材，其市场需求呈扩张趋势。我们预计 2025 至 2027 年公司整体收入预计实现 11.11、18.73、22.56 亿元，整体毛利率预计为 76.4%、74.9%、73.4%。公司各业务收入及毛利率预测假设如下：

隐身功能涂层材料：作为公司传统优势业务，隐身涂层材料全年在手订单稳健。随着存量隐身装备规模扩大，涂层作为耗材的维修更换需求提供了稳定的业绩基石；同时，新型号装备对隐身性能的提升持续推动隐身涂层业绩增长。我们预计 2025 至 2027 年隐身功能涂层材料业务收入分别为 6.50、9.60、11.59 亿元，毛利率分别为 75%、73%、72%；

隐身功能结构件：作为公司具有成长潜力与业绩弹性的业务板块，新形态隐身功能结构件已完成从技术验证到规模化交付的跨越，公司正迎来业绩释放的关键拐点。受益于高技术壁垒构建的护城河，我们预计 2025 至 2027 年新型复合材料业务收入分别为 4.35、8.82、10.59 亿元，毛利率分别为 80%、78%、76%。

表1：隐身功能结构件营收有望显著增长

	2024	2025E	2026E	2027E
隐身功能涂层材料（百万元）	589.97	650.36	959.51	1158.62
YOY	-4%	10%	48%	21%
毛利率	75%	75%	73%	72%
隐身功能结构件（百万元）	342.66	434.64	882.49	1059.38
YOY	10%	27%	103%	20%
毛利率	81%	80%	78%	76%
电磁兼容材料（百万元）	14.47	15.87	19.62	24.78
YOY	-49%	10%	24%	26%
毛利率	42%	40%	37%	33%
技术服务（百万元）	9.36	9.48	10.81	12.61
YOY	0%	1%	14%	17%
毛利率	66%	65%	63%	62%
其他（百万元）	0.38	0.32	0.30	0.31
YOY	0%	-17%	-5%	2%
毛利率	26%	26%	25%	25%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：E=开源预测）

3.2、估值与评级

综上，我们预计 2025-2027 年公司的营收分别为 11.11、18.73、22.56 亿元，归母净利润分别为 5.49、8.48、9.64 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 49.2、31.8、28.0 倍。考虑到主业的相似性，选取华泰科技、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 2026 年 1 月 21 日收盘价，其 2025-2027 年 PE 均值分别为 66.6、45.4、35.9 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，并积极布局新形态隐身功能结构件与电磁测控领域，未来预期增速较高，首次覆盖，给予“买入”评级。

表2：佳驰科技 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/股）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688281.SH	华泰科技	104.21	1.54	2.18	2.67	67.7	47.8	39.0
002625.SZ	光启技术	49.60	0.45	0.76	1.03	111.3	65.1	48.0
300699.SZ	光威复材	40.23	0.88	1.12	1.33	45.9	35.8	30.2
300777.SZ	中简科技	43.52	1.05	1.32	1.64	41.5	32.9	26.5
				平均值		66.6	45.4	35.9
688708.SH	佳驰科技	67.45	1.37	2.12	2.41	49.2	31.8	28.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：佳驰科技、华泰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 2026 年 1 月 21 日收盘价进行计算）

4、风险提示

- （1）公司受军品审价和采购政策影响较大，价格下调或采购放缓可能压制毛利率与收入增长；
- （2）客户高度集中，议价能力弱且订单易波动；
- （3）若技术迭代加速而公司未能及时跟进，存在核心技术被替代风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1612	3140	3617	6788	6852
现金	592	1927	2237	3772	4544
应收票据及应收账款	929	1093	1254	2703	2064
其他应收款	7	1	8	8	11
预付账款	2	4	3	10	6
存货	78	115	114	295	228
其他流动资产	3	0	0	0	0
非流动资产	365	509	533	752	832
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	197	243	298	470	547
无形资产	24	22	23	24	25
其他非流动资产	144	243	212	258	261
资产总计	1977	3649	4150	7540	7685
流动负债	246	404	396	2948	2141
短期借款	0	0	47	2104	1515
应付票据及应付账款	162	305	248	742	523
其他流动负债	84	99	100	102	102
非流动负债	41	35	35	35	35
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	41	35	35	35	35
负债合计	287	439	431	2983	2177
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	400	400	400	400
资本公积	165	1128	1128	1128	1128
留存收益	1165	1682	2220	3048	3983
归属母公司股东权益	1690	3210	3719	4556	5508
负债和股东权益	1977	3649	4150	7540	7685

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	320	416	320	-230	1553
净利润	564	517	549	848	964
折旧摊销	31	38	31	47	66
财务费用	-6	-10	-35	18	38
投资损失	-0	0	-0	-0	-0
营运资金变动	-281	-160	-245	-1176	441
其他经营现金流	13	31	21	34	44
投资活动现金流	-62	-97	-53	-264	-143
资本支出	71	93	55	267	147
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	9	-4	3	3	4
筹资活动现金流	-1	1013	-5	-28	-51
短期借款	0	0	47	2056	-588
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	40	0	0	0
资本公积增加	0	963	0	0	0
其他筹资现金流	-1	10	-52	-2084	538
现金净增加额	257	1332	262	-521	1360

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	981	957	1111	1873	2256
营业成本	227	222	263	470	600
营业税金及附加	12	12	14	23	28
营业费用	8	9	9	16	19
管理费用	35	41	44	74	92
研发费用	87	88	167	281	338
财务费用	-6	-10	-35	18	38
资产减值损失	-1	-4	-3	-5	-5
其他收益	38	25	26	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	8	0	2	3	3
营业利润	646	595	652	984	1120
营业外收入	3	0	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	649	595	653	985	1121
所得税	86	78	104	137	157
净利润	564	517	549	848	964
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	564	517	549	848	964
EBITDA	663	575	625	1009	1174
EPS(元)	1.41	1.29	1.37	2.12	2.41

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	27.6	-2.4	16.1	68.6	20.4
营业利润(%)	15.5	-7.9	9.6	50.9	13.8
归属于母公司净利润(%)	16.4	-8.2	6.1	54.5	13.7
获利能力					
毛利率(%)	76.9	76.8	76.4	74.9	73.4
净利率(%)	57.5	54.1	49.4	45.3	42.7
ROE(%)	33.4	16.1	14.8	18.6	17.5
ROIC(%)	31.7	14.4	13.1	12.4	13.5
偿债能力					
资产负债率(%)	14.5	12.0	10.4	39.6	28.3
净负债比率(%)	-32.8	-58.9	-57.9	-35.8	-54.3
流动比率	6.5	7.8	9.1	2.3	3.2
速动比率	6.2	7.5	8.8	2.2	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2.2	1.3	1.3	1.3	1.3
应付账款周转率	2.1	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.41	1.29	1.37	2.12	2.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	1.04	0.80	-0.57	3.88
每股净资产(最新摊薄)	4.22	8.02	9.30	11.39	13.77
估值比率					
P/E	47.9	52.2	49.2	31.8	28.0
P/B	16.0	8.4	7.3	5.9	4.9
EV/EBITDA	39.9	43.6	39.7	25.1	20.4

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