

光威复材 (300699.SZ)

业绩持续增长，需求旺盛+产能扩张保障未来成长

投资要点

- ◆ **公司发布2020年年报与2021年一季度业绩预告**:2020年公司实现营业收入21.16亿元，同比增长23.36%；实现归母净利润6.42亿元，同比增长22.98%。每10股派发现金红利5元。公司2021年一季度预计实现归母净利润2.06亿元-2.23亿元，同比上升20%-30%。
- ◆ **碳纤维与织物及预浸料两大板块营收增长显著**。2020年碳纤维及织物营收10.78亿元，同比上升35.11%。公司T300级维持稳定供应；T700级生产工艺不断完善，全年销售超过千吨。总额9.98亿元的两个《武器装备配套产品订货合同》已完成98.2%，是公司碳纤维与织物板块营收增长的重要动力。预浸料业务营收2.36亿元，同比增长33.61%，主要受益于公司产品在航空航天、船舶、机械等领域的应用扩大。在风电领域，公司预浸料新产品已应用于叶片制造并取得批产订单。
- ◆ **碳梁业务在疫情与原材料紧张情况下保持正增长**。碳梁业务营收7.18亿元，同比增长6.61%，国外疫情以及国内外碳纤维供需关系紧张的叠加影响导致该领域收入增长不及预期。报告期内公司105mm碳梁多种牌号碳纤维通过G1C测试，生产速度提升25%，同时成功开发了新产品与市场应用空间，保障该领域业务实现正增长。
- ◆ **公司利润率基本稳定，继续保持高研发投入**。2020年公司销售毛利率49.81%，比2019年48.01%提升了1.8个百分点；毛利率变化的主要原因是预浸料业务中高利润率产品占比提升。公司期间费用率为19.49%，比2019年的18.75%增加0.74个百分点，主要原因是1、汇兑损失上升，2、公司继续增大研发投入。2020年研发费用率12.96%，比2019年的11.08%增加1.88个百分点。整体而言，公司净利率为30.29%，与2019年基本持平。
- ◆ **下游需求旺盛，公司产能与产品线扩张，看好未来发展**。公司2020年预付款大幅增长286%，显示下游需求旺盛。预计公司军民融合项目与包头一期工程分别在2021-2022年投产，碳纤维与织物产能将新增6000吨产能。风电碳梁板块2021年或将有20%的产能提升，同时维斯塔斯专利到期将对下游需求增长起到促进作用。预浸料板块目前处于较快增长状态，产品结构高端化有利于毛利率的提升与保持。
- ◆ **投资建议：首次给予公司“增持”评级**。预计公司2021-2023年EPS分别为1.54元、1.87元、2.38元，对应PE为44倍、36倍、29倍。公司是A股市场上碳纤维行业龙头企业之一，受益于中国军民用碳纤维复材需求的持续提升以及公司自身产能和产品线的扩张，首次覆盖给予公司“增持”评级。
- ◆ **风险提示**：新产品研发不及预期；产能提升不及预期；全球经济复苏不及预期。

投资评级

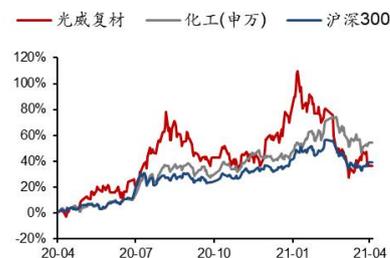
增持

首次评级

基本数据 (2021-04-06)

所属行业	化工 其他纤维
股价(元)	67.70
总市值(百万元)	35,092.30
流通市值(百万元)	34,957.71
总股本(百万股)	518.35
流通股本(百万股)	516.36
12个月价格区间(元)	48.11/106.60

股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	-3.45	-24.96	-4.84
绝对收益	-5.71	-28.82	33.37

资料来源：Wind，万和证券研究所

作者

王轶铭 首席分析师
 SAC 执业证书：S0380521010003
 联系电话：0755-82830333 (108)
 邮箱：wangym@wanhesec.com

潘子栋 研究助理
 联系电话：0755-82830333 (118)
 邮箱：panzd@wanhesec.com

财务数据与估值

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,715	2,116	2,621	3,326	4,164
YoY(%)	25.8	23.4	23.9	26.9	25.2
净利润(百万元)	522	642	797	967	1,233
YoY(%)	38.6	23.0	24.1	21.4	27.5
毛利率(%)	48.0	49.8	50.0	49.0	50.0
EPS(摊薄/元)	1.01	1.24	1.54	1.87	2.38
ROE(%)	16.1	17.6	17.9	17.8	18.5
P/E(倍)	67.3	54.7	44.1	36.3	28.5
P/B(倍)	10.8	9.7	7.9	6.5	5.3
净利率(%)	30.4	30.3	30.4	29.1	29.6

资料来源：Wind，万和证券研究所



请阅读正文之后的信息披露和重要声明

正文目录

一、业绩持续增长，维持高研发投入.....	3
（一）碳纤维与预浸料增长显著，碳梁业务维持增长.....	3
（二）利润率基本稳定，保持研发费用高投入.....	4
（三）经营效率提升，预付款高增反映高景气度.....	5
二、盈利预测.....	6
（一）收入预测与假设.....	6
（二）投资建议：首次给予公司“增持”评级.....	7
三、风险提示.....	7

图表目录

图 1 公司营业收入分析（亿元）.....	3
图 2 公司归母净利润分析（亿元）.....	3
图 3 公司营收结构分析（亿元）.....	4
图 4 公司 2016-2020 年销售毛利率与净利率（%）.....	4
图 5 公司 2017-2020 年分行业毛利率（%）.....	4
图 6 公司 2016-2020 年期间费用率（%）.....	5
图 7 公司 2018-2020 年研发投入（亿元）.....	5
图 8 公司 2016-2020 年 ROE 与 ROIC（%）.....	5
图 9 公司 2016-2020 年存货与应收账款周转率.....	5
图 10 公司预付款项分析.....	5
表 1 公司 2021-2023 年主营业务收入预测与假设.....	6

一、业绩持续增长，维持高研发投入

光威复材是我国碳纤维行业民营龙头企业，致力于碳纤维及其复合材料的研发生产，是 A 股市场第一家上市碳纤维企业。公司目前形成了以碳纤维生产作为核心，业务覆盖碳纤维与织物、风电碳梁、预浸料、复材制品与机械装备五大板块的完整产业链。

(一) 碳纤维与预浸料增长显著，碳梁业务维持增长

公司 2020 年年报显示：2020 年公司实现营业收入 21.16 亿元，同比增长 23.36%；实现归母净利润 6.42 亿元，同比增长 22.98%。

图 1 公司营业收入分析 (亿元)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 2 公司归母净利润分析 (亿元)



资料来源：Wind，万和证券研究所

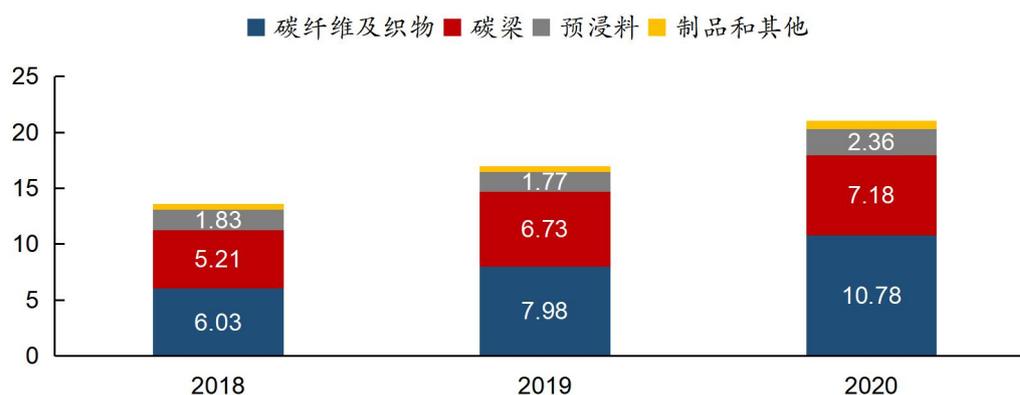
纤维与预浸料收入增长显著，碳梁维持稳定。公司收入中，碳纤维及织物、风电碳梁与预浸料为主要的营收来源，2020 年营收占比分别为 51%、34%和 11%。

公司 2020 年碳纤维及织物营收 10.78 亿元，同比上升 35.11%。公司 T300 级维持稳定供应；T700 级产品生产工艺不断完善，成功在建筑、工业和装备领域打开市场，全年销售超过千吨。截至年末，公司 2020 年签订的总额 9.98 亿元的两个《武器装备配套产品订货合同》已完成 98.2%，是公司碳纤维与织物板块营收增长的重要动力。

2020 年风电碳梁业务营收 7.18 亿元，同比增长 6.61%，国外疫情以及国内外碳纤供需关系紧张的叠加影响导致该领域收入增长不及预期。报告期内公司 105mm 碳梁多种牌号碳纤维通过 G1C 测试，生产速度提升 25%，同时成功开发了新产品与市场应用空间，保障该领域业务实现正增长。

预浸料业务营收 2.36 亿元，同比增长 33.61%。公司预浸料产品在航空航天、船舶、机械等领域应用不断扩大，下游需求旺盛，同时报告期内成功开发多类新产品，其中风电预浸料已应用于叶片制造并取得批产订单。

图 3 公司营收结构分析 (亿元)

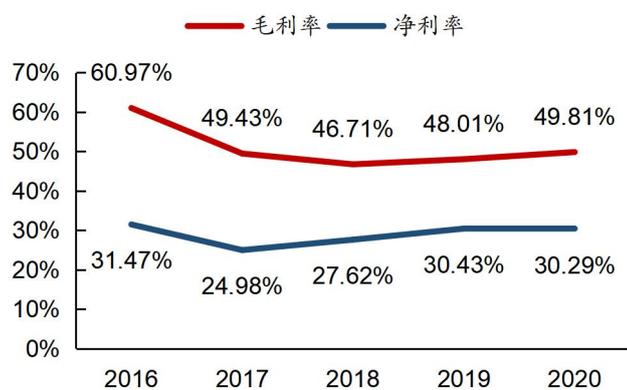


资料来源: Wind, 万和证券研究所

(二) 利润率基本稳定, 保持研发费用高投入

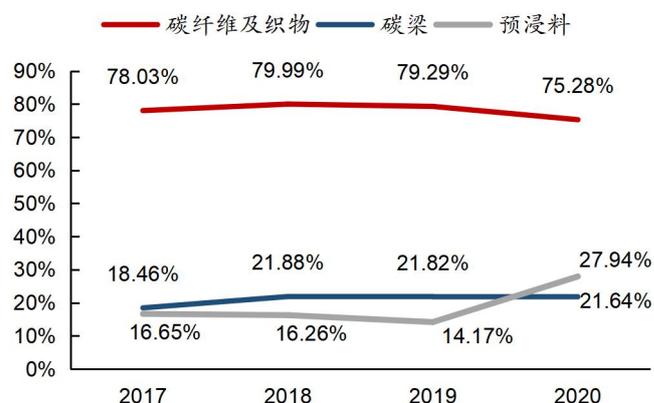
销售结构变化拉动毛利率上行。2020 年公司销售毛利率为 49.81%, 高于 2019 年的 48.01%; 净利率为 30.29%, 与 2019 年基本持平。分业务板块来看, 预浸料业务 2020 年毛利率提升明显, 主要是由于公司实行差异化竞争路线, 销售结构中军品等高端产品占比提升, 从而带动了该板块与公司整体毛利率的上行。

图 4 公司 2016-2020 年销售毛利率与净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

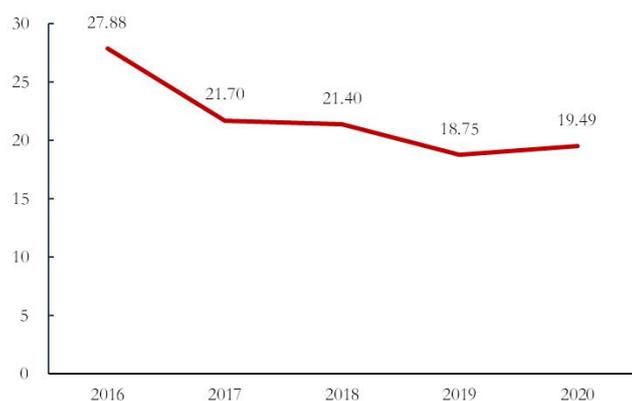
图 5 公司 2017-2020 年分行业毛利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

期间费用有所上升, 研发投入维持高水平。2020 年公司期间费用率为 19.49%, 高于 2019 年的 18.75%。主要原因一是汇率波动导致汇兑损失上升, 二是公司加大研发投入, 2020 年研发费用率 12.96%, 相比 2019 年的 11.08% 上升 1.88 个百分点。报告期内公司对 T800 级、T1000 级、M40J 级、M55J 级等碳纤维产品或项目进行应用验证, 推进 M40X、M65J 级、T1100 级等碳纤维与先进复合材料等项目研发, 有助于保持公司碳纤维行业龙头企业地位, 并在未来通过高端产品销售维持公司毛利率水平。

图 6 公司 2016-2020 年期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 7 公司 2018-2020 年研发投入 (亿元)

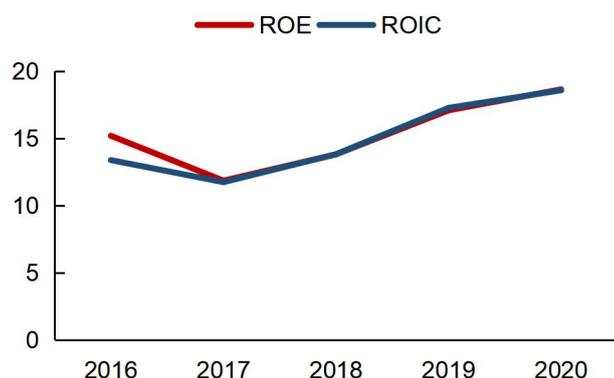


资料来源: Wind, 万和证券研究所

(三) 经营效率提升, 预付款高增反映高景气度

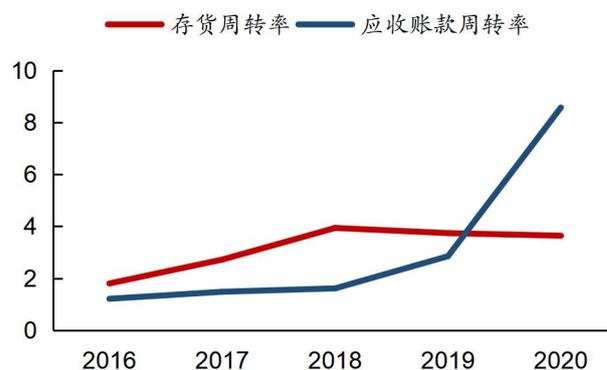
公司经营效率持续提升。公司近年 ROE 与 ROIC 维持上升态势, 2020 年分别为 18.65% 与 18.58%, 分别上升 1.56 个与 1.31 个百分点。存货周转率为 3.64, 延续了小幅下滑的趋势; 应收账款周转率大幅提升至 8.58。

图 8 公司 2016-2020 年 ROE 与 ROIC (%)



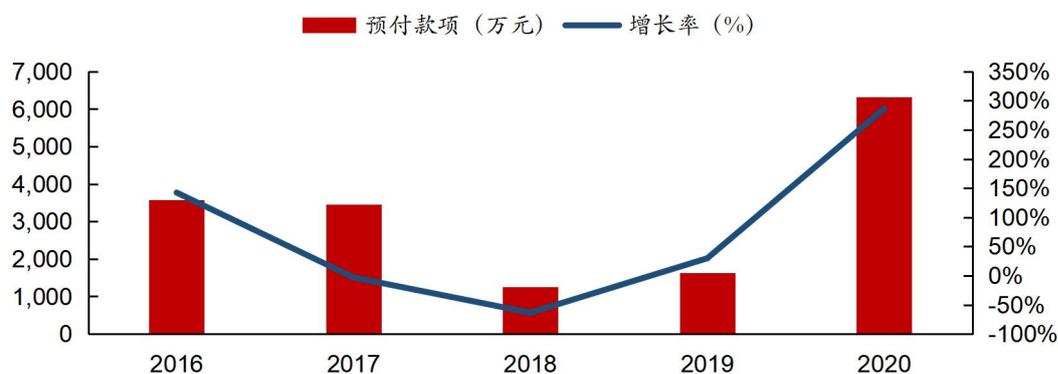
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 9 公司 2016-2020 年存货与应收账款周转率



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 10 公司预付款项分析



资料来源: Wind, 万和证券研究所

2020 年公司预付款项同比增长 286%，达到 6,330 万元，反映出下游需求旺盛，公司正处于加紧生产状态。

二、盈利预测

(一) 收入预测与假设

我们对公司 2021-2023 年的主营业务收入预测如下：

(1) 纤维与织物：需求方面，我们认为随着国内军民航空及航天领域规模扩大与新型号投产，飞行器数量及复合材料用量占比将持续提升，对于碳纤维与复材尤其是对各类高端产品的下游需求将持续走高。生产方面，公司“军民融合高强度碳纤维高效制备技术产业化项目”2000 吨产能已完成验收结项，预计 2021 年投产；同时公司内蒙古包头项目一期预计将在 2022 年一季度或上半年投产，可为公司扩大 4000 吨/年的产能。各款碳纤维新产品的研发与应用验证亦不断推进。预计在下游需求增加、公司产能提升、新产品投入应用等多因素影响下，公司 2021-2023 年该领域营收增长率可维持在 30%，毛利率分别为 73%、70%、70%。

(2) 风电碳梁：根据公司一季度业绩预告，由于原料供应持续紧张，碳梁业务依然存在下滑压力。但公司目前在手订单情况良好，同时维斯塔斯专利在 2021 年到期后预计下游对碳梁的需求将有一定上升。目前公司建设中项目可提升碳梁产能 20%，预计 2021 年投产。预计公司 2021-2023 年该领域营收增长率分别为 18%、25%、20%，毛利率维持在 22%。

(3) 预浸料：2021 年一季报业绩预告透露公司预浸料业务实现较快增长，预计公司预浸料 2021-2023 年营收增长率分别为 25%、22%、20%，毛利率预计可维持在 30% 水平。

(4) 制品及其他：预计公司该板块业务营收增长率保持在 10%，毛利率维持在 17%。

表 1 公司 2021-2023 年主营业务收入预测与假设

		2020A	2021E	2022E	2023E
纤维与织物	营收（百万）	1,078	1,401	1,822	2,368
	增长率	35%	30%	30%	30%
	毛利率	75%	73%	70%	70%
风电碳梁	营收（百万）	718	847	1,059	1,271
	增长率	7%	18%	25%	20%
	毛利率	22%	22%	22%	22%
预浸料	营收（百万）	236	295	360	432
	增长率	33%	25%	22%	20%
	毛利率	28%	30%	30%	30%
制品与其他	营收（百万）	71	78	86	95
	增长率	39%	10%	10%	10%
	毛利率	17%	17%	17%	17%
合计	营收（百万）	2,116	2,621	3,326	4,164
	增长率	23%	24%	27%	25%
	毛利率	50%	50%	49%	50%

资料来源：Wind，万和证券研究所

(二) 投资建议：首次给予公司“增持”评级

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.54 元、1.87 元、2.38 元，对应 PE 为 44 倍、36 倍、29 倍。公司是 A 股市场上碳纤维行业龙头企业之一，受益于中国军民用碳纤维复合材料需求的持续提升以及公司自身产能和产品线的扩张，首次覆盖给予公司“增持”评级。

三、风险提示

公司新产品研发不及预期；公司产能提升不及预期；全球经济复苏不及预期。

财务报表与财务指标

资产负债表(百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,846	3,683	4,751	6,165
现金	1,485	1,986	2,940	3,989
应收票据及应收账款	269	459	465	692
预付款项	63	46	95	78
存货	286	442	501	656
其他流动资产	743	750	750	750
非流动资产	1,802	1,973	2,011	2,017
长期投资	0	0	0	0
固定资产	855	1,137	1,254	1,316
在建工程	581	476	404	352
无形资产	260	255	249	244
其他非流动资产	107	105	105	105
资产总计	4,649	5,657	6,762	8,182
流动负债	510	692	830	1,017
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	409	574	698	863
预收账款	33	26	48	44
其他流动负债	52	50	50	50
非流动负债	422	425	425	425
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	422	425	425	425
负债合计	932	1,117	1,255	1,442
少数股东权益	81	81	81	81
股本	518	518	518	518
资本公积	1,526	1,526	1,526	1,526
留存收益	1,618	2,415	3,382	4,615
归属母公司股东权益	3,636	4,459	5,427	6,660
负债和股东权益总计	4,649	5,657	6,762	8,182

现金流量表(百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	956	762	1,138	1,229
净利润	641	797	967	1,233
折旧摊销	94	127	162	194
财务费用	17	-7	-10	-14
投资损失	-6	-6	-6	-6
营运资本变动	393	-149	24	-178
其他经营现金流	-184	0	0	0
投资活动现金流	-114	-294	-194	-194
筹资活动现金流	-182	33	10	14
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.24	1.54	1.87	2.38
每股经营现金流(最新摊薄)	1.84	1.47	2.20	2.37
每股净资产(最新摊薄)	7.01	8.60	10.47	12.85

资料来源: Wind, 万和证券研究所

利润表(百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,116	2,621	3,326	4,164
营业成本	1,062	1,311	1,696	2,082
税金及附加	18	21	27	33
销售费用	31	37	47	58
管理费用	90	105	133	167
研发费用	274	341	432	541
财务费用	17	-7	-10	-14
资产减值损失	-2	-1	0	0
信用减值损失	7	-7	-5	-5
公允价值变动收益	17	0	0	0
投资净收益	6	6	6	6
其他收益	77	77	77	77
营业利润	729	889	1,079	1,374
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	725	885	1,075	1,370
所得税	84	89	107	137
税后利润	641	797	967	1,233
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	642	797	967	1,233
EBITDA	840	1,009	1,231	1,555

主要财务比率

	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	23.4	23.9	26.9	25.2
营业利润(%)	16.1	21.9	21.3	27.4
归母净利润(%)	23.0	24.1	21.4	27.5
获利能力				
毛利率(%)	49.8	50.0	49.0	50.0
净利率(%)	30.3	30.4	29.1	29.6
ROE(%)	17.6	17.9	17.8	18.5
ROIC(%)	36.2	37.4	39.3	49.7
偿债能力				
资产负债率(%)	20.0	19.7	18.6	17.6
流动比率	5.6	5.3	5.7	6.1
速动比率	5.0	4.7	5.1	5.4
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	8.5	8.0	8.0	8.0
应付账款周转率	8.9	9.0	8.8	9.0
估值比率				
P/E	54.7	44.1	36.3	28.5
P/B	9.7	7.9	6.5	5.3
EV/EBITDA	53.2	32.8	26.1	20.0

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，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。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>