

光威复材 (300699.SZ)

多层次产品战略稳健成长，应用布局持续推进

买入

核心观点

全年业绩稳健增长，多因素致 22Q1 同比小幅下滑。2021 年公司实现营收 26.07 亿元，同比+23.3%，归母净利 7.58 亿元，同比+18.2%，扣非归母净利 7.13 亿元，同比+26.0%，EPS 为 1.46 元/股，基本符合预期，并拟 10 派 5 元（含税），尽管受量产定型碳纤维产品降价影响，全年业绩稳健增长，显示出较高的业务稳定性和盈利质量。公司预计 2022Q1 实现营收 5.91 亿元，同比-5.5%，归母净利 2.07 亿元，同比-5.4%，其中碳纤维（含织物）/风电碳梁/预浸料分别实现收入 3.84/1.41/0.48 亿元，同比-7%/+2%/-56%，主因 1）批量供货的定型碳纤维产品同比降价；2）Q1 疫情导致部分业务停工停产、物流中断，影响生产交付；3）上年同期贡献较大的风电预浸料阶段性订单结束。

碳纤维稳定成长，碳梁盈利环比改善，预浸料结构优化快速增长。2021 年碳纤维、碳梁、预浸料三大业务贡献收入 93.7%，其中：1）碳纤维及织物收入 12.75 亿元，同比+18.32%，占比 48.92%，毛利率 70.05%，同比-5.23pct，主因量产定型碳纤维产品价格下降以及产品结构变化所致，其中定型和非定型纤维分别实现收入 9.03/3.72 亿元，毛利率 82.7%/39.4%，非定型纤维受益于以 M40J/M55J 级碳纤维和以 T700S/T800S 级干喷湿纺碳纤维为产品的两个募投项目陆续批产贡献业绩，同时 T800H 级碳纤维随着验证项目推进、验证性生产交付规模逐渐增大；2）碳梁收入 8.08 亿元，同比+12.56%，占比 30.99%，毛利率 15.07%，同比-6.56pct，碳纤维供应短缺导致 H1 订单交付不足，同时碳纤维和树脂价格上涨拖累盈利，但 H2 受益公司多措并举，毛利率环比改善至 17.42%；3）预浸料收入 3.59 亿元，同比+51.94%，占比 13.78%，毛利率 28.15%，同比+1.26pct，主要受益于风电领域及航空航天、船舶、电子等高端装备领域需求拉动，产品结构进一步优化，高附加值比例提升。

风险提示：疫情反复影响生产交付；原材料涨价超预期；项目投产不及预期

投资建议：聚焦碳纤维主业，材料应用并重构筑长期发展潜力，维持“买入”

公司作为我国少数实现碳纤维全产业链布局的领军企业，产品技术储备充足，研发验证有序推进，多层次产品战略有望次第发力，持续提高核心竞争力，同时项目建设稳步实施，不断夯实未来增长基础，并积极向下游复合材料领域延伸，通过控股威海光晟和北京蓝科持续完善产业布局，从以材料为主过渡到材料与应用并重的新阶段。受益于碳纤维及复合材料应用领域快速拓展，成长空间有望持续打开，长期增长潜力可期。预计 22-24 年 EPS 分别为 1.81/2.19/2.59 元/股，对应 PE 为 27.8/23.1/19.5x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,116	2,607	3,229	4,036	5,012
(+/-%)	23.4%	23.2%	23.8%	25.0%	24.2%
净利润(百万元)	642	758	940	1134	1345
(+/-%)	23.0%	18.2%	24.0%	20.6%	18.6%
每股收益(元)	1.24	1.46	1.81	2.19	2.59
EBIT Margin	43.2%	39.3%	38.9%	38.1%	36.2%
净资产收益率 (ROE)	17.6%	18.3%	20.0%	21.0%	21.7%
市盈率 (PE)	40.8	34.5	27.8	23.1	19.5
EV/EBITDA	26.9	23.5	20.1	16.3	14.2
市净率 (PB)	7.19	6.31	5.55	4.85	4.22

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·其他建材

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

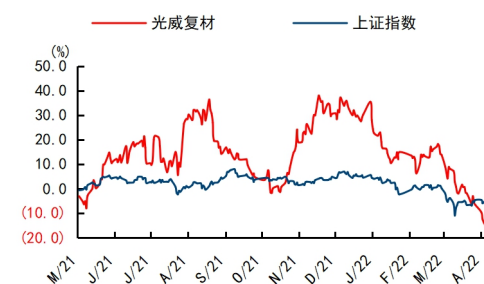
fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	52.08 元
总市值/流通市值	26977/26457 百万元
52 周最高价/最低价	88.28/51.91 元
近 3 个月日均成交额	378.24 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《光威复材-300699-2021 年中报点评：聚焦碳纤维主业，长期增长潜力可期》——2021-08-28
- 《光威复材-300699-2020 年年报点评：业绩符合预期，高质量发展稳健前行》——2021-04-01
- 《光威复材-300699-2020 年中报点评：军品业务稳步增长，项目建设顺利推进》——2020-08-12
- 《光威复材-300699-2019 年年报点评：军品、民品稳定增长，全年业绩符合预期》——2020-04-06
- 《光威复材-300699-2019 年中报点评：业绩表现强劲，盈利能力进一步提升》——2019-08-22

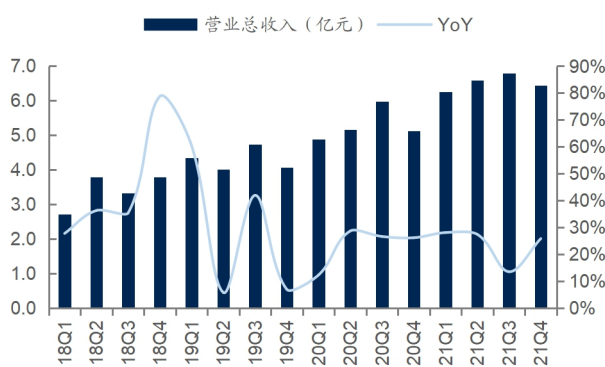
全年业绩稳健增长,多因素致22Q1同比小幅下滑。2021年公司实现营业收入26.07亿元,同比+23.3%,归母净利润7.58亿元,同比+18.2%,扣非归母净利润7.13亿元,同比+26.0%,EPS为1.46元/股,基本符合预期,并拟10派5元(含税),尽管受量产定型碳纤维产品降价影响,全年业绩稳健增长,显示出较高的业务稳定性和盈利质量;其中Q4单季度实现营业收入6.45亿元,同比+25.8%,归母净利润1.4亿元,同比+19.5%,扣非归母净利润1.33亿元,同比+32.1%。同时,公司预计2022Q1实现营业收入5.91亿元,同比-5.5%,归母净利润2.07亿元,同比-5.4%,其中碳纤维(含织物)/风电碳梁/预浸料分别实现收入3.84/1.41/0.48亿元,同比-7%/+2%/-56%,主因1)批量供货的定型碳纤维产品同比降价;2)Q1疫情导致部分业务停工停产、物流中断,影响生产交付;3)上年同期贡献较大的风电预浸料阶段性订单结束。

图1: 光威复材营业收入及增速(单位: 亿元、%)



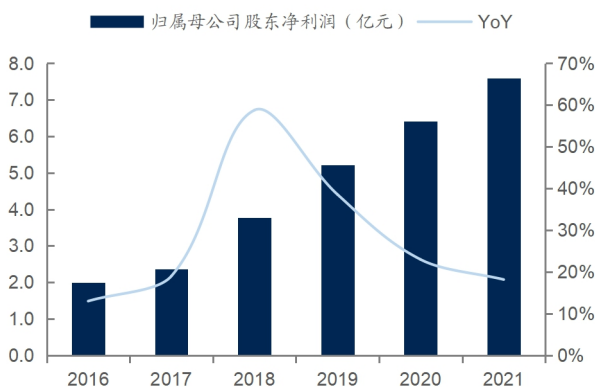
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 光威复材单季营业收入及增速(单位: 亿元、%)



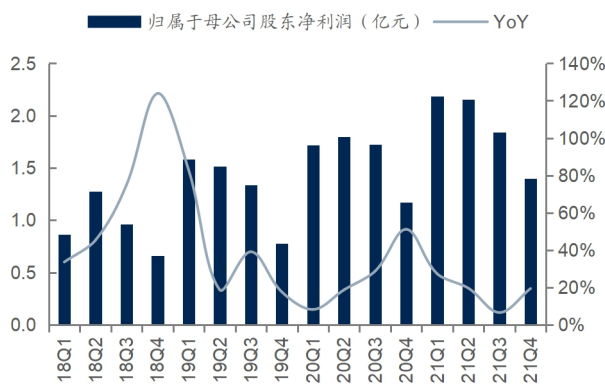
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 光威复材归母净利润及增速(单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 光威复材单季归母净利润及增速(单位: 亿元、%)

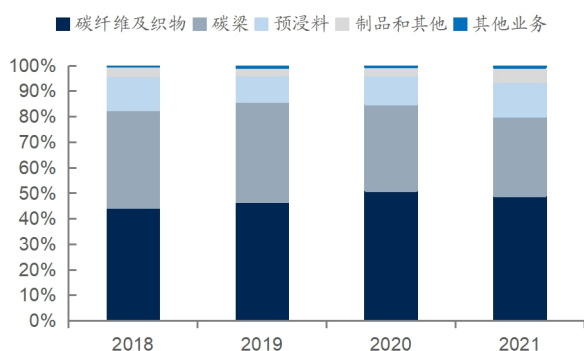


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

碳纤维稳定成长,碳梁盈利环比改善,预浸料结构优化快速增长。2021年碳纤维、碳梁、预浸料三大业务贡献收入93.7%,其中:1)碳纤维及织物收入12.75亿元,同比+18.32%,占比48.92%,同比-2.04pct,毛利率70.05%,同比-5.23pct,主因量产定型碳纤维产品价格下降以及产品结构变化所致,其中定型和非定型纤维分别实现收入9.03/3.72亿元,毛利率82.7%/39.4%,非定型纤维受益于以M40J/M55J级碳纤维和以T700S/T800S级干喷湿纺碳纤维为产品的两个募投项目

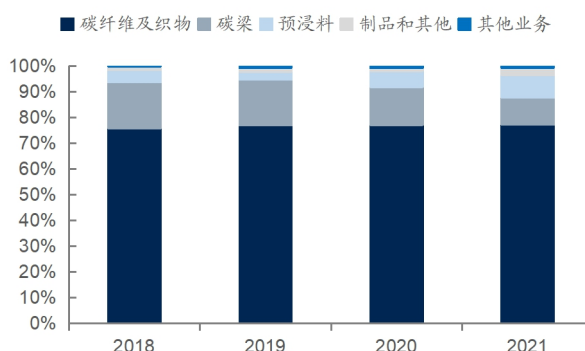
陆续批产贡献业绩，同时 T800H 级碳纤维随着验证项目推进、验证性生产交付规模逐渐增大；2) 碳梁收入 8.08 亿元，同比+12.56%，占比 30.99%，同比-2.94pct，毛利率 15.07%，同比-6.56pct，原材料碳纤维供应短缺导致 H1 订单交付不足，同时碳纤维和树脂价格上涨拖累盈利，但 H2 受益于公司多措并举，毛利率环比改善至 17.42%；3) 预浸料收入 3.59 亿元，同比+51.94%，占比 13.78%，同比+2.6pct，毛利率 28.15%，同比+1.26pct，主要受益于风电领域以及航空航天、船舶、电子等高端装备领域需求拉动，产品结构进一步优化，高附加值比例提升；4) 复合材料板块和精密机械板块继续作为重点培育业务，分别实现收入 0.96/0.48 亿元，同比+141%/+60.46%。

图5：光威复材分产品收入结构（单位：%）



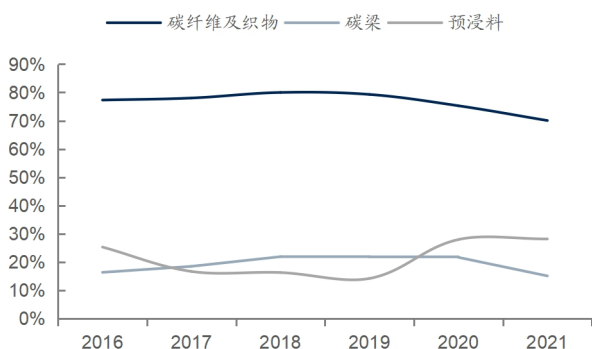
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：光威复材分产品毛利结构（单位：%）



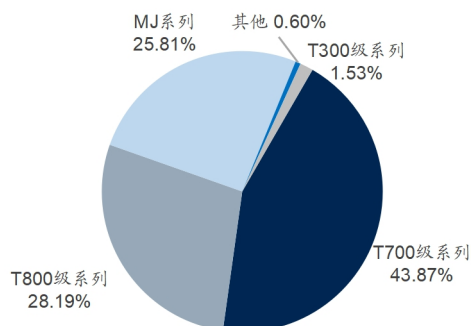
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：光威复材分产品毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：2021 年光威复材非定型碳纤维产品收入结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

研发验证有序推进，项目建设稳步实施。新项目、新产品、新技术研发验证有序推进，其中纤维板块：1) 以综合第一通过超高模量 M65J 项目的全国竞标，继续领跑；2) 对标世界先进水平的最新型号 T1100G 级和 M40X 级产品实现关键技术突破；3) T800H 级航空应用项目验证工作碳纤维研制环节任务基本完成，现有 105 吨产能的产线能够满足验证及小批量交付需求，同时开展产业化生产线等同性验证工作；4) T700S 级 / T800S 级碳纤维产品在某重大壳体应用项目全国择优评比中，经过多轮取样测试，成为重要参研单位及供应商；预浸料板块：成功开发并向客户交付风电预浸料后，又开发出无人机预浸料和适用大型自动铺贴装备使用的预浸丝/带等产品，开发的阻燃预浸料顺利通过商飞 PCD 审核并获得 PCD 预批准；

能源新材料板块：开发的碳纤维方管和建筑补强板实现批量生产，开发碳玻混拉挤板，与多个新客户开展产品认证工作；**复合材料板块：**完成了 TP500 等无人机的首架交付，H118、AR500 等重点项目进展顺利，*用大型风帆帆叶、防暴头盔、消防工作梯、伸缩内藏式**梯等新产品、新应用不断拓展。

同时，项目建设稳步实施，其中**纤维板块：**1) 完成某定型碳纤维产品原丝产能异地重建的等同性验证工作，有效缓解该型号碳纤维原丝产能瓶颈，使该型号碳纤维产能增至 500t/a 左右；2) 包头一期 4000 吨低成本碳纤维项目计划 2022 年内建成投产；3) 新建和改建两条碳纤维生产线，计划 2022 年内投产，其中新建以 QM4035/QM4050 为目标的多功能碳纤维生产线 30t/a，满足航天工程以及高端民品对高强高模碳纤维应用需求的快速增长，并通过技改在原实验线基础上形成一条千吨级产业化生产线，用于湿法 800 级/700 级等产品生产，为下游航空装备领域应用需求或潜在订单做产能储备；**能源新材料板块：**完成了 10 条合计年产 170 万米碳梁生产线，并新增 10 条合计 170 万米碳梁产能建设项目，预计 2022 年投产，建成后将拥有 70 条碳梁生产线，合计年产 1190 万米碳梁，为后期国内主机厂基于碳梁工艺形成的增量风电市场储备必要合理产能；**复合材料板块：**先进复材研发中心二期建设基本完成，2#复合材料厂房已进入试用生产阶段，3600 平方米的航空航天装配中心已进入内部施工阶段，基本形成了以一期研发中心为主体的热压罐工艺及配套的高端复材业务的科研生产线、以二期厂房为主体的模压型材、管材和无人机等业务的批量化生产线。

聚焦碳纤维主业，材料/应用并重构筑长期发展潜力，维持“买入”评级。公司作为我国少数实现碳纤维全产业链布局的领军企业，产品技术储备充足，研发验证有序推进，多层次产品战略有望次第发力，持续提高核心竞争力，同时项目建设稳步实施，不断夯实未来增长基础，并积极向下游复合材料领域延伸，通过控股威海光晟和北京蓝科持续完善产业布局，从以材料为主过渡到材料与应用并重的新阶段。受益于碳纤维及复合材料应用领域快速拓展，成长空间有望持续打开，长期增长潜力可期。预计 22-24 年 EPS 分别为 1.81/2.19/2.59 元/股，对应 PE 为 27.8/23.1/19.5x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1485	1949	2000	2040	2101	营业收入	2116	2607	3229	4036	5012
应收款项	269	453	566	715	897	营业成本	1062	1449	1808	2301	2957
存货净额	286	412	520	667	872	营业税金及附加	18	21	27	33	41
其他流动资产	806	480	1614	1380	2110	销售费用	31	17	21	26	33
流动资产合计	2846	3293	4701	4802	5980	管理费用	90	95	116	139	165
固定资产	1435	1835	2281	2723	3175	财务费用	17	10	(3)	8	(2)
无形资产及其他	260	234	324	425	537	投资收益	6	2	0	0	0
投资性房地产	107	197	197	197	197	资产减值及公允价值变动	19	10	10	10	10
长期股权投资	0	0	(14)	(20)	(31)	其他收入	(193)	(174)	(200)	(250)	(300)
资产总计	4649	5559	7489	8127	9858	营业利润	729	852	1070	1290	1528
短期借款及交易性金融负债	0	3	1052	486	675	营业外净收支	(4)	(1)	(5)	(5)	(5)
应付款项	409	616	809	1181	1758	利润总额	725	852	1065	1285	1523
其他流动负债	101	140	169	217	278	所得税费用	84	95	128	154	183
流动负债合计	510	759	2030	1884	2711	少数股东损益	(1)	(2)	(3)	(3)	(4)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	642	758	940	1134	1345
其他长期负债	422	535	633	738	839						
长期负债合计	422	535	633	738	839	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	932	1294	2662	2622	3550	净利润	642	758	940	1134	1345
少数股东权益	81	118	116	113	110	资产减值准备	2	(1)	(4)	(2)	(2)
股东权益	3636	4146	4711	5391	6197	折旧摊销	94	144	177	227	269
负债和股东权益总计	4649	5559	7489	8127	9858	公允价值变动损失	(19)	(10)	(10)	(10)	(10)
						财务费用	17	10	(3)	8	(2)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	157	285	(1041)	462	(380)
每股收益	1.24	1.46	1.81	2.19	2.59	其它	(3)	(0)	1	(1)	(1)
每股红利	0.50	0.50	0.73	0.87	1.04	经营活动现金流	873	1175	65	1810	1221
每股净资产	7.01	8.00	9.09	10.40	11.96	资本开支	0	(546)	(700)	(758)	(821)
ROIC	25%	23%	22%	23%	25%	其它投资现金流	449	0	0	0	0
ROE	18%	18%	20%	21%	22%	投资活动现金流	477	(546)	(686)	(751)	(811)
毛利率	50%	44%	44%	43%	41%	权益性融资	(9)	40	0	0	0
EBIT Margin	43%	39%	39%	38%	36%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	48%	45%	44%	44%	42%	支付股利、利息	(259)	(259)	(376)	(453)	(538)
收入增长	23%	23%	24%	25%	24%	其它融资现金流	(206)	313	1049	(566)	189
净利润增长率	23%	18%	24%	21%	19%	融资活动现金流	(734)	(165)	673	(1019)	(349)
资产负债率	22%	25%	37%	34%	37%	现金净变动	616	464	51	40	61
息率	1.0%	1.0%	1.4%	1.7%	2.1%	货币资金的期初余额	869	1485	1949	2000	2040
P/E	40.8	34.5	27.8	23.1	19.5	货币资金的期末余额	1485	1949	2000	2040	2101
P/B	7.2	6.3	5.6	4.9	4.2	企业自由现金流	1059	792	(457)	1284	667
EV/EBITDA	26.9	23.5	20.1	16.3	14.2	权益自由现金流	853	1105	595	712	858

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032