

碳纤维主业韧性显现，复材板块弹性可期

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2021 年实现收入 26.1 亿元，同比增长 23.3%，实现归母净利润 7.6 亿元，同比增长 18.2%。其中单 Q4 公司实现收入 6.4 亿元，同比 25.8%，归母净利润 1.4 亿元，同比 19.5%。
- **收入增长总体稳健，预浸料、复材及设备板块表现亮眼。** 分业务板块来看，1) 碳纤维及织物板块实现收入 12.8 亿元，增速 18.3%。其中定型碳纤维产品贡献收入 9 亿元，占比 71%，该型号产品增速受到军品集采降价影响；T700 级产品收入 1.6 亿元，占比 13%；T800 级产品收入 1 亿元，占比 8%；高强高模系列产品收入 1 亿元，占比 8%。2) 能源新材料板块（主要产品为风电碳梁）实现收入 8.1 亿元，增速 12.6%，碳梁业务所用的主要原材料（即外购碳纤维）供应紧张导致订单交付不足，增速有所下降。3) 通用新材料板块（主要产品为预浸料）实现收入 3.6 亿元，增速 51.9%，其中风电预浸料贡献近 1 亿收入，高附加值产品占比明显提升。4) 复合材料板块实现收入 1 亿元，增速 141%。5) 光威精机板块（设备）实现收入 0.5 亿元，增速 60.5%。
- **碳纤维及碳梁两大板块盈利略有承压，现金流充沛。** 公司 2021 年综合毛利率 44.4%，同比减少 4.8pp，其中碳纤维及织物板块毛利率 70%，同比减少 5.1pp，主要系军品降价、相对低端的民品比重大幅增加所致；碳梁板块毛利率 15.1%，同比减少 5.5pp，主要受到原材料碳纤维及树脂价格大涨的不利影响；预浸料、复材业务板块盈利能力同比有所提升。费用率方面，公司全年费用率 13.6%，同比减少 5.9pp，销售/管理/研发/财务费用率分别同比减少 0.8/0.6/4.1/0.4pp，研发支出大幅缩减主要系 T800H 级项目碳纤维研制环节任务基本完成以及 M40J 级项目结题。公司全年净利率 29%，同比减少 1.3pp。现金流方面，公司经营性现金流净额 12 亿元，增速 25.2%，净利润现金含量为 1.58，现金流情况良好。
- **碳纤维主业持续做强做大，全产业链优势逐步彰显。** 光威复材作为国产碳纤维领域的龙头企业，经营稳健，军民品业务协同发展，产品矩阵丰富，在航空航天、风电、气瓶、光伏等高景气需求的拉动下有望保持良好的发展势头。此外，公司立足碳纤维主业，逐步实现了从碳纤维到中间制品再到终端复合材料的全产业链布局，有望不断培育出新的业绩增长点，进一步巩固公司竞争力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.6、12.7、15.8 亿元，对应 PE 为 28X、21X、17X。公司质地优秀，具备长期增长实力，目前估值处于底部区间，长期看好，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 军品价格波动风险；产能投放进度不及预期风险。

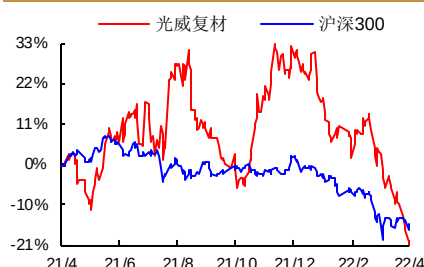
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2607.31	3201.91	4200.76	5148.26
增长率	23.25%	22.81%	31.20%	22.56%
归属母公司净利润(百万元)	758.38	955.77	1265.56	1579.75
增长率	18.18%	26.03%	32.41%	24.83%
每股收益 EPS(元)	1.46	1.84	2.44	3.05
净资产收益率 ROE	17.73%	18.79%	20.54%	21.10%
PE	35	27.9	21.1	16.9
PB	6.44	5.37	4.42	3.62

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛
 执业证号: S1250519080004
 电话: 021-58351679
 邮箱: smg@swsc.com.cn
 联系人: 陈冠宇
 电话: 021-58351679
 邮箱: chgyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.18
流通 A 股(亿股)	5.08
52 周内股价区间(元)	51.48-86.33
总市值(亿元)	266.85
总资产(亿元)	55.59
每股净资产(元)	8.00

相关研究

1. 光威复材(300699): 军民品碳纤维并重, 复材业务蓄势待发 (2021-11-04)
2. 光威复材(300699): 碳纤维主业稳定增长, 基本面高成长趋势不改 (2021-10-26)

关键假设：

假设 1：公司在材料端积淀深厚，其中定型碳纤维产品持续放量，同时其他非定型纤维产品不断扩充。假设价格不变（实际上军品存在集采降价），假设 2022-2024 年销量分别同比增长 25%、40%、25%；考虑到军品降价及民品规模、占比不断提升，假设 2022-2024 年毛利率分别为 67%、65%、65%。

假设 2：风电是碳纤维一大终端应用，随着国内外主机厂对碳纤维叶片的持续研发和运用，风电碳梁业务有望维持高增长。假设价格不变，2022-2024 年碳梁销量增速分别为 32%、25%、20%；随着价格传导机制的陆续畅通，我们预计碳梁板块毛利率相较于 2021 年将逐渐恢复，假设 2022-2024 年毛利率分别为 19%、20%、21%。

假设 3：2021 年风电用预浸料对预浸料板块的整体收入贡献较大，考虑到该块业务不具备持续性，假设价格不变，预计 2022-2024 年预浸料销量增速分别为-12%、5%、5%；毛利率分别为 27.5%、27.5%、28%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
碳纤维及织物	收入	1275.37	1594.2	2231.9	2789.9
	增速	18.3%	25.0%	40.0%	25.0%
	毛利率	70.0%	67.0%	65.0%	65.0%
风电碳梁	收入	807.88	1066.4	1333.0	1599.6
	增速	12.6%	32.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	15.1%	19.0%	20.0%	21.0%
预浸料	收入	359.22	316.3	332.1	348.7
	增速	51.9%	-12.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	28.1%	27.5%	27.5%	28.0%
合计	收入	2607.3	3201.9	4200.8	5148.3
	增速	23.2%	22.8%	31.2%	22.6%
	毛利率	44.4%	44.6%	45.3%	46.1%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.6、12.7 和 15.8 亿元，对应 PE 分别为 28、21 和 17 倍。公司质地优秀，具备长期增长实力，目前估值处于底部区间，持续看好，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
688295	中复神鹰	31.29	0.35	0.57	0.84	1.14	-	55.16	37.44	27.35
300777	中简科技	46.09	0.60	1.17	1.69	-	76.45	39.34	27.22	-
平均值							-	47.25	32.33	-

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2607.31	3201.91	4200.76	5148.26	净利润	756.19	955.77	1265.56	1579.75
营业成本	1449.05	1774.44	2297.93	2774.16	折旧与摊销	144.51	98.35	162.20	239.13
营业税金及附加	21.49	27.22	35.19	43.11	财务费用	9.53	6.40	8.40	10.30
销售费用	17.43	32.02	42.01	51.48	资产减值损失	-0.83	0.00	0.00	0.00
管理费用	95.31	256.15	357.06	463.34	经营营运资本变动	252.10	362.66	-58.84	-116.65
财务费用	9.53	6.40	8.40	10.30	其他	34.69	-14.21	-13.07	-32.83
资产减值损失	-0.83	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1196.17	1408.98	1364.25	1679.69
投资收益	1.60	0.00	0.00	20.00	资本支出	-517.62	-2000.00	-2000.00	-2000.00
公允价值变动损益	9.35	14.21	13.07	12.83	其他	-32.07	14.21	13.07	32.83
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-549.69	-1985.79	-1986.93	-1967.17
营业利润	852.45	1119.89	1473.23	1838.69	短期借款	0.00	0.00	852.64	835.14
其他非经营损益	-0.89	-2.03	-1.65	-1.78	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	851.56	1117.86	1471.58	1836.92	股权融资	3.09	0.00	0.00	0.00
所得税	95.37	162.09	206.02	257.17	支付股利	0.00	-151.68	-191.15	-253.11
净利润	756.19	955.77	1265.56	1579.75	其他	-199.03	9.30	-8.40	-10.30
少数股东损益	-2.20	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-195.94	-142.37	653.09	571.73
归属母公司股东净利润	758.38	955.77	1265.56	1579.75	现金流量净额	440.45	-719.19	30.41	284.25
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1949.00	1229.82	1260.23	1544.48	成长能力				
应收和预付款项	496.19	562.87	721.12	926.49	销售收入增长率	23.25%	22.81%	31.20%	22.56%
存货	411.98	504.48	653.32	788.71	营业利润增长率	16.90%	31.37%	31.55%	24.81%
其他流动资产	436.03	46.29	60.73	74.43	净利润增长率	18.02%	26.39%	32.41%	24.83%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	19.71%	21.68%	34.23%	27.03%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1834.91	3745.04	5591.32	7360.68	毛利率	44.42%	44.58%	45.30%	46.11%
无形资产和开发支出	233.56	226.16	218.76	211.37	三费率	4.69%	9.20%	9.70%	10.20%
其他非流动资产	197.10	196.02	194.93	193.84	净利率	29.00%	29.85%	30.13%	30.69%
资产总计	5558.76	6510.67	8700.42	11100.00	ROE	17.73%	18.79%	20.54%	21.10%
短期借款	0.00	0.00	852.64	1687.78	ROA	13.60%	14.68%	14.55%	14.23%
应付和预收款项	689.51	848.28	1099.23	1326.36	ROIC	26.98%	25.52%	22.23%	20.10%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	38.60%	38.25%	39.13%	40.56%
其他负债	604.54	574.90	586.64	597.32	营运能力				
负债合计	1294.05	1423.17	2538.51	3611.46	总资产周转率	0.51	0.53	0.55	0.52
股本	518.35	518.35	518.35	518.35	固定资产周转率	2.33	1.64	1.29	1.08
资本公积	1529.19	1529.19	1529.19	1529.19	应收账款周转率	8.07	7.56	8.28	7.87
留存收益	2117.53	2921.63	3996.03	5322.67	存货周转率	4.15	3.87	3.97	3.85
归属母公司股东权益	4146.38	4969.17	6043.58	7370.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.13%	—	—	—
少数股东权益	118.33	118.33	118.33	118.33	资本结构				
股东权益合计	4264.71	5087.50	6161.91	7488.54	资产负债率	23.28%	21.86%	29.18%	32.54%
负债和股东权益合计	5558.76	6510.67	8700.42	11100.00	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	33.59%	46.73%
					流动比率	4.34	2.64	1.35	1.08
					速动比率	3.80	2.07	1.02	0.83
					股利支付率	0.00%	15.87%	15.10%	16.02%
					每股指标				
					每股收益	1.46	1.84	2.44	3.05
					每股净资产	8.00	9.59	11.66	14.22
					每股经营现金	2.31	2.72	2.63	3.24
					每股股利	0.00	0.29	0.37	0.49
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1006.48	1224.64	1643.83	2088.12					
PE	35.19	27.92	21.09	16.89					
PB	6.44	5.37	4.42	3.62					
PS	10.23	8.33	6.35	5.18					
EV/EBITDA	24.39	20.63	15.87	12.76					
股息率	0.00%	0.57%	0.72%	0.95%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn