

降价压力释放，经营效益提升，净利率创新高

核心观点

事件：公司发布 22 年中报，上半年公司实现营收 13.14 亿元 (+2.42%)，实现归母净利润 5.06 亿元 (+16.48%)，扣非净利 4.81 亿元 (+19.69%)。

- **收入增速较 Q1 回升明显，新业务增量较多。**上半年公司实现营收 13.14 亿元 (+2%)，综合毛利率 55.06% (+4.53pct)。分业务看：1) 碳纤维及织物 H1 收入 8.01 亿元 (+10%，Q1 为+7%)，毛利率 73.39% (-2.10pct)；2) 碳梁 H1 收入 3.21 亿元 (+3%，Q1 为+2%)，毛利率 22.54% (+12.82pct)；3) 预浸料 H1 收入 1.35 亿元 (-32%，Q1 为-56%)，业务下滑主要受上年同期风电预浸料阶段性订单结束所致，毛利率 35.50% (+6.65%)；4) 复合材料 H1 收入 2912 万元 (+5%，Q1 为-33%)，报告期内复材制件、无人机等重点项目进展顺利；5) 精密机械 H1 收入 1428 万元 (+12%，Q1 为 102%)；6) 光晟科技创收 925 万元，报告期内火箭发动机壳体、翼型风帆等各个研发项目进展顺利。
- **毛利率上升叠加汇兑收益，净利率创历史新高。**得益于财务费用率下降 3.52pct (主要系汇率波动形成 3924 万元汇兑收益所致)，上半年公司期间费用率 10.12% (-1.99pct)。在毛利率提升 4.53pct 的基础上，费用率下降对冲了所得税率的上升，上半年公司实现净利率 38.25% (+4.50pct)，创历史新高。
- **积极生产备货，其他非流动资产大幅增加。**上半年公司经营净现金流为-2.62 亿元，主要为应对疫情而多备料备产所致。报告期末，公司其他非流动资产 2.07 亿元 (较期初+82%)，为内蒙古光威预付设备款增加所致，说明包头项目顺利推进。
- **降价压力释放，公司有望重回高增长。**降价压力释放，从 Q3 开始公司将重新启航，并有望在 23 年迎来高增长：1) 23 年公司军品将享受纯量增的逻辑，纤维、制件等新业务也将贡献增量；2) 包头 4000 吨干法纤维建设顺利，有望贡献可观增量；3) 随着后续越来越多企业启用碳梁结构，公司对业务 23 年有望迎来放量。此外，管理层在今年 4 月底做了上市后的第二期股权激励，说明对未来信心十足。

盈利预测与投资建议

- 根据中报毛利率和费用率，调整 22-24 年每股收益为 1.81、2.43、3.32 元 (原为 1.77、2.25、2.93 元)，参考可比公司 22 年 50 倍市盈率，给予目标价 90.50 元，维持买入评级。

风险提示

包头项目不及预期；民品纤维降价风险

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,116	2,607	3,008	4,322	5,759
同比增长(%)	23.4%	23.2%	15.4%	43.7%	33.3%
营业利润(百万元)	729	852	1,056	1,417	1,938
同比增长(%)	16.1%	16.9%	23.8%	34.3%	36.8%
归属母公司净利润(百万元)	642	758	937	1,258	1,721
同比增长(%)	23.0%	18.2%	23.5%	34.3%	36.8%
每股收益(元)	1.24	1.46	1.81	2.43	3.32
毛利率(%)	49.8%	44.4%	47.1%	45.6%	44.7%
净利率(%)	30.3%	29.1%	31.1%	29.1%	29.9%
净资产收益率(%)	18.6%	19.5%	20.3%	21.9%	23.8%
市盈率	63.0	53.3	43.2	32.2	23.5
市净率	11.1	9.8	7.9	6.4	5.0

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 买入 (维持)

股价 (2022年08月16日)	78.04 元
目标价格	90.50 元
52 周最高价/最低价	87.45/41.9 元
总股本/流通 A 股 (万股)	51,835/50,973
A 股市值 (百万元)	40,452
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2022 年 08 月 17 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	5.04	14.12	48.08	-2.36
相对表现	5.9	16.42	48.68	21.9
沪深 300	-0.86	-2.3	-0.6	-24.26



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

联系人

丁昊	dinghao@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

新老产品完成过渡，22 年业绩有望重回高速增长通道	2022-04-14
业绩符合预期，看好碳纤维平台型企业的全方位成长空间	2021-08-29
多元化业务带来新增长极，看好公司持续成长确定性	2021-04-01

附录：

表 1：光威复材可比上市公司估值

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2022/8/15	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E
钢研高纳	300034	50.97	0.63	0.84	1.24	1.72	81.32	60.77	41.20	29.57
中航高科	600862	25.99	0.42	0.56	0.75	0.97	61.22	46.71	34.69	26.85
宝钛股份	600456	55.80	1.17	1.74	2.20	2.70	47.58	32.00	25.31	20.69
中航沈飞	600760	66.17	0.86	1.14	1.51	1.94	76.51	58.07	43.91	34.09
中简科技	300777	48.16	0.46	1.08	1.52	1.91	105.18	44.56	31.77	25.16
	调整后 平均						73.02	49.78	35.89	27.19

注：“调整后”为去掉最高、最低估值后的平均估值水平

数据来源：朝阳永续，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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,485	1,949	608	992	1,817	营业收入	2,116	2,607	3,008	4,322	5,759
应收票据、账款及款项融资	955	834	2,527	3,630	4,838	营业成本	1,062	1,449	1,591	2,350	3,187
预付账款	63	44	50	72	96	营业税金及附加	18	21	25	36	47
存货	286	412	398	588	797	营业费用	31	17	19	23	28
其他	56	55	475	463	451	管理费用及研发费用	364	328	467	560	630
流动资产合计	2,846	3,293	4,058	5,745	7,999	财务费用	17	10	(52)	(8)	(14)
长期股权投资	0	0	34	34	34	资产、信用减值损失	(6)	(7)	0	0	0
固定资产	855	1,384	1,507	1,696	1,731	公允价值变动收益	17	9	5	5	5
在建工程	581	450	608	354	227	投资净收益	6	2	2	2	2
无形资产	260	234	228	223	217	其他	77	53	90	50	50
其他	107	197	129	127	124	营业利润	729	852	1,056	1,417	1,938
非流动资产合计	1,802	2,266	2,506	2,433	2,333	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	4,649	5,559	6,565	8,178	10,332	营业外支出	5	2	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	725	852	1,055	1,416	1,938
应付票据及应付账款	409	616	659	959	1,325	所得税	84	95	118	159	217
其他	101	143	97	94	96	净利润	641	756	937	1,258	1,721
流动负债合计	510	759	756	1,053	1,421	少数股东损益	(1)	(2)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	642	758	937	1,258	1,721
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.24	1.46	1.81	2.43	3.32
其他	422	535	589	647	712						
非流动负债合计	422	535	589	647	712	主要财务比率					
负债合计	932	1,294	1,344	1,700	2,133		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	81	118	118	118	118	成长能力					
股本	518	518	518	518	518	营业收入	23.4%	23.2%	15.4%	43.7%	33.3%
资本公积	1,513	1,529	1,529	1,529	1,529	营业利润	16.1%	16.9%	23.8%	34.3%	36.8%
留存收益	1,618	2,118	3,054	4,312	6,033	归属于母公司净利润	23.0%	18.2%	23.5%	34.3%	36.8%
其他	(13)	(19)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,717	4,265	5,220	6,478	8,198	毛利率	49.8%	44.4%	47.1%	45.6%	44.7%
负债和股东权益总计	4,649	5,559	6,565	8,178	10,332	净利率	30.3%	29.1%	31.1%	29.1%	29.9%
						ROE	18.6%	19.5%	20.3%	21.9%	23.8%
						ROIC	18.9%	19.2%	18.8%	21.4%	23.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	20.0%	23.3%	20.5%	20.8%	20.6%
净利润	641	756	937	1,258	1,721	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	72	141	145	173	200	流动比率	5.58	4.34	5.37	5.46	5.63
财务费用	17	10	(52)	(8)	(14)	速动比率	5.02	3.80	4.84	4.90	5.07
投资损失	(6)	(2)	(2)	(2)	(2)	营运能力					
营运资金变动	71	263	(1,656)	(1,006)	(1,060)	应收账款周转率	8.6	8.1	2.4	1.7	1.6
其它	160	29	133	54	60	存货周转率	3.6	4.2	3.9	4.8	4.6
经营活动现金流	956	1,196	(494)	470	904	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
资本支出	(549)	(517)	(418)	(100)	(100)	每股指标(元)					
长期投资	27	0	(34)	0	0	每股收益	1.24	1.46	1.81	2.43	3.32
其他	408	(33)	(443)	7	7	每股经营现金流	1.84	2.31	-0.95	0.91	1.74
投资活动现金流	(114)	(550)	(895)	(93)	(93)	每股净资产	7.01	8.00	9.84	12.27	15.59
债权融资	0	3	(3)	0	0	估值比率					
股权融资	23	17	0	0	0	市盈率	63.0	53.3	43.2	32.2	23.5
其他	(205)	(215)	52	8	14	市净率	11.1	9.8	7.9	6.4	5.0
筹资活动现金流	(182)	(196)	49	8	14	EV/EBITDA	47.0	38.4	33.5	24.3	18.1
汇率变动影响	(9)	(10)	-0	-0	-0	EV/EBIT	51.6	44.7	38.4	27.3	20.0
现金净增加额	652	440	(1,341)	384	825						

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。

本报告仅供本公司的客户使用。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