

光威复材 (300699.SZ)

需求景气度正高，多领域布局优化促成长

核心观点：

- **事件：**公司公告 2022 年半年度实现营收约为 13.14 亿元，同比增长 2.42%；实现归母净利润约为 5.06 亿元，同比增长 16.48%；实现扣非归母净利润约 4.81 亿元，同比增长约 19.69%。
- **装备需求景气度持续，产品品类及应用领域布局优化，Q2 业绩显著改善。** 营收端，22 年 H1 公司在境内、境外分别实现营收 9.89/3.25 亿元；分板块看，拓展纤维、能源新材料、通用新材料、复合材料、精密机械业务板块 22 年 H1 分别实现收入 8.01/3.21/1.36/0.29/0.14 亿元，较去年同期分别增长 9.72%/3.03%/-31.61%/5.46%/12.38%，光晟科技实现业务收入 925.31 万元。22 年上半年，定型纤维合同执行率为 26.25%，非定型碳纤维产品贡献增加，缓解定型纤维降价影响；通用新材料受上年同期风电预浸料阶段性订单影响，同比有所下降；复合材料板块复合材料制件、无人机等项目进展顺利；光昇科技参与的航天火箭发动机壳体、翼型风帆等项目进展顺利。**盈利端，归母净利润增速快于营收增速，整体业绩企稳。** 22 年 H1 实现归母净利润 5.06 亿元，同比增长 16.48%；实现扣非归母净利润约 4.81 亿元，同比增长约 19.69%。主要系：(1) 22 年 H1 毛利率同比提升 4.53pct 至 55.06%，其中，碳纤维及织物、碳梁、预浸料毛利率分别提升 -2.10/12.82/6.65pct 至 73.39%/22.54%/35.50%。(2) 22 年 H1 期间费用率同比下降 1.99pct 至 10.12%，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.50%/3.50%/9.37%/-3.26%，汇率波动形成汇兑收益，财务费用同比减少 0.46 亿元。
- **盈利预测与投资建议：** 预计 2022-24 年 EPS 分别为 1.90 元/股、2.63 元/股、3.49 元/股，参考可比公司，我们给予公司 23 年 35 倍 PE 估值，对应合理价值 91.95 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示：** 疫情发展超预期，装备需求及交付低预期，政策调整等。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,116	2,607	2,983	4,001	5,165
增长率 (%)	23.4	23.2	14.4	34.1	29.1
EBITDA (百万元)	818	996	1,266	1,779	2,318
归母净利润 (百万元)	642	758	983	1,362	1,812
增长率 (%)	23.0	18.2	29.6	38.6	33.0
EPS (元/股)	1.24	1.46	1.90	2.63	3.49
市盈率 (x)	71.93	57.74	39.53	28.53	21.45
ROE (%)	17.6	18.3	19.2	21.0	21.8
EV/EBITDA (x)	54.64	42.02	28.61	19.80	14.52

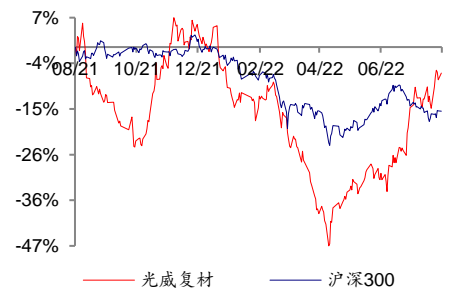
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	74.95 元
合理价值	91.95 元
前次评级	增持
报告日期	2022-08-16

相对市场表现



分析师：

孟祥杰



SAC 执证号：S0260521040002

SFC CE No. BRF275



010-59136693



mengxiangjie@gf.com.cn

相关研究：

光威复材 (300699.SZ) : 装备需求景气度持续，Q2 业绩显著改善	2022-07-13
光威复材 (300699.SZ) : 装备和外贸订货持续景气，业绩稳增向好	2022-04-26
光威复材 (300699.SZ) : 碳纤维细分龙头，提质增效、稳增向好发展	2022-04-12

联系人：

吴坤其

wukunqi@gf.com.cn

事件：公司公告2022年半年度实现营收约为13.14亿元，同比增长2.42%；实现归母净利润约为5.06亿元，同比增长16.48%；实现扣非归母净利润约4.81亿元，同比增长约19.69%。

点评：装备需求景气度持续，产品品类及应用领域布局优化，Q2业绩显著改善。募投项目稳步推进，复材业务及航天子公司进展顺利，产业链纵深可期。

利润表：

(1) 收入端，①碳纤维（含织物）为主的拓展纤维板块，定型产品稳定交付，定型纤维两年半销售合同的合同执行率26.25%，募投项目正常投入使用并实现稳定生产，非定型碳纤维产品及其贡献的增加，缓解了量产定型纤维降价带来的影响，22年H1实现收入8.01亿元，同比增长9.72%，占营收比例60.96%。②风电碳梁为主的能源新材料板块，面对碳纤维资源紧张、价格上涨等情况，积极开拓原材料来源渠道，保证原材料供应，22年H1实现收入3.21亿元，同比增长3.03%，占营收比例24.42%。③预浸料为的通用新材料板块，加强高端应用领域的业务开发，但受上年同期风电预浸料阶段性订单影响，22年H1实现收入1.36亿元，同比下降31.61%，占营收比例10.35%。④以各类复合材料构制件为主要产品的复合材料板块，先进复材中心一期、二期的全面投入使用，航空工作梯和地面保障装备等批产业务稳定交付，复合材料制件、无人机等项目进展顺利，带动公司业务向下游延伸，22年H1实现收入0.29亿元，同比增长5.46%。⑤精密机械板块，推出各类纤维缠绕装备、自动铺丝铺带装备和地面保障装备、航空航天工装模具等产品，22年H1实现营业收入0.14亿元，同比增长12.38%。⑥航天子公司光昇科技，报告期内，参与的航天火箭发动机壳体、翼型风帆等各个研发项目进展顺利，实现营业收入925.31万元。

22年上半年，公司实现归母净利润5.06亿元，同比增长16.48%；实现扣非归母净利润约4.81亿元，同比增长约19.69%。受益于同期毛利率提升及期间费用率同步改善，归母净利润增速快于营收增速，归母净利润率较去年同期显著提升4.64pct至38.46%。

(2) 毛利端，22年上半年整体毛利率同比提升4.53pct至55.06%，达近三年同期最高，碳纤维、碳梁、预浸料三大业务贡献毛利润比例为97.91%。其中，碳纤维及织物、碳梁、预浸料产品分别提升-2.10/12.82/6.65pct至73.39%/22.54%/35.50%。报告期内，拓展纤维板块定型与非定型产品结构变化，能源新材料板块推动产品多样化、客户多元化及拓展原材料渠道，通用新材料板块加强高端应用领域开发及市场优化等多项因素或共同影响整体毛利率水平变化。

(3) 费用端，22年上半年期间费用率同比下降1.99pct至10.12%。其中，销售费用同比增加13.60%，销售费用率较上年同期上升0.05pct至0.50%；管理费用同比增长46.53%，管理费用率较上年同期增加1.05pct至3.50%，主要系业务招待费、办公费及员工薪酬增加所致；财务费用同比减少0.46亿元，财务费用率较上年同期下降3.52pct至-3.26%，主要系汇率波动形成汇兑收益；2022年上半年，公司持续推动公司碳纤维“两高一低”战略的实施，以材料与应用并重为目标完善研发体系，研发费用同比增加14.97%，研发费用率较上年同期提升1.02pct至9.37%。

资产负债表, (1) 存货方面, 公司期末存货账面价值为5.61亿元, 同比增长43.74%, 主要系生产备料及产成品增加所致。(2) 应收账款及票据方面, 期末账面价值为4.86亿元, 同比增长37.93%。(3) 在建工程方面, 报告期末账面价值为5.51亿元, 较上年同期增长151.92%, 报告期内, 先进复材中心二期、包头项目一期及碳纤维生产线项目工程进度分别达90%/50%/80%。(4) 合同负债方面, 期末账面价值为0.31亿元, 较上年同期下降12.12%。

二、盈利预测与投资建议

核心投资逻辑: (1) 营收端, 短看T300景气延续21年景气增长, 中看下一代主力材料T800、航天壳体配套、风电&储能起量, 长看民航C919等, 未来3年有望延续25-30%的复合增长; (2) 产能端, 截至2021年末公司在建产能5030吨, 包括包头一期在建产能4000吨、M55J级30吨及T700G/T800H 1000吨, 产能供给充足并反映公司较佳的成长空间; (3) 采购价格端, 2021年年底签订的21亿合同系2年半开口合同, 跨期至2024年, 未来3年降价因素影响有望阶段性弱化。

盈利预测与投资评级: 预计2022-24年EPS分别为1.90元/股、2.63元/股、3.49元/股。考虑公司所在装备及风电市场的景气度提升, 叠加潜在民航市场国产替代前景, 结合可比公司估值水平, 我们认为适合给予公司23年35倍的PE估值, 对应合理价值91.95元/股, 维持“增持”评级。

三、风险提示

(一) 疫情发展超出预期

高端装备上市企业生产地较为集中, 同时多数公司重资产属性特征明显、且所需人力成本较高, 疫情反复对相关企业影响较大。

(二) 重点装备列装需求及交付不及预期

高端装备行业买方具有少数性特征, 且越往下游企业的垄断性越为明显, 部分规模较小企业或配套装备型号较为单一, 若此类型号生产及需求计划发生改变, 则对相关客户需求单一的企业影响较大。

(三) 重大行业政策调整的风险

高端装备行业属于典型的To G行业, 考虑生产计划的保密性、战略性等, 无论是需求端还是供给端均受政府政策影响较大。因此若相关政策发生调整(如影响较大的定价政策、采购政策)等, 则易对板块产生一定系统性冲击。

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,846	3,293	4,098	5,504	7,548
货币资金	1,485	1,949	2,638	3,625	5,200
应收及预付	331	479	545	725	926
存货	286	412	402	478	561
其他流动资产	744	453	513	675	861
非流动资产	1,802	2,266	2,493	2,634	2,641
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	855	1,384	1,658	1,794	1,812
在建工程	581	450	380	362	336
无形资产	260	234	258	280	294
其他长期资产	107	197	198	198	199
资产总计	4,649	5,559	6,591	8,138	10,189
流动负债	510	759	811	999	1,240
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	409	616	657	807	1,001
其他流动负债	101	143	154	192	238
非流动负债	422	535	535	535	535
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	422	535	535	535	535
负债合计	932	1,294	1,346	1,534	1,775
股本	518	518	518	518	518
资本公积	1,526	1,529	1,529	1,529	1,529
留存收益	1,618	2,118	3,100	4,462	6,274
归属母公司股东权益	3,636	4,146	5,129	6,491	8,302
少数股东权益	81	118	116	113	112
负债和股东权益	4,649	5,559	6,591	8,138	10,189

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,116	2,607	2,983	4,001	5,165
营业成本	1,074	1,449	1,544	1,898	2,355
营业税金及附加	18	21	24	33	42
销售费用	19	17	30	36	41
管理费用	90	95	107	165	212
研发费用	274	232	298	455	583
财务费用	17	10	-44	3	-1
资产减值损失	-2	-1	0	0	0
公允价值变动收益	17	9	0	0	0
投资净收益	6	2	2	4	3
营业利润	729	852	1,102	1,537	2,047
营业外收支	-4	-1	0	0	0
利润总额	725	852	1,102	1,537	2,047
所得税	84	95	121	178	237
净利润	641	756	981	1,359	1,810
少数股东损益	-1	-2	-2	-3	-2
归属母公司净利润	642	758	983	1,362	1,812
EBITDA	818	996	1,266	1,779	2,318
EPS (元)	1.24	1.46	1.90	2.63	3.49

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	956	1,196	1,120	1,358	1,846
净利润	641	756	981	1,359	1,810
折旧摊销	94	147	206	236	270
营运资金变动	244	321	-64	-231	-228
其它	-23	-28	-3	-6	-5
投资活动现金流	-114	-550	-431	-371	-272
资本支出	-580	-593	-433	-375	-274
投资变动	446	34	0	0	0
其他	20	9	2	4	3
筹资活动现金流	-182	-196	0	0	0
银行借款	0	26	0	0	0
股权融资	78	40	0	0	0
其他	-259	-262	0	0	0
现金净增加额	652	440	689	987	1,575
期初现金余额	764	1,415	1,949	2,638	3,625
期末现金余额	1,415	1,856	2,638	3,625	5,200

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	23.4%	23.2%	14.4%	34.1%	29.1%
营业利润增长	16.1%	16.9%	29.3%	39.5%	33.2%
归母净利润增长	23.0%	18.2%	29.6%	38.6%	33.0%
获利能力					
毛利率	49.2%	44.4%	48.2%	52.6%	54.4%
净利率	30.3%	29.0%	32.9%	34.0%	35.0%
ROE	17.6%	18.3%	19.2%	21.0%	21.8%
ROIC	17.2%	17.7%	18.0%	20.6%	21.5%
偿债能力					
资产负债率	20.0%	23.3%	20.4%	18.8%	17.4%
净负债比率	25.1%	30.3%	25.7%	23.2%	21.1%
流动比率	5.58	4.34	5.06	5.51	6.09
速动比率	4.83	3.74	4.50	4.97	5.58
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.47	0.45	0.49	0.51
应收账款周转率	8.72	6.46	6.46	6.46	6.46
存货周转率	7.39	6.33	7.42	8.36	9.20
每股指标 (元)					
每股收益	1.24	1.46	1.90	2.63	3.49
每股经营现金流	2	2	2	3	4
每股净资产	7.01	8.00	9.90	12.52	16.02
估值比率					
P/E	71.93	57.74	39.53	28.53	21.45
P/B	12.69	10.56	7.57	5.99	4.68
EV/EBITDA	54.64	42.02	28.61	19.80	14.52

广发军工行业研究小组

孟祥杰：首席分析师，清华大学机械工程博士、哈佛大学访问学者，航天科工实业背景，曾任方正证券军工首席分析师，主要从事军工信息化、新材料及军工高端制造领域研究。

吴坤其：高级研究员，对外经济贸易大学精算本科、金融学硕士，曾任方正证券军工研究员，主要覆盖军工新材料、军工电子。

曹一凡：研究员，兰卡斯特大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。