证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。 p

2022 年 09 月 12 日

航空碳纤维全系列覆盖，新品类增加新亮点

光威复材(300699)

评级：	买入	股票代码：	300699
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	88.28/42.3
目标价格：		总市值(亿)	438.21
最新收盘价：	84.54	自由流通市值(亿)	430.92
		自由流通股数(百万)	509.73

事件概述

据公司公告，公司 CCF700G 碳纤维通过装机评审，具备了在航空装备上实现批量应用的条件，使公司除了现有批量交付应用的传统定型产品以外，新增一款配套航空装备用的碳纤维定型产品。

分析判断：

▸ 自主开发新品种 CCF700G 纤维，产能到位准备就绪

据公司公告及投资者问答披露，CCF700G 是公司 2006 年开发的一款兼具 T700 级碳纤维（干喷湿纺）的高强性能和 T300 级（湿法）碳纤维优异表面结构性能的碳纤维新品种，采用的是湿法工艺。此前全球并没有湿法 T700 碳纤维品种，该款产品是公司与北京化工大学并实现产业化的一款具有自主知识产权的碳纤维新品种，基于某重点型号研制需求，自 2011 年开始 CCF700G 碳纤维先后历经多个阶段多批次的取样、性能评价、评审和验证过程，于 2022 年初转入装机评审阶段，具备稳定批产能力。

产能方面，CCF700G 与 T800H 都是湿法工艺产品，原则上生产 T800H 的产线可以用于生产 CCF700G、实现两个产品共线生产。公司目前有两条线可以用于生产 CCF700G 和 T800H，一条是用于 T800H 项目验证的工程化生产线，该线已经运行多年，如生产 T800H 产能在 105 吨上下，如生产 CCF700G 可以有 150-200 吨产能，另一条是 2021 年年报中提到的将募投项目的预研线改造用于湿法产品生产的千吨线，如生产 CCF700G 产能是 1000 吨左右，如生产 T800H 是 700-800 吨，目前千吨线改造已经完成，在做 T800H 的等同性验证。尽管两个产品可以共线生产，但条件允许时最好的选择还是独立生产，所以后期会考虑以原 T800H 的验证线用于 CCF700G 的生产，而千吨线会用于 T800H 的生产。

▸ 航空碳纤维全系列覆盖，新品种贡献新增量

公司按照两高一低（高强、高模、低成本）的战略，开发了 T300 级、T700 级、T800 级、T1000 级以及 M40J 级、M55J 级等丰富的产品线。目前，**CCF700G 碳纤维**已经具备了在航空装备上实现批量应用的条件，公司新增一款配套航空装备用的碳纤维定型产品，扩大了公司业务覆盖的终端客户范围，使公司成为现有航空装备全系列的碳纤维供应商。原有**定型产品 T300 级碳纤维**方面，目前该产线完成等同性验证工作，产能增加至每年 500 吨左右。据公司中报，定型纤维销售合同（合同期 2022 年 1 月 1 日-2024 年 6 月 30 日）的合同执行率 26.25%，该合同金额总计 20.98 亿元，推算上半年完成金额约 5.5 亿元，参照上半年完成进度，预计该合同有望在两年内执行完毕。据公司投资者关系活动披露，**T800H 级碳纤维**目前已经进入验收阶段、预计今年会完成项目验收，产品已经小批量供应；千吨线改造已经完成，为下游需求释放做足储备。**M40J/55J 碳纤维**已经形成批量，用在卫星上，年内还将建成 30 吨产线，后续交付能力将显著提高。公司产品系列不断多元化，定型产品提供安全边际，新型号产品持续贡献增量，推高业绩天花板。

▸ 复材制件、无人机项目重点推进，全产业链布局进一步完善

公司基于自身碳纤维及复合材料全产业链优势，积极发展无人机复合材料业务，现已具备从碳纤维、预浸料供应，到复合材料制件及整机复合材料研制能力，积累了丰富的无人机制造、民用航空体系建设经验，已成功向客户交付 AR500 系列无人机直升机（旋戈系列）、TP500 无人运输机、高空太阳能长航无人机等多种

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

型号无人机。据公司官微，公司为 AR-500C 无人机（旋戈系列高原款）提供全机复合材料蒙皮、整体油箱承力结构、尾梁整体结构和层压件、封闭腔型结构件等零件的研制、生产和装配一条龙解决方案，为该系列无人直升机机身复材重要供应商。7 月 28 日，由航空工业自主研制的“旋戈”500CJ（AR-500CJ）舰载无人直升机在江西鄱阳顺利首飞。公司为该型无人机提供碳纤维预浸料、复合材料机身及零部件的研制、生产和装配一体化服务。公司复合材料制件、无人机等多个重点项目进展顺利，带动公司业务向下游应用领域延伸。

▸ C919 取证在即，静待国产化需求释放

目前 C919 已经完成全部取证试飞，且据东航半年报，其计划在 2022 年下半年接收 1 架 C919，预计国产大飞机即将完成取证，年内实现交付。据公司投资者关系活动披露，公司与下游零部件客户一起参与了 C919 国产化替代验证，主要产品 T300 碳纤维、阻燃预浸料已获中国商飞 PCD 预批准；CR929 使用 T300 级和 T800 级碳纤维，以 T800 级为主。T800G 是公司针对国产大飞机定制开发的产品，该产品兼具了干喷湿法工艺、湿法工艺的优势和特点，目前 PCD 验证工作也已接近尾声。

C919 原型试飞验证机用的碳纤维复合材料都是进口的。预计在 C919 大飞机取得适航认证后，或将开启复合材料国产化替代进程。C919 碳纤维复合材料使用量为 12%左右，每架空机重量约 45 吨，则单架 C919 碳纤维复材用量约在 5 吨。假设未来 20 年可制造 1200 架 C919，在不考虑损耗率的情况下预计带来年均 300 吨复合材料需求量。公司产品已经通过 PCD 验证，预计率先受益大飞机复材国产化进程。

投资建议

公司是国内碳纤维龙头之一，拥有从原丝、设备、碳纤维、织物、预浸料到复材构制件的全产业链布局，覆盖陆海空天电各军兵种。股权激励方案给出未来三年增速的底线。公司积极扩产，业绩增长确定性强，也具有较好弹性。维持盈利预测，预计 2022-2024 年分别实现营业收入 31.72/39.39/47.24 亿元，归母净利润 9.72/12.46/15.27 亿元，EPS 为 1.88/2.40/2.95 元，对应 2022 年 9 月 9 日 84.54 元/股收盘价，PE 分别为 45/35/29 倍，维持“买入”评级。

风险提示

产能建设进度不及预期的风险；新产品开发的风险；竞争加剧导致价格下滑的风险；疫情反复影响生产交付的风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,116	2,607	3,172	3,939	4,724
YoY（%）	23.4%	23.2%	21.7%	24.2%	19.9%
归母净利润(百万元)	642	758	972	1,246	1,527
YoY（%）	23.0%	18.2%	28.2%	28.2%	22.6%
毛利率（%）	49.2%	44.4%	44.6%	45.6%	46.2%
每股收益（元）	1.24	1.46	1.88	2.40	2.95
ROE	17.6%	18.3%	19.0%	19.6%	19.4%
市盈率	68.18	57.90	45.08	35.18	28.69

资料来源：Wind、华西证券研究所

分析师：陆洲
邮箱：luzhou@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520110001

研究助理：林熹
邮箱：linxi2@hx168.com.cn

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。 p

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,607	3,172	3,939	4,724
YoY(%)	23.2%	21.7%	24.2%	19.9%
营业成本	1,449	1,758	2,143	2,542
营业税金及附加	21	25	32	38
销售费用	17	22	28	33
管理费用	95	114	142	170
财务费用	10	-56	-73	-98
研发费用	232	286	355	425
资产减值损失	-1	-2	-2	-2
投资收益	2	6	8	9
营业利润	852	1,101	1,411	1,729
营业外收支	-1	-3	-3	-3
利润总额	852	1,098	1,408	1,726
所得税	95	126	162	198
净利润	756	972	1,246	1,527
归属于母公司净利润	758	972	1,246	1,527
YoY(%)	18.2%	28.2%	28.2%	22.6%
每股收益	1.46	1.88	2.40	2.95

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,949	2,508	3,347	4,524
预付款项	44	53	64	76
存货	412	480	585	694
其他流动资产	889	1,065	1,316	1,572
流动资产合计	3,293	4,106	5,312	6,866
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,384	1,746	2,020	2,216
无形资产	234	249	264	279
非流动资产合计	2,266	2,563	2,797	2,969
资产合计	5,559	6,669	8,109	9,834
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	616	723	881	1,045
其他流动负债	143	175	211	245
流动负债合计	759	897	1,092	1,289
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	535	535	535	535
非流动负债合计	535	535	535	535
负债合计	1,294	1,432	1,627	1,825
股本	518	518	518	518
少数股东权益	118	118	118	118
股东权益合计	4,265	5,237	6,482	8,010
负债和股东权益合计	5,559	6,669	8,109	9,834

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	756	972	1,246	1,527
折旧和摊销	147	303	366	428
营运资金变动	321	-109	-167	-173
经营活动现金流	1,196	1,153	1,430	1,765
资本开支	-593	-600	-599	-598
投资	34	0	0	0
投资活动现金流	-550	-593	-591	-589
股权募资	40	0	0	0
债务募资	26	0	0	0
筹资活动现金流	-196	0	0	0
现金净流量	440	559	839	1,176

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	23.2%	21.7%	24.2%	19.9%
净利润增长率	18.2%	28.2%	28.2%	22.6%
盈利能力				
毛利率	44.4%	44.6%	45.6%	46.2%
净利润率	29.0%	30.6%	31.6%	32.3%
总资产收益率 ROA	13.6%	14.6%	15.4%	15.5%
净资产收益率 ROE	18.3%	19.0%	19.6%	19.4%
偿债能力				
流动比率	4.34	4.58	4.87	5.32
速动比率	**3.74**	**3.98**	**4.27**	**4.73**
现金比率	2.57	2.80	3.07	3.51
资产负债率	23.3%	21.5%	20.1%	18.6%
经营效率				
总资产周转率	0.47	0.48	0.49	0.48
每股指标（元）				
每股收益	1.46	1.88	2.40	2.95
每股净资产	8.00	9.87	12.28	15.22
每股经营现金流	2.31	2.22	2.76	3.41
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	57.90	45.08	35.18	28.69
PB	10.56	8.56	6.89	5.55

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，11年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

林熹：华西证券研究所军工行业研究助理，伦敦国王学院会计硕士，2022年加入华西证券。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层
网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。