

隔膜单平净利再超预期，叶片盈利能力向好、玻纤继续筑底

➤ **公司发布 2023 年半年报：**23H1 实现营收 123.79 亿元，同比+24.79%，归母净利 13.92 亿元，同比-25.62%，扣非归母净利 12.49 亿元，同比+0.03%。其中，23Q2 实现营收 81.24 亿元，同比+19.93%，归母净利 9.73 亿元，同比-15.49%，扣非归母净利 8.79 亿元，同比+35.92%。23H1 公司毛利率 25.35%，同比-3.15pct，净利率 12.6%，同比-7.27pct，其中 Q2 毛利率 23.91%，同比-3.42pct、环比-4.17%。

产品结构上，23H1 风电营收占比 31.52%，收入同比+16.92%；玻纤及制品营收占比 30.25%，收入同比-7.54%；锂膜营收占比 7.39%，收入同比+40.35%；**高压气瓶营收 7.9 亿元，占比 5.79%，收入同比+46.12%。**

➤ **隔膜：单平净利超预期，产品结构、单位成本持续改善**

23H1 公司销售锂膜 7.1 亿平米（22H1 为 5 亿平），实现收入 10.1 亿元，净利润 3.4 亿元（去年同期为 1.4 亿元）。我们推算，公司锂膜单平售价 1.42 元，同比+0.04 元，全行业降价背景下，**单价提升**主因系公司改善产品结构，涂覆占比同比提升 11%；**单平净利 0.48 元，同比+0.2 元**，主因系公司**单位成本进一步下降**，原料国产化占比提升，产线车速提高、基膜 A 品率持续提升。产能方面，23H1 内蒙基地 2 条年产 8000 万平基膜产线建成投产，目前具备年产 16 亿平以上产能，在建产能超 45 亿平米。

➤ **风电叶片：大叶型趋势明确，中复连众已完成整合与资产交割**

23H1 公司风电叶片销售 9.6GW（其中，中复连众销量 2.3GW），同比+27.4%，实现收入 43 亿元，**净利润 3.5 亿元**。毛利率 17.2%，同比+11.3pct，盈利能力触底回升主因系上游原材料价格同比均有所下降。我们推算，公司风电叶片均价 44.8 万元/MW，同比-4 万元/MW，均价下降主要受风电整机招标价格下降影响，单位净利 3.65 万元/MW，同比+3.38 万元/MW。**大叶型产品迅速迭代**，23H1 公司叶片平均功率达 5.5MW，同比+45%。公司叶片原材料到模具（北玻院）具备自产优势，大叶型投行速度领先行业。

➤ **玻纤及制品：行业底部，盈利能力环比 Q1 提升**

23H1 公司玻纤及制品销售 63.6 吨（同比+23.5%），实现营收 41.2 亿元。毛利率 25.06%，同比下降 12.83pct。23H1 泰玻净利润 6.04 亿元，**我们测算公司玻纤吨净利约为 950 元**（含铑粉出售利润，估计 23H1 公司铑粉出售偏少），**行业底部仍保持较强盈利能力**。产品结构方面，公司风电、热塑类高附加值产品销量同比增长，出口方面，23H1 出口销售占比 19%，较 22Q4 提升 5pct。23Q2 公司整体产销率达 106%。**展望下半年**，需求端重点关注顺周期预期，供给端我们预计 2023 年供给压力偏轻、2024 年供给压力更集中。

➤ **投资建议：**①锂膜单平净利超预期，持续降本+客户结构改善，产能加速投放，②叶片板块整合、加速集中，合并后风电叶片市占率提升+海风占比提升，③玻纤板块粗纱需求端静待顺周期预期，供给端存有预期差。我们预计 2023-2025 年公司归母净利分别为 32.19、40.23、51.34 亿元，现价对应动态 PE 分别为 12x、9x、7x。维持“推荐”评级。

风险提示：锂膜业务拓展不及预期；风电叶片盈利能力修复不及预期；国内玻纤供需格局变化不及预期；燃料价格波动的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	22109	24709	29562	34380
增长率（%）	8.9	11.8	19.6	16.3
归属母公司股东净利润（百万元）	3511	3219	4023	5134
增长率（%）	4.1	-8.3	25.0	27.6
每股收益（元）	2.09	1.92	2.40	3.06
PE	11	12	9	7
PB	2.2	1.9	1.7	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 18 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
21.65 元

分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

研究助理 赵铭

执业证书：S0100122070043

邮箱：zhaoming_yj@mszq.com

相关研究

1. 中材科技 (002080.SZ) 2023 年一季报点评：玻纤盈利见底、叶片向好，重点关注锂膜成长性-2023/05/03
2. 中材科技 (002080.SZ) 年报点评：叶片、隔膜盈利超预期，复苏之年顺周期逐季改善-2023/03/19
3. 中材科技 (002080.SZ) 事件点评：重磅整合，叶片板块加速集中-2023/01/18
4. 中材科技 (002080.SZ) 跟踪快报：风电叶片回暖，锂膜加速扩张-2022/10/16
5. 中材科技 (002080.SZ) 2022 年半年报点评：玻纤贡献主要增量，继续看好风电回暖、锂膜盈利改善-2022/08/18

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	22109	24709	29562	34380
营业成本	16463	18853	22015	25003
营业税金及附加	196	227	266	309
销售费用	297	297	325	344
管理费用	1001	988	1182	1238
研发费用	1057	1112	1330	1547
EBIT	3328	3472	4730	6272
财务费用	387	455	448	455
资产减值损失	-155	-600	-696	-798
投资收益	120	74	89	103
营业利润	4060	3626	4578	5849
营业外收支	6	57	25	25
利润总额	4066	3683	4603	5874
所得税	335	295	368	470
净利润	3731	3388	4235	5404
归属于母公司净利润	3511	3219	4023	5134
EBITDA	4900	5389	7212	9448

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5783	6638	5773	6890
应收账款及票据	6313	5519	6988	8541
预付款项	307	332	425	463
存货	3178	3191	3821	4466
其他流动资产	3861	5382	6218	6830
流动资产合计	19442	21062	23225	27190
长期股权投资	153	227	316	419
固定资产	19997	23202	26610	29933
无形资产	1516	1597	1643	1690
非流动资产合计	27447	29391	31618	33726
资产合计	46889	50453	54843	60915
短期借款	1637	1637	1637	1637
应付账款及票据	8755	9316	11233	12803
其他流动负债	2885	3611	2865	3234
流动负债合计	13277	14563	15735	17673
长期借款	5404	5404	5404	5404
其他长期负债	5663	5662	5662	5662
非流动负债合计	11067	11066	11066	11066
负债合计	24343	25629	26801	28739
股本	1678	1678	1678	1678
少数股东权益	5271	5440	5652	5922
股东权益合计	22545	24824	28042	32176
负债和股东权益合计	46889	50453	54843	60915

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	8.94	11.76	19.64	16.30
EBIT 增长率	-14.99	4.31	36.23	32.61
净利润增长率	4.08	-8.33	24.99	27.62
盈利能力 (%)				
毛利率	25.54	23.70	25.53	27.27
净利润率	15.88	13.03	13.61	14.93
总资产收益率 ROA	7.49	6.38	7.34	8.43
净资产收益率 ROE	20.33	16.61	17.97	19.56
偿债能力				
流动比率	1.46	1.45	1.48	1.54
速动比率	1.18	1.18	1.19	1.24
现金比率	0.44	0.46	0.37	0.39
资产负债率 (%)	51.92	50.80	48.87	47.18
经营效率				
应收账款周转天数	91.40	75.67	79.40	82.16
存货周转天数	70.45	61.77	63.34	65.19
总资产周转率	0.52	0.51	0.56	0.59
每股指标 (元)				
每股收益	2.09	1.92	2.40	3.06
每股净资产	10.29	11.55	13.34	15.64
每股经营现金流	1.88	3.37	3.57	4.84
每股股利	0.00	0.61	0.76	0.97
估值分析				
PE	11	12	9	7
PB	2.2	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	8.91	7.94	5.92	4.40
股息收益率 (%)	0.00	2.70	3.38	4.31
现金流量表 (百万元)				
净利润	3731	3388	4235	5404
折旧和摊销	1572	1917	2483	3176
营运资金变动	-1419	521	-901	-909
经营活动现金流	3160	5661	5996	8115
资本开支	-3723	-3171	-4363	-5200
投资	11	0	0	0
投资活动现金流	-3662	-3171	-4363	-5200
股权募资	5008	0	0	0
债务募资	894	0	-955	0
筹资活动现金流	3585	-1636	-2498	-1798
现金净流量	3115	855	-865	1117

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026