

2023 年 09 月 19 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

光威复材（300699）

2023 半年报点评：23Q2 环比改善，非定型纤维高速发展将引领业绩增长。

报告摘要

◆ **事件：**公司 8 月 15 日公告，2023H1 实现营收（12.24 亿元，-6.91%），归母净利润（4.13 亿元，-18.25%），毛利率（46.46%，-8.60pcts），净利率（32.38%，-5.86pcts）；23Q2 实现营收（6.67 亿元，同比-7.83%，环比+19.78%），归母净利润（2.42 亿元，同比-18.87%，环比+41.06%），毛利率（47.63%，同比-7.59pcts，环比+2.58pcts），净利率（34.88%，同比-6.26pcts，环比+5.49pcts）。

◆ **国防军工领域碳纤维主力供应商：**公司的主营业务为碳纤维、经编织物和机织物、系列化的树脂体系、各种预浸料、复合材料构件和产品，覆盖碳纤维领域上下游全产业链，是我国碳纤维国产化的先行者和实践者，突破了西方的技术封锁，满足了国防军工的关键需求，成为航空航天等领域的主力供应商（2022 年公司航空航天业务占比为 51.33%）。同时，公司拓展民用市场，延伸产业链，实施共同发展战略。

◆ **新、旧产品转换过渡平稳进行，2023Q2 环比改善，业绩逐步恢复：**公司 2023H1 收入（12.24 亿元，-6.91%）、归母净利润（4.13 亿元，-18.25%）同比下降，业绩承压的主要原因有二：①主营业务的碳纤维及织物板块中，定型纤维产品受发货节奏影响，合同执行率下降。②能源新材料板块业务因受风电碳梁上下游供需格局变化的影响，传统主要客户订单减少，收入下降 28.20%。但公司通过努力克服各种不利因素，保障新、旧产品转换过度期的平稳进行，不断扩大非定型纤维产品的应用场景，实现收入 3.72 亿元，逆势同比增长 31.89%。复合材料板块能力建设和业务培育效果初步显现，营收大幅增长（0.57 亿元，+94.88%），有望成为新的业绩增长点。单看 23Q2，公司实现收入（6.67 亿元，同比-7.83%，环比+19.78%），归母净利润（2.42 亿元，同比-18.87%，环比+41.06%），毛利率（47.63%，同比-7.59pcts，环比+2.58pcts），净利率（34.88%，

投资评级

买入

维持评级

2023 年 09 月 18 日

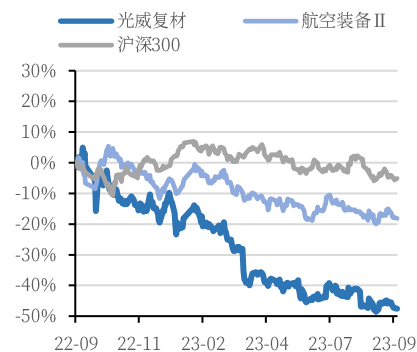
收盘价(元): 27.09

目标价(元): 36.00

公司基本数据

总股本(百万股)	831.35
总市值(百万)	22,521.33
流通股本(百万股)	817.56
流通市值(百万)	22,147.64
12 月最高/最低价(元)	89.61/26.39
资产负债率(%)	20.67
每股净资产(元)	6.00
市盈率(TTM)	26.75
市净率(PB)	4.51
净资产收益率(%)	8.28

股价走势图



作者

梁晨 分析师
SAC 执业证书: S0640519080001
联系电话: 010-59562536
邮箱: liangc@avicsec.com

张超 分析师
SAC 执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

同比-6.26pcts, 环比+5.49pcts) 环比明显改善, 整体业绩已开始回暖。

具体业务来看:

1、碳纤维及织物板块: 2023H1 实现收入 (7.68 亿元, -4.16%), 毛利率 (60.94%, -12.45pcts)。主要受定型纤维产品发货节奏影响, 重大合同执行率 (19.77%) 同比下降 6.48pcts, 但相关业务整体发展平稳。而非定型纤维产品 (主要为 T700 系列、T800 系列、MJ 系列) 随着应用场景扩大和产能潜力被挖掘而贡献持续增加 (收入 3.72 亿元, +31.89%), 实现逆势上涨。对于毛利率的下滑, 我们认为主要是产品成熟度提升以及批产带来的降价影响。2022 年公司碳纤维产能达到 3655 吨, 随着公司产能进一步释放, 有望持续打开公司的收入空间上限, 待市场回暖, 贡献更多业绩。

2、能源新材料板块: 2023H1 实现收入 (2.30 亿元, -28.20%), 毛利率 (15.47%, -7.07pcts)。该板块受风电碳梁上下游各自供需格局快速变化影响, 来自公司传统主要客户 (主要是国外 vestas 等) 订单减少, 营收下降。但公司积极开发风电碳梁业务新客户初见成效, 2023H1 实现营收 0.29 亿元。公司应市场环境变化, 努力实现客户多元化、产品多样化, 增强抗风险能力, 随着市场积极信号的不断出现, 公司业务有望修复向好。

3、通用新材料板块: 2023H1 实现收入 (1.45 亿元, +6.98%), 毛利率 (36.54%, +1.04pcts)。主要受益于预浸料产品应用领域的拓展, 现产品已涉足航空航天、电子通讯、工业制造等高端领域, 虽然市场相对分散, 但市场结构进一步优化。

4、复合材料板块: 2023H1 实现收入 (0.57 亿元, 94.88%) 大幅增长。受益于复合材料制部件、无人机等多个重点项目进展顺利, 航空工作梯和地面保障装备等批产业务稳定交付。目前符合材料板块能力建设和业务培育的效果已初步显现, 有望在未来成为公司业务的新增长点。

5、精密机械板块: 2023H1 实现收入 (0.15 亿元, +7.76%) 稳步增长。主要受益于各类复材成型装备等产品对外销售渠道的拓宽, 实现了客户群体的稳步增加和多元化。

6、光晟科技板块: 2023H1 实现收入 (0.05 亿元, -44.71%)。板块主体为光晟科技, 为 2022 年新加入的板块, 聚焦于缠绕工艺和海洋船舶碳纤维复合材料产品, 开拓出一片新的市场和新赛道, 弥补了公司业务的市场空白。目前参与的多个航天火箭发动机壳体研发项目进展顺利, 但整体上板块的业务培育和产品的量产预期仍需要一定时间。

◆ **三费率同比提升, 研发费用受销售冲减有所下降:** 公司 2023H1 三费率 (4.15%, +3.40pcts) 同比提升, 一方面是汇率波动形成的汇兑收益减少导致财务费用 (-0.21 亿元, +51.77%); 另一方面, 由于股份支付费用

2022 年报点评: 紧抓航空航天高端应用, 多元化发展稳健增长 —2023-03-31

2022 年中报点评: 碳纤维业务稳中有进, 22Q2 创下最好业绩 —2022-08-19

及职工薪酬增加导致公司管理费用(0.62 亿元, +34.18%)、销售费用(0.10 亿元, +46.26%) 增加; 研发费用(0.69 亿元, -43.61%) 方面则有所下降, 主要系研发过程中产出的产品对外销售冲减研发支出增加营业成本所致。

◆ **碳梁用碳纤维采购减少, 公司经营性现金流转正:** 2023H1 公司存货(5.71 亿元, 较期初-11.43%) 小幅下降, 主要是碳梁生产所需的碳纤维材料存货充足, 期内采购减少所致, 具体来看, 原材料(2.58 亿元, 较期初-26.50%)、在产品(0.81 亿元, 较期初+18.08%)、库存商品(1.80 亿元, 较期初+11.56%)、发出商品(0.48 亿元, 较期初-21.77%) 均小幅波动, 整体库存规模仍然充足。同时由于航信及票据到期回款增加及碳梁用碳纤维采购减少, 公司 2023H1 经营性现金流(3.55 亿元, 同比+235.68%) 转正改善。

◆ **股权激励按计划落实, 将激励业绩持续提升:** 公司 2022 年推出股权激励计划, 授予股票数量 625 万股, 占公司股本总额的 1.21%, 激励价格为 26.67 元。其中第一期的 199.20 万股已授予, 并于 2023 年 5 月 26 日上市流通。根据激励计划行权目标推算, 2023-2025 年公司净利润目标值分别为 10.61 亿元、12.89 亿元、15.16 亿元, 对应增速分别为 14%、21%、18%。

◆ **投资建议:** 公司作为我国航空航天领域碳纤维主力供应商, 技术及地位实力深厚, 我们认为:

1. 目前公司正处于新旧产品过渡关键期, 非定型产品正进入快速发展阶段, 未来业绩贡献将不断提升, 公司产品多元化和业务多元化将会为公司进一步拓宽市场, 是实现稳定成长奠定坚实基础;

2. 公司持续做好产业链整体战略布局, 抢抓重点市场, 不断向下游及民品等领域延伸, 在大丝束 T300 产品竞争日趋白热化的阶段, 将产能向小丝束 T700、T800 的布局将让公司在未来发展中处于优势地位。此外, 公司有望全面充分享受碳纤维市场快速发展带来的红利, 尤其是预浸料及复材方面。随着未来航空航天下游应用的不断增加, 公司提前布局有望增厚未来公司业绩;

我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 29.00 亿元、35.99 亿元和 44.12 亿元, 归母净利润分别为 10.61 亿元、12.91 亿元和 15.50 亿元, EPS 分别为 1.28 元、1.55 元和 1.86 元, 我们维持“买入”评级, 目标价 36 元, 对应 2023-2025 年预测 EPS 的 28 倍、23 倍及 19 倍 PE。

◆ **风险提示**

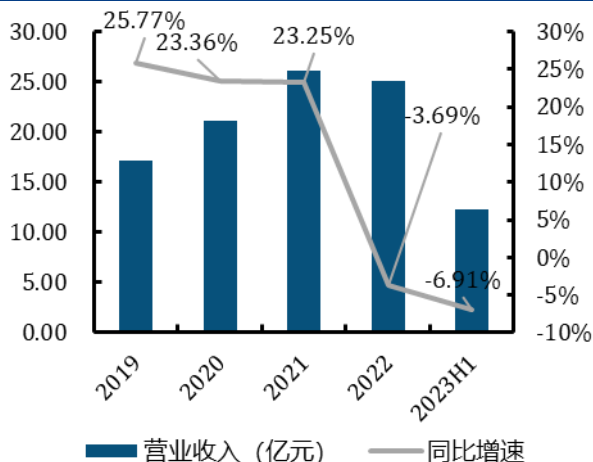
产品价格下降，风电业务收入下滑，产能投产不顺，市场竞争加剧，技术研发进度不及预期，下游需求不及预期等。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2607.31	2511.11	2900.36	3599.34	4412.13
增长率（%）	23.25	-3.69	15.50	24.10	22.58
归母净利润（百万元）	758.38	934.25	1061.01	1290.51	1549.51
增长率（%）	18.18	23.19	13.57	21.63	20.07
毛利率（%）	44.42	49.08	46.29	46.44	46.39
每股收益（元）	0.91	1.12	1.28	1.55	1.86
市盈率 PE	29.70	24.11	21.23	17.45	14.53
市净率 PB	5.43	4.62	4.01	3.40	2.87
净资产收益率 ROE（%）	18.29	19.14	18.87	19.47	19.73

资料来源：iFind，中航证券研究所

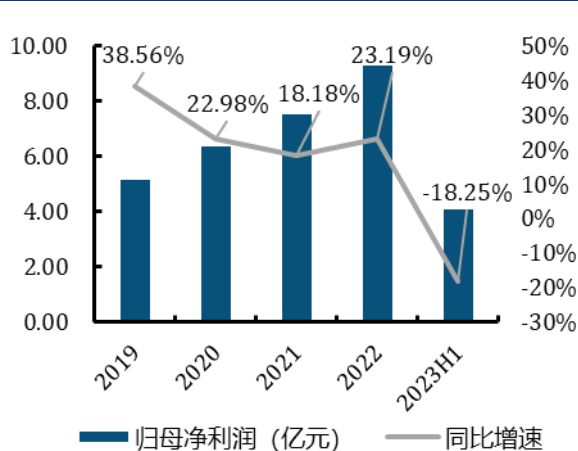
● 公司主要财务数据

图1 公司近5年营业收入及增速情况



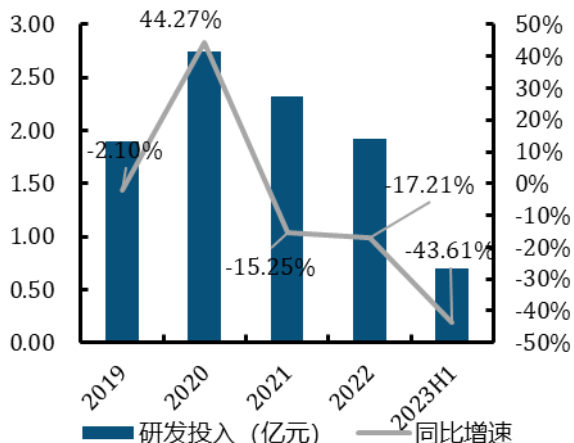
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图2 公司近5年归母净利润及增速情况



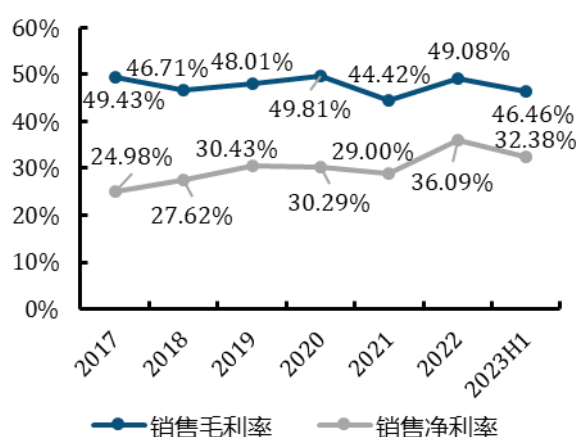
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图3 公司近5年研发费用情况



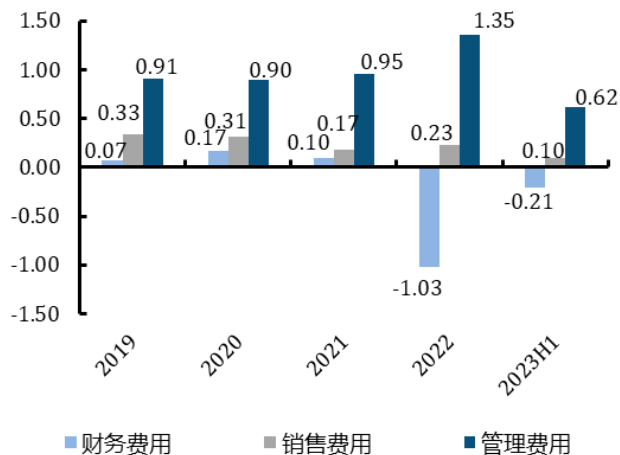
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图4 公司近7年毛利率及净利率情况



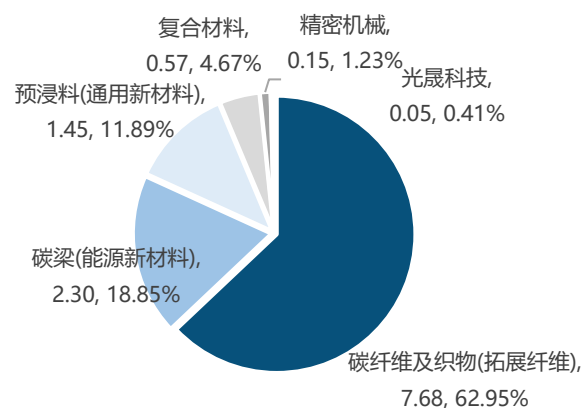
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图5: 公司近5年三费情况 (亿元)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图6: 公司2023H1产品结构 (亿元)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

财务报表与财务指标（百万元）

单位:百万元	单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润表						
营业收入	2,115.52	2,607.31	2,511.11	2,900.36	3,599.34	4,412.13
减: 营业成本	1,061.83	1,449.05	1,278.71	1,557.81	1,927.68	2,365.37
税金及附加	17.75	21.49	29.85	34.48	42.79	52.45
主营业务利润	1,035.94	1,136.76	1,202.54	1,308.08	1,628.87	1,994.30
减: 销售费用	31.06	17.43	22.58	29.00	32.39	35.30
管理费用	89.98	95.31	135.05	159.52	179.97	220.61
研发费用	274.21	232.39	192.39	130.52	170.97	220.61
财务费用	17.13	9.53	-102.61	-45.65	-50.35	-64.25
经营性利润	623.57	782.10	955.12	1,034.68	1,295.90	1,582.04
加: 资产减值损失	-1.67	-0.83	-24.92	-8.70	-9.00	-8.82
信用减值损失	7.36	7.57	-28.35	-13.05	-14.40	-15.44
其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	5.53	1.60	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	17.10	9.35	8.11	8.75	9.87	8.14
资产处置收益	0.49	2.37	0.24	1.03	1.22	0.83
其他收益	76.82	50.30	138.56	162.74	172.74	170.94
营业利润	729.21	852.45	1,048.75	1,185.45	1,456.32	1,737.68
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.91	1.48	0.12	0.84	0.84	0.84
减: 营业外支出	5.21	2.38	4.89	3.41	4.08	3.73
利润总额	724.90	851.56	1,043.97	1,182.88	1,453.07	1,734.78
减: 所得税	84.17	95.37	137.82	153.77	181.63	208.17
净利润	640.74	756.19	906.15	1,029.10	1,271.44	1,526.61
减: 少数股东损益	-0.97	-2.20	-28.10	-31.90	-19.07	-22.90
归属母公司股东净利润	641.71	758.38	934.25	1,061.01	1,290.51	1,549.51
资产负债表						
货币资金	1,485.30	1,949.00	1,376.58	1,437.56	1,668.91	2,133.79
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	24.88	32.24	86.63	100.06	124.18	152.22
应收账款	930.14	801.67	1,218.07	1,589.24	2,070.86	2,659.37
预付账款	63.30	43.50	16.07	18.57	23.04	28.24
其他应收款	1.25	17.11	72.79	84.08	104.34	127.90
存货	286.33	411.98	645.04	810.91	1,056.26	1,360.90
其他流动资产	55.21	37.69	71.74	82.86	102.82	126.04
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1,435.33	1,838.50	2,377.54	2,727.25	3,029.86	3,219.35
无形资产和开发支出	260.13	233.56	231.32	239.25	236.44	228.25
其他非流动资产	106.82	193.52	234.32	224.34	214.36	214.36
资产总计	4,648.68	5,558.76	6,330.10	7,314.13	8,631.08	10,250.42
短期借款	0.00	0.00	30.00	30.00	-0.00	-0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	168.93	280.90	233.40	256.08	369.69	453.63
应付账款	239.92	335.35	308.68	341.44	475.32	648.05
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	32.52	33.96	24.90	28.75	35.68	43.74
其他应付款	64.37	101.42	221.67	213.40	316.88	453.63
长期借款	0.00	0.59	2.97	19.95	13.64	9.37
其他负债	426.24	541.83	514.32	719.55	727.37	748.29
负债合计	931.97	1,294.05	1,335.95	1,609.17	1,938.59	2,356.72
股本	518.35	518.35	518.35	831.35	831.35	831.35
资本公积	1,526.10	1,529.19	1,573.56	1,260.56	1,260.56	1,260.56
留存收益	1,591.73	2,098.84	2,788.09	3,530.79	4,537.39	5,761.50
归属母公司股东权益	3,636.19	4,146.38	4,880.00	5,622.70	6,629.30	7,853.41
少数股东权益	80.52	118.33	114.16	82.26	63.19	40.29
股东权益合计	3,716.71	4,264.71	4,994.16	5,704.96	6,692.49	7,893.70
负债和股东权益合计	4,648.68	5,558.76	6,330.10	7,314.13	8,631.08	10,250.42
投入资本(IC)	3,274.59	3,601.97	4,888.79	5,747.53	6,706.13	7,903.07
现金流量表						
经营性现金净流量	955.68	1,193.60	143.85	418.66	745.60	865.58
投资性现金净流量	-113.51	-549.69	-708.45	-301.65	-251.19	-154.95
筹资性现金净流量	-181.68	-195.94	-118.05	-56.03	-263.06	-245.75
现金流量净额	651.57	437.87	-587.02	60.98	231.35	464.88

资料来源: iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637