



买入（维持）

所属行业：国防军工/航空装备 II
当前价格(元)：22.20

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

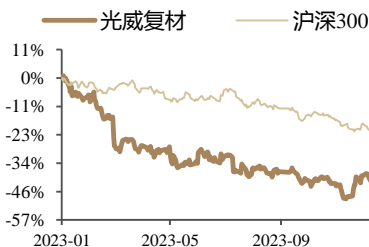
王逸枫

资格编号：S0120524010004

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.78	-8.07	-10.47
相对涨幅(%)	-9.54	-1.97	-3.21

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《光威复材(300699.SZ)：23Q3 业绩延续承压，多点开花有望率先释放业绩弹性》，2023.10.27
- 《光威复材(300699.SZ)：23H1 非定型产品逆势增长，关注新品放量节奏》，2023.8.15
- 《光威复材(300699.SZ)：Q2 延续承压，关注新品放量节奏》，2023.7.12
- 《光威复材(300699.SZ)：23Q1 业绩阶段性承压，不改军民共驱长期逻辑》，2023.4.24
- 《光威复材(300699.SZ)：新产品放量对冲价格冲击，产能释放在即支撑长期成长》，2023.3.28

光威复材(300699.SZ)：23Q4 业绩改善，大订单稳定交付+新产品放量支撑拓展纤维逆势增长

投资要点

● **事件**：2024 年 1 月 29 日公司发布 2023 年度业绩快报，2023 年公司预计实现营收约 25.18 亿元，同比+0.26%，归母净利润约 8.69 亿元，同比-6.98%，扣非归母净利润约 7.10 亿元，同比-18.78%，基本每股收益约 1.05 元，同比-7.08%，加权平均净资产收益率约 16.93%，同比下降 4.34pct，公司经营活动产生的现金流量净额约 5.41 亿元，同比+267.58%。

● **碳纤维收入逆势增长，碳梁及预浸料业务承压**。公司 23Q4 业绩有所修复，我们测算 23Q4 营收约 7.71 亿元，环比+47.31%，同比+35.03%，归母净利润约 2.48 亿元，环比+19.15%，同比+34.70%，扣非归母净利润约 2.06 亿元，环比+69.68%，同比+30.52%，收入业绩环比改善或主要系拓展纤维板块收入增长所致：

1) **拓展纤维板块**：定型产品交付稳定，非定型产品价格下降但新品贡献提升。23 年公司拓展纤维板块预计实现营收 16.67 亿元，逆势实现同比增长 20.28%，23Q4 单季度收入约 5.62 亿元，环比+66.8%。其中，定型纤维重大合同全年执行率 42.34%，较 23Q3 提升 13.18pct，重大订单交付稳定及时保障定型纤维全年收入稳定略增，我们测算 23 年公司定型纤维实现收入约 8.40 亿元，同比+2.3%；非定型产品 23 年预计实现营收约 8.28 亿元，同比+46.42%，工业级产品市场价格延续下降趋势，根据百川盈孚 23Q4 大/小丝束成交均价约 75.28/115.26 元/千克，分别环比-16.95%/-11.74%，全年成交均价约 95.66/140.81 元/千克，分别同比-31.20%/-33.39%。公司个别项目从研发验证过程转入定型量产以及高强高模产品需求稳定增长，对冲民用领域产品价格下行影响，实现非定型产品收入逆势增长。

2) **碳梁板块**：业绩持续承压，持续关注海外客户开拓情况。23 年公司碳梁业务预计实现营收 4.26 亿元，同比-35.54%，是公司业绩主要拖累项，降幅较大主要由于传统主要客户订单减少、新开发客户开始导入量产但业务规模相对有限。23 年前三季度新客户贡献收入约 6000 万元。我们认为，海外新客户的开发需要配合客户进行产业验证，故前期客户培育需要投入较长时间，而公司有维斯塔斯合作的成功经验，在开发海外客户方面具备技术及经验优势，新客户收入贡献能力有望逐步显现，且随着新购纤维成本降低，碳梁业务毛利率有望呈现改善趋势。

3) **复材板块收入增长，通用新材料、精密机械、光晟科技有所下降**。23 年公司复材板块预计实现营收 0.93 亿元，同比+14.37%，主要系航空复合材料制品业务增长；通用新材料板块 23 年预计实现营收约 2.68 亿元，同比-10.51%，主要系渔具和体育休闲应用领域市场需求下降影响；精密机械、光晟科技 23 年预计实现营收 0.34 亿元和 0.19 亿元，分别同比-31.05%和-22.10%，业务体量较小。

● **回购彰显经营信心，股东减持利空出尽**。公司 23 年碳梁业务实现汇兑收益约 0.19 亿元，较 22 年的 0.92 亿元下降 79.35%，影响公司业绩表现，而公司 23 年非经常性损益约 1.59 亿元，主要系全资子公司项目通过验收而项目经费计入当期损益。为维护公司价值和股东权益，公司于 23 年 12 月 30 日公告股份回购方案，拟以自有资金 1.5-3.0 亿元，不超过 37.35 元/股回购公司股份，占公司总股本约 0.48%-0.97%，并于 24 年 1 月 11 日完成了首次回购，合计回购股份 58.54 万股，占总股本 0.07%，成交总金额约 1512 万元。此外，公司股东减持风险基本出清，2013 年对公司进行股权投资的信丰合伙已于 2023 年 12 月 29 日减持完所持全部 3865 万股（占总股本 4.65%）。

- 关注新产品、新产能进展。**公司是国内军用碳纤维市场核心供应商之一，且已基本实现碳纤维全产业链布局，有较为明显的客户和产业链协同优势，**23年以来受行业景气度影响业务承压，但我们认为公司未来成长确定性仍强，主要成长点在于新产品和新产能的逐步发力：**1) 23年9月公司800H项目通过验收，23年前三季度贡献利润7695万元，后续随着应用领域逐步扩大，T800H产品有望逐步放量；2) CCF700G产品在22年8月通过装机评审，公司成为新进供应商，收入贡献有望随着主机厂项目放量逐渐提高；3) 碳梁业务新客户拓展顺利，有望逐步释放收入增量，对冲传统客户订单下降的影响，盈利能力筑底后有望随着成本下降逐步改善；4) 包头1期4000吨新产能目前已进入整线调试，我们预计24年有望贡献增量，生产T700S/T800S级12K、24K小丝束产品，有望持续巩固高性能碳纤维领域优势；此外，23年12月公司与国内高压氢气瓶和车用供氢系统的主要供应商科泰克等签署投资协议，拟共同出资设立科泰克特种装备科技有限公司以发展气瓶业务，有利于加速在气瓶领域的业务拓展，提升公司在民用高端碳纤维领域的核心竞争力。
- 投资建议：**考虑到23Q4非定型产品价格持续下降，我们略微下调此前盈利预测，预计公司23-25年归母净利润为8.69、10.88和13.39亿元（此前为9.24、11.72和14.54亿元），对应EPS分别为1.04、1.31和1.61元，维持“买入”评级。

风险提示：军方订单存不确定性；新品开发不及预期；在建项目进度不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	831.35
流通A股(百万股):	817.56
52周内股价区间(元):	22.20-44.49
总市值(百万元):	18,456.01
总资产(百万元):	6,627.54
每股净资产(元):	6.27

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,607	2,511	2,518	3,095	3,730
(+/-)YOY(%)	23.2%	-3.7%	0.3%	22.9%	20.5%
净利润(百万元)	758	934	869	1,088	1,339
(+/-)YOY(%)	18.2%	23.2%	-7.0%	25.2%	23.1%
全面摊薄 EPS(元)	1.46	1.80	1.04	1.31	1.61
毛利率(%)	44.4%	49.1%	45.9%	47.1%	47.8%
净资产收益率(%)	18.3%	19.1%	15.1%	16.8%	18.3%

资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.80	1.04	1.31	1.61
每股净资产	5.87	6.93	7.78	8.82
每股经营现金流	0.18	1.36	1.31	1.60
每股股利	0.70	0.27	0.33	0.41
价值评估(倍)				
P/E	40.14	21.25	16.96	13.78
P/B	12.31	3.21	2.85	2.52
P/S	4.58	7.33	5.96	4.95
EV/EBITDA	32.24	12.70	10.26	8.26
股息率%	1.0%	1.2%	1.5%	1.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	49.1%	45.9%	47.1%	47.8%
净利润率	37.2%	34.5%	35.2%	35.9%
净资产收益率	19.1%	15.1%	16.8%	18.3%
资产回报率	14.8%	12.1%	13.5%	14.8%
投资回报率	16.2%	14.4%	16.1%	17.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-3.7%	0.3%	22.9%	20.5%
EBIT 增长率	10.5%	6.0%	24.4%	23.1%
净利润增长率	23.2%	-7.0%	25.2%	23.1%
偿债能力指标				
资产负债率	21.1%	18.8%	19.0%	18.9%
流动比率	4.2	4.9	4.9	5.0
速动比率	3.4	4.1	4.1	4.2
现金比率	1.7	2.4	2.3	2.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	60.9	60.9	62.0	63.0
存货周转天数	184.1	184.1	184.1	184.1
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4
固定资产周转率	1.8	1.6	1.9	2.4

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	934	869	1,088	1,339
少数股东损益	-28	-25	-32	-39
非现金支出	235	323	360	394
非经营收益	-5	2	1	1
营运资金变动	-989	-34	-330	-362
经营活动现金流	147	1,134	1,088	1,334
资产	-697	-505	-405	-355
投资	-19	0	0	0
其他	8	0	0	0
投资活动现金流	-708	-505	-405	-355
债权募资	112	-28	0	0
股权募资	35	313	0	0
其他	-265	-305	-381	-469
融资活动现金流	-118	-19	-381	-469
现金净流量	-584	610	302	510

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 29 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,511	2,518	3,095	3,730
营业成本	1,279	1,363	1,637	1,946
毛利率%	49.1%	45.9%	47.1%	47.8%
营业税金及附加	30	28	34	41
营业税金率%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	23	18	22	26
营业费用率%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	135	131	161	194
管理费用率%	5.4%	5.2%	5.2%	5.2%
研发费用	192	138	170	205
研发费用率%	7.7%	5.5%	5.5%	5.5%
EBIT	938	994	1,237	1,522
财务费用	-103	-23	-38	-47
财务费用率%	-4.1%	-0.9%	-1.2%	-1.2%
资产减值损失	-25	-20	-20	-20
投资收益	0	0	0	0
营业利润	1,049	993	1,243	1,531
营业外收支	-5	-1	-1	-1
利润总额	1,044	992	1,243	1,530
EBITDA	1,120	1,297	1,577	1,896
所得税	138	149	186	229
有效所得税率%	13.2%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	-28	-25	-32	-39
归属母公司所有者净利润	934	869	1,088	1,339

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,377	1,987	2,289	2,798
应收账款及应收票据	506	507	644	797
存货	645	667	806	962
其它流动资产	960	998	1,202	1,426
流动资产合计	3,487	4,159	4,941	5,983
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,418	1,561	1,597	1,565
在建工程	957	1,017	1,047	1,062
无形资产	231	229	227	225
非流动资产合计	2,843	3,044	3,108	3,088
资产总计	6,330	7,203	8,049	9,072
短期借款	30	0	0	0
应付票据及应付账款	542	578	694	825
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	250	263	317	377
流动负债合计	822	841	1,011	1,202
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	513	516	516	516
非流动负债合计	513	516	516	516
负债总计	1,336	1,357	1,527	1,718
实收资本	518	831	831	831
普通股股东权益	4,880	5,758	6,465	7,336
少数股东权益	114	89	57	18
负债和所有者权益合计	6,330	7,203	8,049	9,072

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业分析师，剑桥大学经济学硕士，2022 年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明	
	股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
			增持	相对强于市场表现 5%~20%；
			中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
			减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
			中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。	

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。