

中材科技 (002080)

证券研究报告

2024年03月22日

叶片盈利改善，锂膜增长空间大，玻纤或逐渐筑底

公司 23 年归母净利润 22.24 亿元，同比下降 37.77%

公司发布 23 年年报，全年实现收入/归母净利润 258.89/22.24 亿元，同比分别 0.29%/-37.77%，实现扣非归母净利润 19.65 亿元，同比下降 10.73%。其中 Q4 单季度实现收入 76.58 亿元，同比下降 4.34%，归母净利 5.16 亿元，同比下降 54.27%，扣非归母净利润 4.66 亿元，同比下滑 16.39%。

叶片盈利改善，玻纤或逐渐筑底，锂膜景气向上

1) 叶片量升价跌，成本费用优化抬升毛利率：23 年公司风电叶片实现收入 94.7 亿元，同比下降 0.75%。全年销售风电叶片 21.6GW，同比增长 4.96%。测算单 MW 均价为 43.8 万元，同比下降 3.1%。受益于原材料价格下降及公司通过制造精益化管理方式全面降本增效，单位公斤叶片成本费用持续降低，最终实现毛利率 18.3%，同比提升 9.67pct。23 年公司完成对中复连众 100%股权的收购，同时在国内的陕西榆林、新疆伊吾、广东阳江以及国外的巴西生产基地年内建成投产，海内外产能布局进一步加速。

2) 玻纤盈利或逐渐筑底：23 年公司玻纤及其制品实现收入/归母净利润分别为 83.8/10 亿元，同比分别-8.3%/-63.9%。23 年公司销量达 136 万吨，同比+16.8%，高于行业产量 5.2%的增速，或主要系泰山玻纤持续优化销售产品结构所致，23 年公司风电/热塑/出口销量同比分别+37%/+23%/+8.4%。我们测算吨均价同比-21.7%至 6159 元，吨成本同比-10.3%至 4766 元，毛利率同比-9.8pct 达 22.62%，最终吨净利同比实现-70%至 735 元。当前行业需求复苏及去库节奏较慢，玻纤价格已跌至历史相对低位。公司太原新基地灯塔工厂年内开工建设，产能及成本优势提升，同时高端产品及出口销量提升一定程度上对冲价格下行带来的压力。23Q4 末公司库存周转天数环比 Q3 末减少 17.1 天至 66.8 天，看好公司 α 优势。

3) 锂膜收入利润双升，增长空间大：23 年公司锂电池隔膜实现收入/归母净利润分别为 24.37/7.4 亿元，同比分别+30.56%/+54.37%。23 年隔膜销量达 17.3 亿平米，同比+52.9%，或受公司不断改善产品结构影响，23 年涂覆产品销量较上年增长 145%，占比同比提升 12%。测算单平均价同比-14.6%至 1.4 元，单平成本同比-12.3%至 0.9 元，毛利率同比-1.64pct 达 38.51%，最终单平净利实现同比+0.4%至 0.43 元。随着下游新能源汽车、储能市场的需求增长，以及公司产能的逐步扩张（23 年达 40 亿平米，公司预计 24 年年中将超过 60 亿平米），锂膜业务有望为持续公司贡献利润增量。

多业务共振向上，成长动能不断充实，维持“买入”评级

玻纤景气历史相对底部特征明显，整合中复连众后效益加速改善，隔膜坚定扩产维持高景气。考虑到公司 23 年利润下滑较多，下调 24-25 年归母净利润预测为 25.0/30.6 亿元（前值 41.1/50.0 亿元），预计 26 年归母净利润为 36.7 亿元。参考可比公司，给予公司 24 年 10.5 倍 PE，对应目标价 19.15 元，维持“买入”评级。

风险提示：产能投放进度不及预期、玻纤需求下滑、行业产能大幅扩张等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22,108.95	25,889.46	28,987.80	32,153.87	35,431.74
增长率(%)	8.94	17.10	11.97	10.92	10.19
EBITDA(百万元)	5,907.90	6,243.63	5,980.77	6,826.00	7,776.34
归属母公司净利润(百万元)	3,511.15	2,224.27	2,498.05	3,059.83	3,666.43
增长率(%)	4.08	(36.65)	12.31	22.49	19.82
EPS(元/股)	2.09	1.33	1.49	1.82	2.18
市盈率(P/E)	7.30	11.52	10.26	8.37	6.99
市净率(P/B)	1.48	1.38	1.25	1.11	0.98
市销率(P/S)	1.16	0.99	0.88	0.80	0.72
EV/EBITDA	7.71	7.04	6.17	5.24	3.47

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/玻璃玻纤
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	15.27 元
目标价格	19.15 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,678.12
流通 A 股股本(百万股)	1,678.12
A 股总市值(百万元)	25,624.95
流通 A 股市值(百万元)	25,624.95
每股净资产(元)	11.06
资产负债率(%)	53.35
一年内最高/最低(元)	25.84/12.26

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

林晓龙 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050002
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



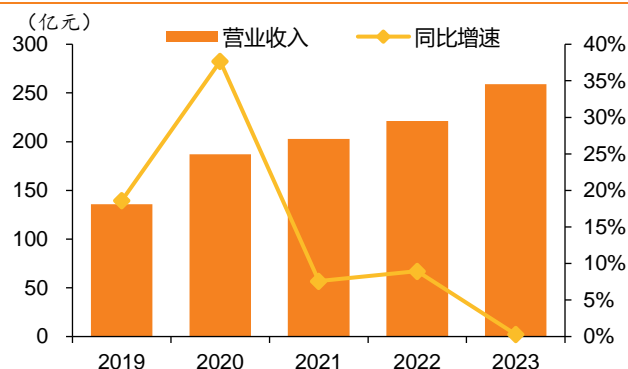
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中材科技-半年报点评:叶片效益大幅改善，玻纤盈利逐步筑底》2023-08-19
- 《中材科技-季报点评:业绩符合预期，重视 23 年共振向上机会》2023-04-20
- 《中材科技-年报点评报告:锂膜成本大幅优化，23 年三大业务或共振向上》2023-03-22

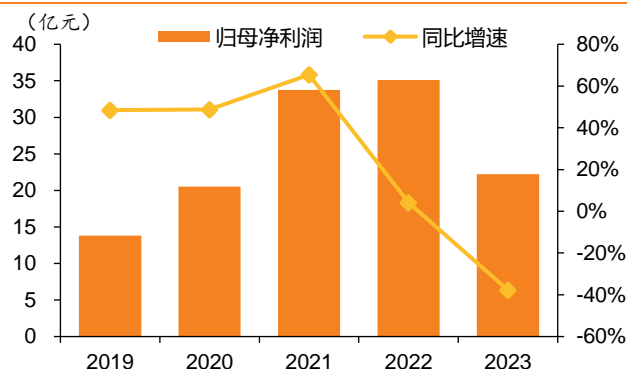
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2019–2023 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2019–2023 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22A	23A	24E	21A	22A	23A	24E
300196.SZ	长海股份	39.5	9.67	1.40	2.00	0.95	1.28	6.91	4.84	10.15	7.58
600176.SH	中国巨石	389.9	9.74	1.51	1.65	0.81	1.04	6.47	5.90	11.99	9.40
603601.SH	再升科技	35.9	3.51	0.35	0.15	0.17	0.21	10.14	23.67	21.16	16.55
平均值								7.84	11.47	14.43	11.18
002080.SZ	中材科技	256.2	15.27	2.01	1.33	1.55	2.00	7.60	11.52	9.85	7.62

注：数据截至 20240322 收盘，EPS 为 Wind 一致预测，长海股份、再升科技 23 年数据为预测值

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,783.32	3,542.25	8,682.84	10,302.65	20,079.09
应收票据及应收账款	6,313.15	8,903.78	6,418.47	11,528.87	7,723.78
预付账款	306.65	383.40	376.89	468.30	435.92
存货	3,177.52	3,904.97	3,268.00	4,757.29	3,758.01
其他	3,827.85	4,424.39	4,326.11	4,638.56	4,221.35
流动资产合计	19,408.49	21,158.78	23,072.30	31,695.66	36,218.14
长期股权投资	152.84	307.40	307.40	307.40	307.40
固定资产	19,996.99	24,989.04	23,222.53	21,456.02	19,689.50
在建工程	3,866.66	6,053.86	6,053.86	6,053.86	6,053.86
无形资产	1,815.89	2,388.01	2,236.67	2,085.33	1,933.99
其他	1,614.18	1,786.37	1,686.87	1,634.81	1,576.25
非流动资产合计	27,446.56	35,524.68	33,507.33	31,537.42	29,561.00
资产总计	46,888.56	56,807.53	56,579.63	63,233.08	65,779.14
短期借款	1,636.66	693.92	4,000.00	4,000.00	4,000.00
应付票据及应付账款	8,755.21	11,014.19	10,306.84	13,204.55	12,119.64
其他	2,545.22	6,901.72	4,835.55	5,684.90	5,850.32
流动负债合计	12,937.09	18,609.83	19,142.39	22,889.45	21,969.97
长期借款	5,404.24	8,322.46	4,000.00	4,000.00	4,000.00
应付债券	3,695.69	819.84	2,461.71	2,325.75	1,869.10
其他	1,966.94	2,056.07	2,071.63	2,031.54	2,053.08
非流动负债合计	11,066.88	11,198.37	8,533.34	8,357.29	7,922.18
负债合计	24,343.38	30,309.63	27,675.72	31,246.74	29,892.15
少数股东权益	5,270.97	7,933.86	8,369.84	8,927.64	9,633.88
股本	1,678.12	1,678.12	1,678.12	1,678.12	1,678.12
资本公积	5,095.70	5,092.10	5,092.12	5,092.12	5,092.12
留存收益	10,488.55	11,777.29	13,749.65	16,273.10	19,468.11
其他	11.83	16.53	14.18	15.36	14.77
股东权益合计	22,545.18	26,497.90	28,903.90	31,986.34	35,887.00
负债和股东权益总计	46,888.56	56,807.53	56,579.63	63,233.08	65,779.14

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,731.13	2,715.94	2,498.05	3,059.83	3,666.43
折旧摊销	1,547.02	1,768.50	1,917.85	1,917.85	1,917.85
财务费用	496.22	402.77	398.27	428.11	553.01
投资损失	(119.72)	12.52	(100.00)	(80.00)	(80.00)
营运资金变动	(379.34)	(494.27)	2,163.57	(3,302.84)	3,796.02
其它	(2,115.55)	414.46	552.18	676.36	810.45
经营活动现金流	3,159.75	4,819.92	7,429.93	2,699.31	10,663.76
资本支出	5,754.55	9,540.07	7,647.31	8,593.69	8,120.50
长期投资	(190.31)	154.56	0.00	0.00	0.00
其他	(9,225.99)	#####	115.40	40.02	101.52
投资活动现金流	(3,661.76)	(7,510.84)	99.84	80.11	79.98
债权融资	598.34	2,516.99	(1,744.95)	(505.84)	(391.08)
股权融资	(447.96)	1.10	(644.24)	(653.76)	(576.22)
其他	3,434.94	(2,210.83)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	3,585.32	307.26	(2,389.18)	(1,159.60)	(967.30)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,083.31	(2,383.65)	5,140.58	1,619.81	9,776.44

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	22,108.95	25,889.46	28,987.80	32,153.87	35,431.74
营业成本	16,462.93	19,508.47	21,527.30	23,466.88	25,421.88
营业税金及附加	195.96	218.31	244.43	271.13	298.77
销售费用	296.96	494.15	538.79	581.56	623.13
管理费用	1,000.88	1,302.07	1,420.40	1,559.46	1,700.72
研发费用	1,057.10	1,299.04	1,454.50	1,610.15	1,770.75
财务费用	386.58	352.29	398.27	428.11	553.01
资产/信用减值损失	(138.19)	(244.76)	(191.48)	(218.12)	(204.80)
公允价值变动收益	23.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	119.72	(12.52)	100.00	80.00	80.00
其他	(1,356.00)	(8.96)	(70.00)	(50.00)	(30.00)
营业利润	4,060.02	2,981.36	3,382.63	4,148.45	4,968.68
营业外收入	26.76	91.71	60.87	59.78	70.79
营业外支出	21.05	35.43	31.95	29.48	32.29
利润总额	4,065.72	3,037.65	3,411.55	4,178.75	5,007.18
所得税	334.59	321.71	361.31	442.56	530.30
净利润	3,731.13	2,715.94	3,050.24	3,736.19	4,476.88
少数股东损益	219.98	491.67	552.18	676.36	810.45
归属于母公司净利润	3,511.15	2,224.27	2,498.05	3,059.83	3,666.43
每股收益(元)	2.09	1.33	1.49	1.82	2.18

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	8.94%	17.10%	11.97%	10.92%	10.19%
营业利润	-0.95%	-26.57%	13.46%	22.64%	19.77%
归属于母公司净利润	4.08%	-36.65%	12.31%	22.49%	19.82%
获利能力					
毛利率	25.54%	24.65%	25.74%	27.02%	28.25%
净利率	15.88%	8.59%	8.62%	9.52%	10.35%
ROE	20.33%	11.98%	12.17%	13.27%	13.97%
ROIC	18.34%	11.09%	9.45%	12.87%	14.86%
偿债能力					
资产负债率	51.92%	53.35%	48.91%	49.42%	45.44%
净负债率	26.20%	41.58%	15.68%	8.86%	-18.90%
流动比率	1.46	1.11	1.21	1.38	1.65
速动比率	1.23	0.91	1.03	1.18	1.48
营运能力					
应收账款周转率	4.26	3.40	3.78	3.58	3.68
存货周转率	8.15	7.31	8.08	8.01	8.32
总资产周转率	0.52	0.50	0.51	0.54	0.55
每股指标(元)					
每股收益	2.09	1.33	1.49	1.82	2.18
每股经营现金流	1.88	2.87	4.43	1.61	6.35
每股净资产	10.29	11.06	12.24	13.74	15.64
估值比率					
市盈率	7.30	11.52	10.26	8.37	6.99
市净率	1.48	1.38	1.25	1.11	0.98
EV/EBITDA	7.71	7.04	6.17	5.24	3.47
EV/EBIT	10.24	9.72	9.08	7.29	4.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com