



买入（维持）

所属行业：国防军工/航空装备 II
当前价格(元)：28.03

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

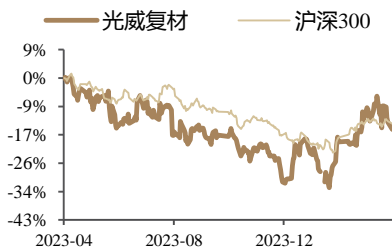
王逸枫

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(%)	-4.40	4.67	14.85
相对涨幅(%)	-4.16	-0.43	7.24

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《【德邦建材】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》，2024.1.29
- 《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+新产能 蓄势高质量增长新阶段

投资要点

- 事件：**2024年4月8日公司发布2023年年度报告，2023年公司实现营收约25.18亿元，同比+0.26%，归母净利润约8.73亿元，同比-6.54%，扣非归母净利润约7.12亿元，同比-18.61%，基本每股收益约1.05元，同比-6.68%，加权平均净资产收益率约17.00%，同比下降4.27pct。单季度来看，23Q4公司实现营收约7.71亿元，同比+35.03%，环比+47.31%，归母净利润约2.52亿元，同比+36.93%，环比+21.12%，扣非归母净利润约2.08亿元，同比+31.45%，环比+70.89%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利5元，合计分红4.13亿元，分红率约47%。
- 航空航天需求增长支撑公司碳纤维主业增长。**23年公司主业拓展纤维板块实现逆势增长20.28%主要受益于公司优势领域航空及航天需求的稳定增长，从整体收入结构来看，23年公司航空/航天/新能源收入占比49.79%/13.79%/23.78%，同比+8.50/+3.75/-6.76/pct；从拓展纤维板块收入结构来看，23年公司航空/航天收入占比67.56%/14.38%，同比+2.34/+0.67pct。

1) **拓展纤维：**新产品贡献提升，航空等占比提升带来单价结构性上涨。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%，实现销量约2340吨，同比+7.39%，测算单吨收入约71.25万元/吨，同比+12.00%，或主要系航空等占比提升所致。单位收入的增长带动公司拓展纤维吨毛利同比+4.47%至44.07万元/吨，但由于制造费用大幅上涨导致营业成本增长，公司拓展纤维毛利率23年下降4.46pct至61.85%。分产品来看，公司T700S/T800S级的工业用高性能产品受市场价格大幅下降影响仅实现收入约2.95亿元，同比微增3.97%，业绩基石仍为传统定型产品，20.98亿大合同截至23年累计执行17.40亿元，执行率83%。23年T300/T700/T800/MJ级收入占比51.12%/15.57%/17.20%/12.39%，分别同比-8.63/-0.57/+3.46/+2.74pct。我们认为，当前公司新老产品过渡有序推进，随着公司长期研发、验证成果转化形成的航空用新定型纤维和航天用新定型纤维逐步进入批产状态，新定型产品业绩贡献能力有望持续提升。

2) **碳梁：**业绩进入阶段性低点，持续关注海外新客户开拓情况。23年公司碳梁业务实现营收4.26亿元，同比-35.54%，实现销量408.57万米，同比-28.81%，降幅较大主要受传统客户订单量价齐跌、新开发客户虽开始导入量产但业务规模相对有限所致，我们测算公司碳梁业务单位收入约104.37元/米，同比-9.46%，单位营业成本约85.45元/米，同比-1.40%或主要系碳纤维原材料价格下降，公司23年碳梁业务毛利率约18.12%，同比下降6.69pct。我们认为，海外新客户的开发需要配合客户进行产业验证，前期客户培育需要较长时间，随着新开发客户陆续导入量产，公司有望降低原来对单一客户依赖风险，增强可持续发展能力。

3) **预浸料：**阶段性受体育休闲拖累，后续在国产大飞机等高端领域有望逐步放量。23年公司通用新材料板块实现营收约2.68亿元，同比-10.52%，实现销量约505.92万平，同比-25.58%，主要系渔具和体育休闲应用领域出口业务下滑、市场需求下降影响。我们测算公司预浸料业务单位收入约52.99元/平，同比+20.24%或主要系产品结构影响。23年公司预浸料业务毛利率约33.98%，同比-2.40pct。公司商飞舱内结构用纤维增强树脂阻燃预浸料当前已完成验收，定向开发的有人机、无人机、特种飞行器等高端领域预浸料有序推进，结合市场需求成功开发的热塑性预浸料、碳纤维单丝预浸料、3C消费电子预浸料、光伏预浸料等产品有望为后期市场拓展奠定坚实基础。

4) **其他业务**: 23 年公司复材科技板块复合材料制部件业务受航空复材业务增长影响, 实现销售收入 0.93 亿元, 同比+14.37%, 精密机械板块对外装备销售业务主要受收入确认因素影响, 实现销售收入 0.34 亿元, 同比-31.05%, 光晟科技板块航天复材业务主要受下游客户项目进程不确定性影响, 实现销售收入 0.19 亿元, 同比-22.10%。

- **盈利能力韧性较强**。公司 23 年整体毛利率约 48.66%, 同比小幅下降 0.42pct, 体现出多元化领域拓展及全产业链布局带来的韧性。费用率方面, 23 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.83%/6.44%/6.68%/-1.08%, 分别-0.07/+1.06/-0.98/+3.01pct, 财务费用提升较多主要系 22 年汇率波动较大形成较高汇兑收益, 22 年公司汇兑收益约 0.92 亿元, 23 年约 0.19 亿元, 同比-79.35%。
- **新产品+新产能助力公司进入发展新阶段**。公司是国内军用碳纤维市场核心供应商之一, 且已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, 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逐步发力:

新产品方面, 公司大力培育的 T700G、T800H、M40J、M55J、T700S/T800S、T1000 等产品逐步量产, 推动公司进入下一个健康发展周期: 1) 23 年 9 月公司 T800H 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;

新产能方面, 公司包头 1 期 4000 吨项目整体建设工作已进入收尾阶段, 根据公司公告计划在 24H1 投产。包头项目生产 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。

- **投资建议**: 我们认为, 公司作为军品碳纤维龙头, 新产品+新产能推动下业务有望进入下一个高质量增长阶段, 且当前公司股东减持等风险基本出尽。2013 年对公司进行股权投资的信丰合伙已于 23 年 12 月 29 日减持完所持全部 3865 万股 (占总股本 4.65%)。为维护公司价值和股东权益, 截止 24 年 3 月 27 日公司累计回购 635.20 万股, 占公司总股本 0.76%, 回购金额约 1.62 亿元, 完成 23 年 12 月公告的回购方案。根据公司股东分红回报三年规划, 24-26 年公司每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的 20%。我们预计公司 24-26 年归母净利润为 9.76、12.03 和 14.39 亿元, 对应 EPS 分别为 1.17、1.45 和 1.73 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		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	831.35	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
流通 A 股(百万股):	817.56	营业收入(百万元)	2,511	2,518	2,841	3,351	3,882
52 周内股价区间(元):	22.20-33.24	(+/-)YOY(%)	-3.7%	0.3%	12.8%	17.9%	15.9%
总市值(百万元):	23,302.80	净利润(百万元)	934	873	976	1,203	1,439
总资产(百万元):	7,057.59	(+/-)YOY(%)	23.2%	-6.5%	11.8%	23.2%	19.6%
每股净资产(元):	6.55	全面摊薄 EPS(元)	1.13	1.05	1.17	1.45	1.73
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	49.1%	48.7%	49.4%	50.9%	52.0%
		净资产收益率(%)	19.1%	16.0%	16.3%	18.1%	19.3%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 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	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.05	1.17	1.45	1.73
每股净资产	6.55	7.20	8.00	8.95
每股经营现金流	0.64	1.40	1.88	1.86
每股股利	0.50	0.38	0.47	0.57
价值评估(倍)				
P/E	25.37	23.87	19.37	16.19
P/B	4.07	3.89	3.51	3.13
P/S	9.26	8.20	6.95	6.00
EV/EBITDA	18.20	14.89	12.04	10.06
股息率%	1.9%	1.4%	1.7%	2.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	48.7%	49.4%	50.9%	52.0%
净利润率	34.7%	34.4%	35.9%	37.1%
净资产收益率	16.0%	16.3%	18.1%	19.3%
资产回报率	12.4%	12.7%	14.3%	15.5%
投资回报率	14.2%	15.2%	17.1%	18.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	0.3%	12.8%	17.9%	15.9%
EBIT 增长率	3.2%	15.5%	23.5%	19.7%
净利润增长率	-6.5%	11.8%	23.2%	19.6%
偿债能力指标				
资产负债率	21.6%	21.3%	21.1%	20.7%
流动比率	3.8	3.8	3.9	4.0
速动比率	3.3	3.3	3.4	3.6
现金比率	1.1	1.1	1.4	1.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	96.3	96.3	62.0	63.0
存货周转天数	128.8	128.8	128.8	128.8
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	1.3	1.4	1.5	1.7

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	873	976	1,203	1,439
少数股东损益	-32	-38	-46	-55
非现金支出	301	433	486	538
非经营收益	12	6	6	6
营运资金变动	-619	-215	-83	-381
经营活动现金流	534	1,163	1,566	1,547
资产	-745	-614	-564	-534
投资	0	0	0	0
其他	10	0	0	0
投资活动现金流	-735	-614	-564	-534
债权募资	270	4	0	0
股权募资	32	0	0	0
其他	-374	-447	-549	-655
融资活动现金流	-71	-443	-549	-655
现金净流量	-252	106	454	358

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 8 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,518	2,841	3,351	3,882
营业成本	1,293	1,439	1,645	1,863
毛利率%	48.7%	49.4%	50.9%	52.0%
营业税金及附加	34	37	44	50
营业税金率%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	21	23	27	31
营业费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	162	170	201	233
管理费用率%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	168	185	218	252
研发费用率%	6.7%	6.5%	6.5%	6.5%
EBIT	968	1,118	1,381	1,653
财务费用	-27	-24	-26	-30
财务费用率%	-1.1%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	-52	-20	-20	-20
投资收益	0	0	0	0
营业利润	992	1,103	1,360	1,627
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	993	1,104	1,361	1,628
EBITDA	1,171	1,501	1,818	2,141
所得税	152	166	204	244
有效所得税率%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	-32	-38	-46	-55
归属母公司所有者净利润	873	976	1,203	1,439

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,090	1,196	1,650	2,007
应收账款及应收票据	759	826	668	800
存货	456	488	560	637
其它流动资产	1,402	1,567	1,828	2,099
流动资产合计	3,707	4,077	4,705	5,543
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,902	2,096	2,201	2,234
在建工程	1,053	1,083	1,098	1,104
无形资产	240	248	257	265
非流动资产合计	3,350	3,583	3,712	3,759
资产总计	7,058	7,660	8,417	9,302
短期借款	46	50	50	50
应付票据及应付账款	515	573	656	743
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	416	457	516	578
流动负债合计	977	1,080	1,222	1,371
长期借款	119	119	119	119
其它长期负债	432	432	432	432
非流动负债合计	550	550	550	550
负债总计	1,528	1,631	1,772	1,921
实收资本	831	831	831	831
普通股股东权益	5,448	5,985	6,647	7,438
少数股东权益	82	44	-2	-57
负债和所有者权益合计	7,058	7,660	8,417	9,302

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

	类别	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；	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。
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。	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。