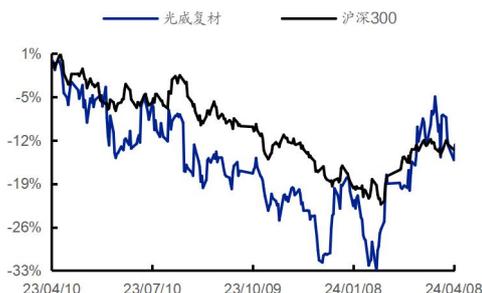


研究所：  
 证券分析师：李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人：仲逸涵 S0350123070022  
 zhongyh@ghzq.com.cn

## 新老产品有序过渡，看好公司长期发展

### ——光威复材（300699）2023 年年报点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
光威复材	-1.7%	11.3%	-12.7%
沪深 300	-1.1%	6.4%	-15.0%

#### 市场数据

市场数据	2024/04/09
当前价格(元)	28.83
52 周价格区间(元)	21.88-54.78
总市值(百万)	23,967.88
流通市值(百万)	23,570.19
总股本(万股)	83,135.20
流通股本(万股)	81,755.77
日均成交额(百万)	463.84
近一月换手(%)	2.16

#### 相关报告

《光威复材(300699)2023 年三季报点评报告：经营依旧稳健，新一轮成长即将开启(买入)\*航空装备 II\*李永磊，董伯骏》——2023-10-28  
 《光威复材(300699)2023 年中报点评报告：业绩环比改善彰显韧性，关注公司新一轮发展(买入)\*航空装备 II\*李永磊，董伯骏》——2023-08-16  
 《光威复材(300699)点评报告：业绩稳健提升，碳纤维全产业链龙头持续成长(买入)\*航空装备 II\*李永磊，董伯骏》——2022-10-29

#### 事件：

2024 年 4 月 8 日，公司发布 2023 年年报。2023 年，公司实现营业收入 25.18 亿元，同比上升 0.3%；实现归母净利润 8.73 亿元，同比降低 6.5%；实现扣非归母净利润 7.12 亿元，同比降低 18.6%；销售毛利率 48.7%，同比降低 0.4 个 pct，销售净利 33.4%，同比降低 2.7 个 pct；经营活动现金流净额为 5.34 亿元。

2023Q4 单季度，公司实现营业收入 7.71 亿元，同比+35%，环比+47.3%；实现归母净利润为 2.52 亿元，同比+37%，环比+21.1%；扣非后归母净利润 2.08 亿元；经营活动现金流净额为 3.02 亿元。销售毛利率为 54.7%，同比+17.5 个 pct，环比+9.8 个 pct；销售净利率为 32%，同比上升 1.6 个 pct，环比降低 6 个 pct。

#### 投资要点：

##### ■ 新老主导产品转换过渡期，2023 年公司业绩维持稳健

2023 年，公司实现营业收入 25.18 亿元，同比上升 0.3%；实现归母净利润 8.7 亿元，同比降低 6.5%，较 2022 年减少 0.61 亿元。2023 年公司实现毛利润 12.25 亿元，同比-0.07 亿元，其中期间费用 3.24 亿元，同比+0.77 亿元，少数股东损益-0.32 亿元，同比-0.04 亿元；信用减值损失为-0.45 亿元，上年同期为-0.28 亿元；资产减值损失为-0.52 亿元，上年同期为-0.25 亿元，主要系存货跌价损失。2023 年，公司碳纤维及织物/碳梁/预浸料/制品和其他业务营收分别为 16.67/4.26/2.68/1.46 亿元，同比+20.3%/-35.5%/-10.5%/-5.9%；碳纤维及织物/碳梁/预浸料/制品和其他业务分别实现毛利润 10.31/0.77/0.91/0.22 亿元，同比+12.19%/-52.91%/-16.41%/34.00%；碳纤维及织物/碳梁/预浸料/制品和其他业务分别实现毛利率 61.85%/18.12%/33.98%/15.31%，同比-4.46pct/-6.69pct/-2.4pct/-6.52pct。2023 年公司经营活动产生的现金流净额为 5.34 亿元，同比+263.0%。期间费用方面，2023 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%，同比-0.07pct/+1.06pct/-0.98pct/+3.01pct。

2023 年 Q4 公司实现净利润 2.46 亿元，环比增加 0.48 亿元，实现毛利 4.22 亿元，环比增加 1.87 亿元。期间费用 1.28 亿元，环比+0.53 亿

元，资产减值损失-0.47 亿元，环比-0.46 亿元，其他收益 0.62 亿元，环比-0.38 亿元。

### ■ 航空航天新定型产品转入量产，千吨线验证工作有序推进

航空、航天、新能源是公司三个最大的业务来源，2023 年航空、航天板块实现快速增长。2023 年公司碳纤维业务 16.67 亿元收入中，航空应用占比 67.56%，贡献销售收入 11.26 亿元，同比增长 24.59%，航天应用占比 14.38%，贡献销售收入 2.40 亿元，同比增长 26.14%。

2023 年，公司以新定型航空用碳纤维为主的 T800 级别占比 17.20%，贡献销售收入 2.87 亿元，同比增长 50.61%，以新定型卫星结构应用为主的 MJ 系列碳纤维占比 12.39%，贡献销售收入 2.07 亿元，同比增长 54.45%。

公司 T300 碳纤维通过中国商飞 PCD 预批准，阻燃预浸料通过中国商飞 PCD 批准。此外，定向开发的有人机、无人机、特种飞行器等高端领域预浸料按节点有序推进。2024 年，公司将推动 T800 级碳纤维千吨生产线的等同性验证工作早日完成。光晟科技板块，依托公司全产业链的资源协同优势，专注于航天航空复合材料产品的设计与研发，致力于打造成为国内航天火箭、导弹发动机壳体的研发和自动化批量生产基地。

### ■ 碳梁业务单一客户风险逐步弱化，预计 2024 年实现恢复性增长

2023 年，公司能源新材料板块风电碳梁业务因传统主要客户订单量价齐跌、新开发客户虽开始导入量产但业务规模还有限，实现销售收入 4.26 亿元，同比减少 35.54%。2023 年，公司海外销售碳梁 390.85 万米，实现收入 4.20 亿元。公司努力维护传统客户业务合作关系，保障新量产客户订单的及时交付，配合新开发客户尽快完成认证工作；持续开发拉挤、拉缠等新产品，同时加强生产精益管理，提升节能降耗水平，预计 2024 年碳梁业务实现恢复性增长。库存方面，截至 2023 年末，公司碳梁库存 77.97 万米，同比+95.39%，主要为 2024 年一季度订单备货。

### ■ 包头项目预计 2024 年上半年投产，“两高一低”布局持续完善

包头项目是落实公司“两高一低”碳纤维发展战略的重要举措，是公司基于碳纤维民用发展战略不断拓展民品应用空间的必要技术和产品储备，项目实体建设工作自 2020 年 10 月启动，期间先后克服了当地特色气候环境、持续三年不利的宏观建设环境以及过程中产品方案和建设方案的必要调整等因素对建设进程的重大影响，截至报告期末，共完成 28 个单体建筑建设工程，原丝车间、碳化车间、变电站、制氮站、纯水、污水、数字化车间等设备安装工作以及蒸汽等相关基础管网的接入准备，整体建设工作进入收尾阶段，报告期内碳化工序还进行了短期开车试车，试产进展顺利并且产品质量优良，项目建设取得节点性进展，目前已转入投产前的准备阶段，计划在 2024 年上半年投产。

■ **2023 年股利支付达 47%，致力于提升股东回报水平**

公司每三年一期制定了《未来三年股东分红回报规划》，积极实施现金分红。2023 年度公司提出了每 10 股派发 5 元的现金分红预案，股利支付率为 47.24%。公司上市以来现金分红总金额达到 18.48 亿元，占期间累计净利润的 42.56%，是公司募集资金净额的 195.29%。

■ **盈利预测和投资评级** 综合考虑行业竞争格局变化以及公司产品价格和客户开拓情况，我们适度调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.72、13.35、14.80 亿元，对应 PE 分别 22、17、16 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、丙烷价格大幅震荡。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2518	3344	4075	4559
增长率(%)	0	33	22	12
归母净利润（百万元）	873	1072	1335	1480
增长率(%)	-7	23	24	11
摊薄每股收益（元）	1.05	1.29	1.61	1.78
ROE(%)	16	17	17	16
P/E	25.37	21.64	17.38	15.68
P/B	4.07	3.64	3.01	2.52
P/S	8.81	6.94	5.69	5.09
EV/EBITDA	18.20	14.84	11.69	10.21

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 1、分产品经营数据

表 1: 光威复材主要产品经营数据

主营业务	项目	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2
碳纤维及织物	营业收入, 亿元	5.78	5	7.3	5.45	8.01	5.85	7.68	8.99
	毛利, 亿元	4.54	3.57	5.52	3.41	5.88	3.31	4.68	5.63
	毛利率, %	78.60%	71.40%	75.60%	62.60%	73.40%	56.60%	60.90%	62.63%
碳梁	营业收入, 亿元	3.11	4.07	3.12	4.96	3.21	3.41	2.3	1.96
	毛利, 亿元	0.65	0.9	0.35	0.87	0.72	0.92	0.36	0.41
	毛利率, %	20.90%	22.10%	11.30%	17.50%	22.50%	27.00%	15.50%	21.02%
预浸料	营业收入, 亿元	0.93	1.43	1.98	1.61	1.36	1.64	1.45	1.23
	毛利, 亿元	0.22	0.44	0.59	0.42	0.48	0.61	0.53	0.38
	毛利率, %	23.30%	30.80%	29.70%	26.10%	35.50%	37.20%	36.50%	30.96%
总计	营业收入, 亿元	10.05	11.11	12.83	13.24	13.14	11.97	12.24	12.94
	毛利, 亿元	5.43	5.11	6.48	5.1	7.24	5.08	5.69	6.56
	毛利率, %	54.00%	46.00%	50.50%	38.50%	55.10%	42.40%	46.50%	50.72%

资料来源: wind, 国海证券研究所

## 2、公司财务数据

图 1：2023 年营收同比增长 0.26%



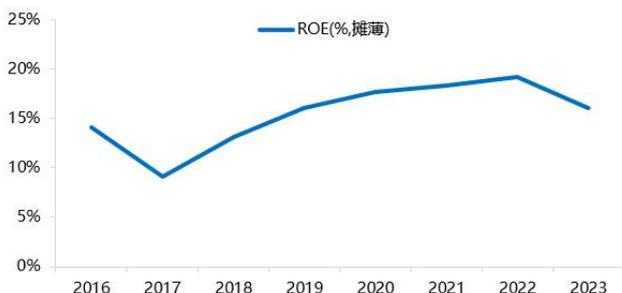
资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：2023 年归母净利润略有回落



资料来源：wind，国海证券研究所

图 3：2023 年净资产收益率下降



资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：2023 年资产负债率保持平稳



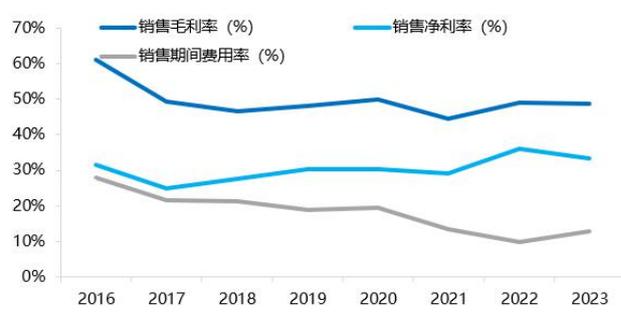
资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：2023 年资产周转率为 37.61%



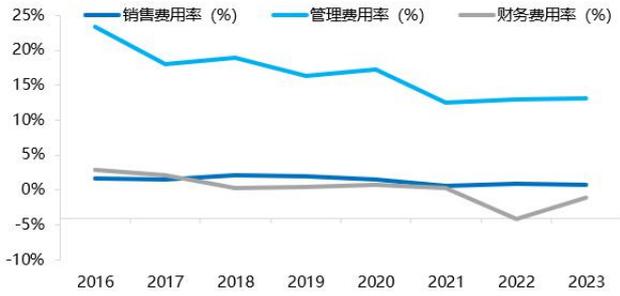
资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：2023 年毛利率为 48.66%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2023 年期间费用率基本维持平稳



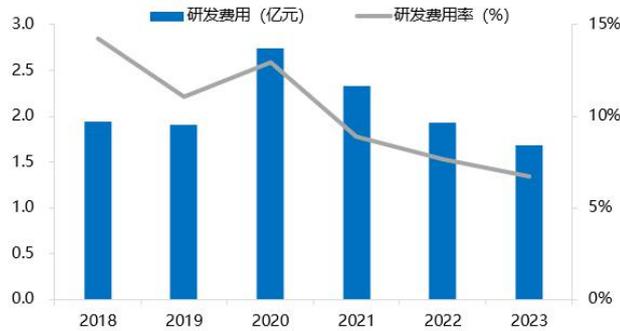
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023 年经营活动现金流净额 5.34 亿元



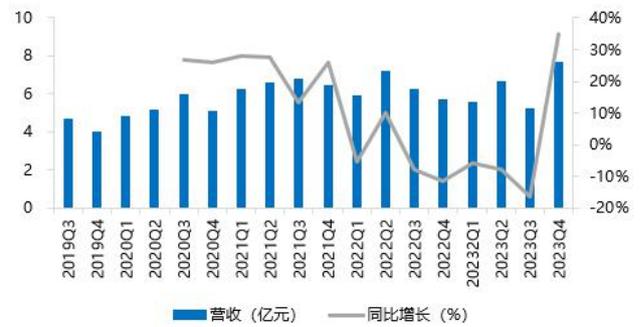
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2023 年研发费用达 1.68 亿元



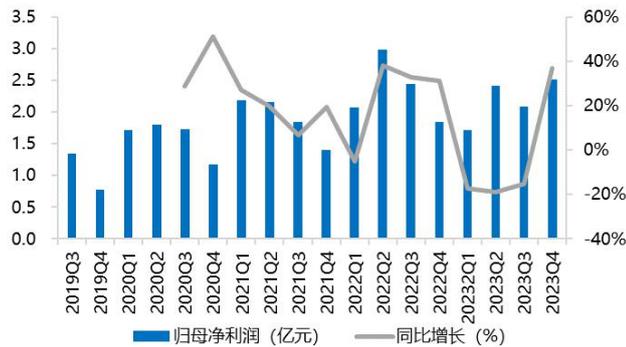
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：2023 年 Q4 营收环比增长 47.31%



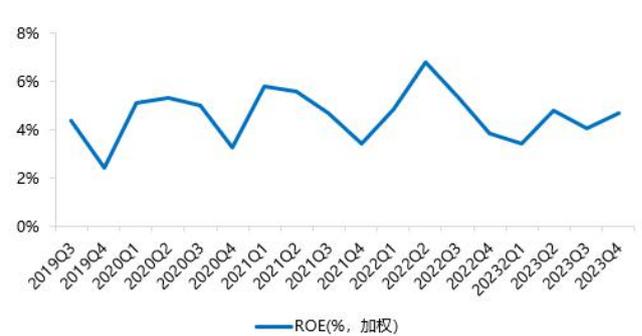
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：2023 年 Q4 归母净利润环比上升 21.12%



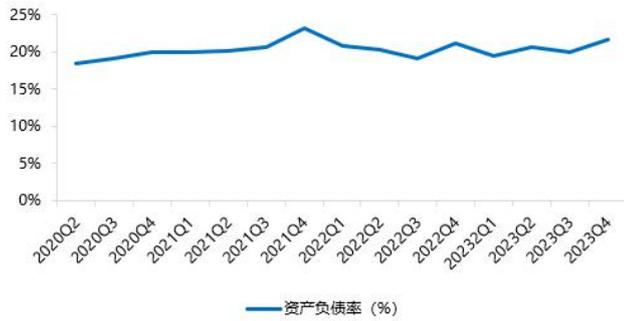
资料来源：wind，国海证券研究所

图 12：季度净资产收益率



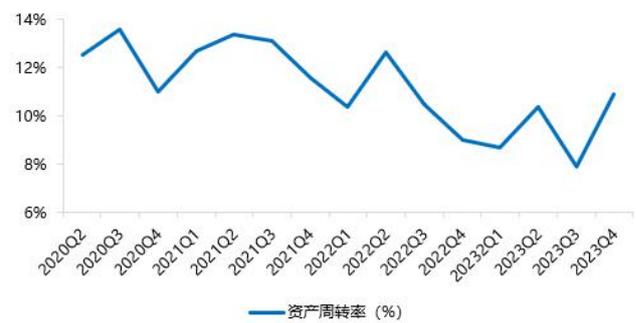
资料来源：wind，国海证券研究所

图 13: 季度资产负债率



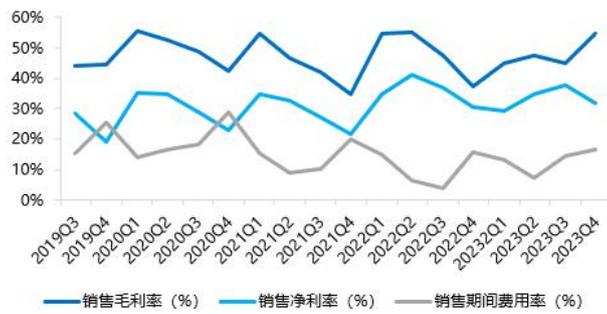
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 季度资产周转率



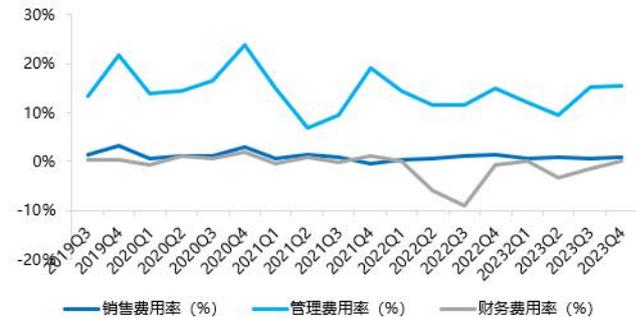
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 季度毛利率及净利率



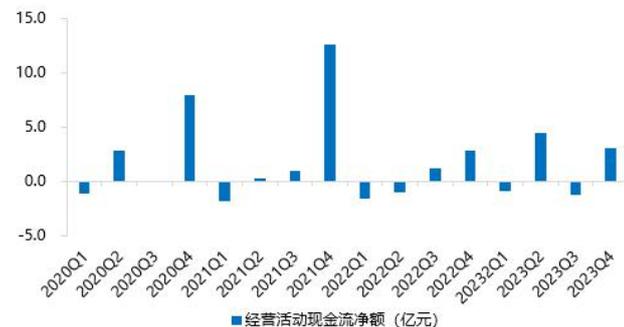
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度期间费用率



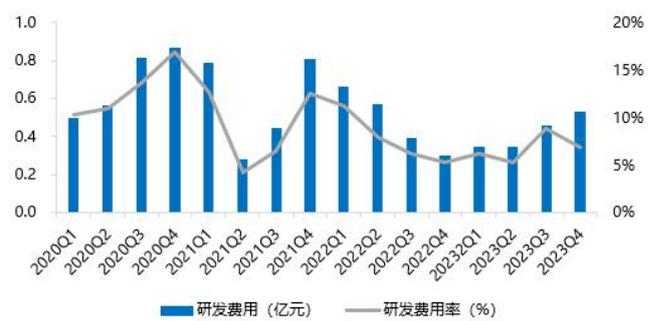
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 2023 年 Q4 经营活动现金流净额 3.02 亿元



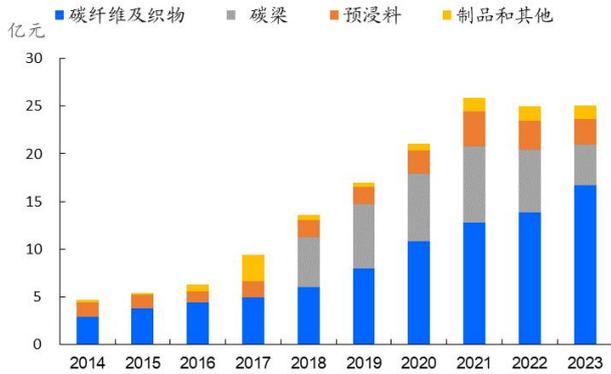
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度研发费用情况



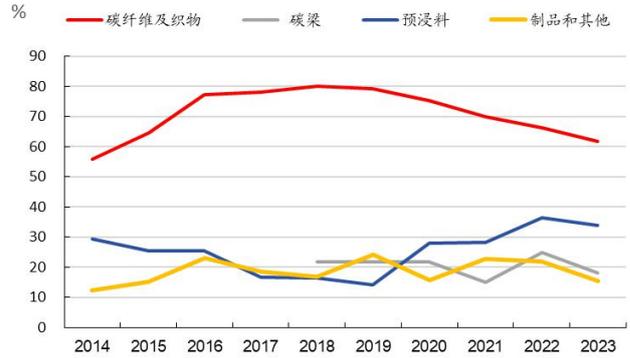
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 公司主要产品收入情况



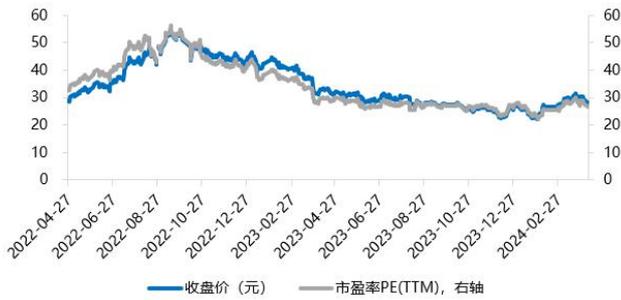
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 公司主要产品毛利率



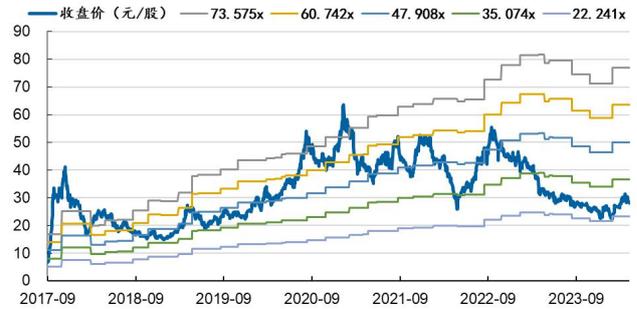
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 收盘价及 PE (TTM)



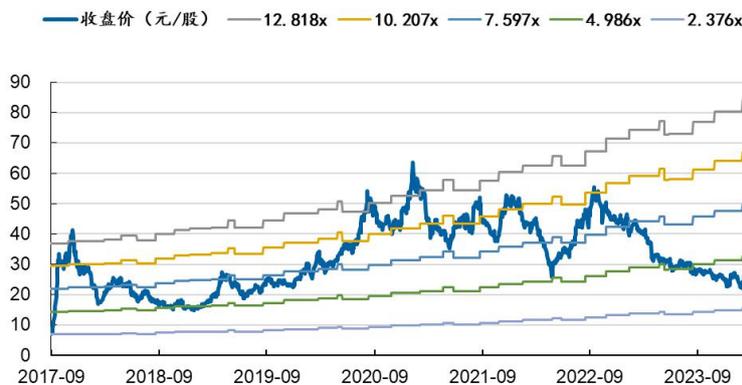
资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/8)

图 22: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/8)

图 23: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/8)

### 3、盈利预测与评级

综合考虑行业竞争格局变化以及公司产品价格和客户开拓情况,我们适度调整公司盈利预测,预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.72、13.35、14.80 亿元,对应 PE 分别 22、17、16 倍,考虑公司未来成长性,维持“买入”评级。

### 4、风险提示

政策落地情况;新产能建设进度不达预期;新产能贡献业绩不达预期;原材料价格波动;环保政策变动;经济大幅下行;丙烷价格大幅震荡。

附表：光威复材盈利预测表

证券代码:	300699				股价:	28.83				投资评级:	买入				日期:	2024/04/09			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	16%	17%	17%	16%	EPS	1.05	1.29	1.61	1.78										
毛利率	49%	46%	47%	48%	BVPS	6.55	7.67	9.28	11.06										
期间费率	6%	7%	7%	7%	<b>估值</b>														
销售净利率	35%	32%	33%	32%	P/E	25.37	21.64	17.38	15.68										
<b>成长能力</b>					P/B	4.07	3.64	3.01	2.52										
收入增长率	0%	33%	22%	12%	P/S	8.81	6.94	5.69	5.09										
利润增长率	-7%	23%	24%	11%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.38	0.45	0.47	0.45	营业收入	2518	3344	4075	4559										
应收账款周转率	4.65	5.02	5.37	5.00	营业成本	1293	1795	2142	2383										
存货周转率	2.35	3.76	3.92	3.69	营业税金及附加	34	45	54	61										
<b>偿债能力</b>					销售费用	21	28	34	38										
资产负债率	22%	19%	17%	15%	管理费用	162	217	261	292										
流动比	3.79	4.31	4.90	5.71	财务费用	-27	-9	-11	-15										
速动比	3.19	3.63	4.18	4.93	其他费用/(-收入)	168	234	269	301										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	992	1235	1550	1728										
现金及现金等价物	1090	1296	1650	2226	营业外净收支	1	0	0	0										
应收款项	759	771	973	1114	利润总额	993	1235	1550	1728										
存货净额	456	498	595	695	所得税费用	152	173	222	248										
其他流动资产	1402	1482	1781	2070	净利润	841	1062	1328	1480										
<b>流动资产合计</b>	<b>3707</b>	<b>4048</b>	<b>4999</b>	<b>6106</b>	少数股东损益	-32	-11	-7	0										
固定资产	1902	2283	2619	2948	归属于母公司净利润	873	1072	1335	1480										
在建工程	1053	1211	1326	1414	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	395	399	404	409	经营活动现金流	534	1146	1128	1360										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	873	1072	1335	1480										
<b>资产总计</b>	<b>7058</b>	<b>7940</b>	<b>9348</b>	<b>10876</b>	少数股东损益	-32	-11	-7	0										
短期借款	46	64	84	102	折旧摊销	203	267	328	371										
应付款项	515	479	488	496	公允价值变动	-10	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-619	-191	-537	-500										
其他流动负债	416	397	448	470	投资活动现金流	-735	-809	-784	-792										
<b>流动负债合计</b>	<b>977</b>	<b>940</b>	<b>1020</b>	<b>1069</b>	资本支出	-745	-809	-784	-792										
长期借款及应付债券	119	119	119	119	长期投资	0	0	0	0										
其他长期负债	432	432	432	432	其他	10	0	0	0										
<b>长期负债合计</b>	<b>550</b>	<b>550</b>	<b>550</b>	<b>550</b>	筹资活动现金流	-71	-151	11	9										
<b>负债合计</b>	<b>1528</b>	<b>1490</b>	<b>1570</b>	<b>1619</b>	债务融资	270	18	19	19										
股本	831	831	831	831	权益融资	32	-162	0	0										
股东权益	5530	6449	7778	9257	其它	-374	-8	-9	-10										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7058</b>	<b>7940</b>	<b>9348</b>	<b>10876</b>	现金净增加额	-252	205	354	576										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。