

# 中材科技 (002080.SZ)

## 2023 年年报点评：优化结构改善盈利，利润同比仍有承压

买入

### 核心观点

**收入同比微增，利润有所承压。**2023 年公司实现营收 258.9 亿元，调整后同比+0.3%，归母净利 22.2 亿元，调整后同比-37.8%，扣非归母净利 19.6 亿元，调整后同比-10.7%，EPS 为 1.33 元/股，并拟 10 派 5.6 元（含税），其中玻纤及制品/叶片/锂电膜 83.8/94.7/24.4 亿元，同比-8.3%/-0.75%/+30.6%，贡献归母净利 10.2/3.4/3.8 亿元；Q4 单季营收 76.6 亿元，同比-4.3%，归母净利 5.2 亿元，同比-54.3%，扣非归母净利 4.7 亿元，同比-16.4%。

**结构升级叠加整合优化，风电叶片盈利修复。**2023 年销售风电叶片 21.6GW，同比+5.0%，单套功率 5.6MW/套，同比+23%，实现收入 94.7 亿元，同比-0.75%，毛利率 18.3%，同比+9.7pct，贡献净利润 5.9 亿元，测算单 MW 价格/成本/毛利分别为 43.8/35.8/8.0 万元，同比-5.2%/-15.4%/+100%，受风电装机恢复性复苏及价格压力持续影响，叶片量增价跌，盈利提升主要受益产品结构优化和原材料价格下跌，叠加并购整合中复连众协同优化效率提升。

**玻纤销量逆势提升，行业景气有望筑底。**2023 年累计销售玻纤及其制品 136 万吨，同比+17.0%，产销率 99.8%，其中风电/热塑/出口销量同比+37%/+23%/8.4%，实现收入 83.8 亿元，同比-8.3%，净利润 10.2 亿元，同比-64.0%，毛利率 22.6%，同比-9.8pct，面对行业景气延续低迷，价格持续下探，积极调整产品结构，受益风电、热塑等优势产能带动，产销继续创历史新高，产销率保持相对高水平，并一定程度对冲价格下行带来的压力。目前行业筑底态势明朗，新增产能释放节奏有所放缓，行业景气有望逐步修复。

**锂电盈利稳定，项目布局加速推进。**2023 年销售锂电隔膜 17.3 亿平米，同比+52.9%，其中涂覆产品销量同比+145%，占比提高 12pct，实现收入 24.4 亿元，同比+30.6%，净利润 7.4 亿元，同比+54.4%，测算单平均价/成本/净利为 1.41/0.86/0.43 元/平米，同比-14.6%/-12.3%/持平，面对价格下行压力，公司通过产品结构改善、良率和产能利用率提升，单位盈利总体保持稳定，报告期基膜产能利用率达 107%，全年产线 A 品率稳定维持 90%以上，基膜单位成本同比下降 24%。截至 2023 年，公司已具备 40 亿平米基膜生产能力，各基地按计划建设推进，预计 2024 年年中产能将超过 60 亿平米。

**风险提示：**玻纤产能投放超预期；风电装机不及预期；原燃料价格大幅上涨

**投资建议：**优化结构改善盈利，看好多元化布局提供成长动能，维持“买入”

公司作为中建材新材料业务板块核心企业，持续围绕新材料、新能源方向布局，目前玻纤筑底态势已逐步明晰，叶片盈利修复，锂电加速扩产释放弹性，看好多元化业务带来成长动能。考虑玻纤价格仍处低位，叶片锂电膜竞争激烈，下调 24-25 年盈利预测，预计 24-26 年 EPS 分别为 1.38/1.71/2.10 元/股，对应 PE 为 11.2/9.0/7.3x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22,109	25,889	29,298	33,396	37,595
(+/-%)	8.9%	17.1%	13.2%	14.0%	12.6%
净利润(百万元)	3511	2224	2316	2873	3529
(+/-%)	4.1%	-36.7%	4.1%	24.1%	22.8%
每股收益(元)	2.09	1.33	1.38	1.71	2.10
EBIT Margin	14.0%	11.8%	12.8%	14.1%	15.6%
净资产收益率 (ROE)	20.3%	12.0%	11.6%	13.3%	14.8%
市盈率 (PE)	7.4	11.6	11.2	9.0	7.3
EV/EBITDA	11.0	11.7	9.3	8.4	7.8
市净率 (PB)	1.50	1.39	1.30	1.19	1.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 建筑材料·玻璃玻纤

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：陈颖

0755-81981825

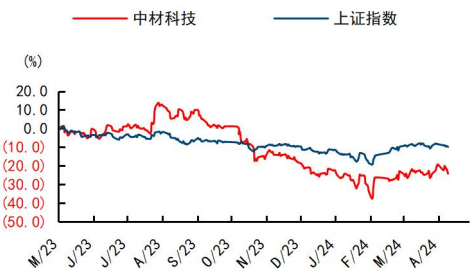
chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	15.40 元
总市值/流通市值	25843/25843 百万元
52 周最高价/最低价	25.84/12.26 元
近 3 个月日均成交额	300.37 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《中材科技 (002080.SZ) - 叶片盈利向好，锂电持续放量，玻纤景气筑底》——2023-08-23
- 《中材科技 (002080.SZ) - 2022 年年报点评：锂电增长亮眼，玻纤和叶片盈利有望修复》——2023-03-20
- 《中材科技 (002080.SZ) - 2022 年中报点评：玻纤稳健有韧性，叶片有望迎接拐点，锂电盈利提升》——2022-08-21
- 《中材科技 (002080.SZ) - 业绩符合预期，三大主业加速布局》——2022-04-25

**收入同比微增，盈利有所承压。**2023 年公司实现营收 258.9 亿元，调整后同比 +0.3%，归母净利润 22.2 亿元，调整后同比-37.8%，扣非归母净利润 19.6 亿元，调整后同比-10.7%，其中非流动资产处置损益 0.62 亿元，上年同期为 12.0 亿元，主因处置铈粉收益贡献，EPS 为 1.33 元/股，并拟 10 派 5.6 元（含税）；Q4 单季度实现营收 76.6 亿元，调整后同比-4.3%，归母净利润 5.2 亿元，调整后同比-54.3%，扣非归母净利润 4.7 亿元，调整后同比-16.4%。

分产品来看，三大主导业务玻璃纤维及制品/风电叶片/锂电隔膜全年分别实现收入 83.8/94.7/24.4 亿元，同比-8.3%/-0.75%/+30.6%，占比 42.9%/48.6%/12.5%，贡献归母净利润 10.2/3.4/3.8 亿元。

图1: 中材科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



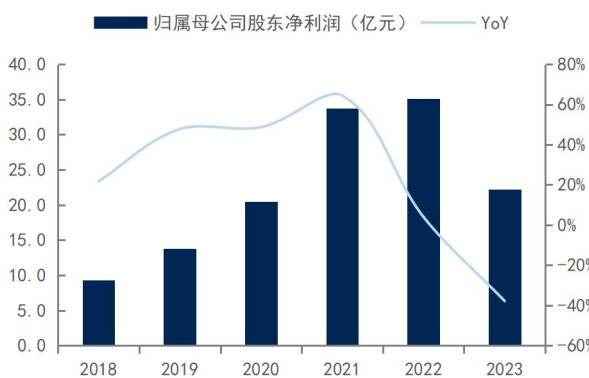
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 中材科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



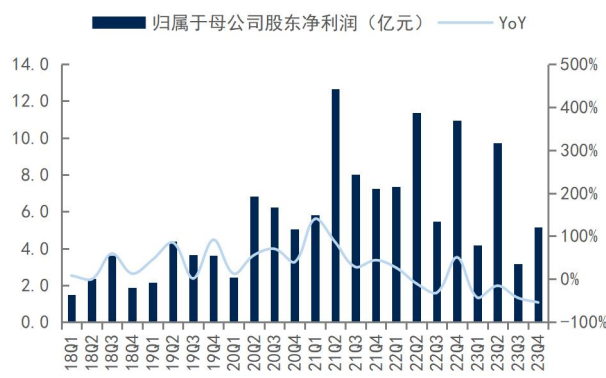
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 中材科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 中材科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 中材科技分产品营业收入构成

	2023		2022		同比增减 (%)
	金额 (亿元)	占收入比重 (%)	金额 (亿元)	占收入比重 (%)	
玻纤及制品	83.8	42.94%	91.3	46.83%	-8.30%
风电叶片	94.7	48.56%	95.5	48.93%	-0.75%

表1: 中材科技分产品营业收入构成

锂膜	24.4	12.49%	18.7	9.57%	30.56%
高压气瓶	13.6	7.00%	11.9	6.08%	15.02%
特种纤维及制品	8.5	4.33%	8.3	4.23%	2.42%
工程复合材料	19.7	10.08%	16.1	8.24%	22.31%
先进复合材料	11.3	5.78%	12.3	6.33%	-8.66%
技术与装备	13.6	6.99%	11.4	5.85%	19.37%
其他	17.7	9.05%	11.3	5.77%	56.96%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**结构升级叠加整合优化, 风电叶片盈利修复。**2023 年销售风电叶片 21.6GW, 同比+5.0%, 单套功率 5.6MW/套, 同比+23%, 实现收入 94.7 亿元, 同比-0.75%, 毛利率 18.3%, 同比+9.7pct, 贡献净利润 5.9 亿元, 测算单 MW 价格/成本/毛利分别为 43.8/35.8/8.0 万元, 同比-5.2%/-15.4%/+100%, 受风电装机恢复性复苏及价格压力持续影响, 叶片量增价跌, 盈利提升主要受益产品结构优化和原材料价格下跌, 叠加并购整合中复连众, 协同优化经营效率提升。产能布局方面, 陕西榆林、新疆伊吾及广东阳江等 3 个国内基地年内投产, 同时阳江与东营、连云港项目协同, 海风布局进一步完善, 巴西项目顺利投产实现海外制造零突破。

图5: 中材科技风电叶片收入和增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 中材科技风电叶片销量和增速 (单位: 万吨、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 中材科技风电叶片毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 中材科技风电叶片主体净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**玻纤销量逆势提升，行业景气有望筑底。**2023 年累计销售玻纤及其制品 136 万吨，同比+17.0%，产销率 99.8%，其中风电/热塑/出口销量同比+37%/+23%/8.4%，实现收入 83.8 亿元，同比-8.3%，净利润 10.2 亿元，同比-64.0%，毛利率 22.6%，同比-9.8pct，面对行业景气延续低迷，价格持续下探，积极调整产品结构，受益风电、热塑等优势产能带动，产销继续创历史新高，产销率保持相对高水平，并一定程度对冲价格下行带来的压力。目前行业筑底态势明朗，新增产能释放节奏有所放缓，行业景气有望逐步修复。

图9：中材科技玻纤及制品收入和增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：中材科技玻纤及制品销量和增速（单位：万吨、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：中材科技玻纤及制品毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：中材科技玻纤及制品主体净利润和增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**锂电盈利稳定，项目布局加速推进。**2023 年销售锂电隔膜 17.3 亿平米，同比 +52.9%，其中涂覆产品销量同比+145%，占比提高 12pct，实现收入 24.4 亿元，同比+30.6%，净利润 7.4 亿元，同比+54.4%，测算单平均价/成本/净利为 1.41/0.86/0.43 元/平米，同比-14.6%/-12.3%/持平，面对价格下行压力，公司通过产品结构改善、良率和产能利用率提升，单位盈利总体保持稳定，报告期基膜产能利用率达 107%，全年产线 A 品率稳定维持 90%以上，基膜单位成本同比下降 24%。截至 2023 年，公司已具备 40 亿平米基膜生产能力，各基地新产能按计划建设推进，预计 2024 年年中产能将超过 60 亿平米。

图13: 中材科技锂膜收入和增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (2019=+518%)

图14: 中材科技锂膜销量和增速 (单位: 万吨、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (2019=+512%)

**叶片盈利修复，锂膜继续放量，玻纤有望筑底，维持“买入”评级。**公司作为中建材新材料业务板块核心企业，持续围绕新材料、新能源方向布局，目前玻纤筑底态势已逐步明晰，叶片盈利修复，锂膜加速扩产释放弹性，看好多元化业务带来成长动能。考虑玻纤价格仍处低位，叶片锂膜竞争激烈，下调24-25年盈利预测，预计24-26年EPS分别为1.38/1.71/2.10元/股，对应PE为11.2/9.0/7.3x，维持“买入”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5783	3542	5000	5250	5512	营业收入	22109	25889	29298	33396	37595
应收款项	6435	9312	10327	11890	13519	营业成本	16463	19508	21871	24513	27069
存货净额	3178	3905	4082	4446	4882	营业税金及附加	196	218	234	267	301
其他流动资产	4046	4524	5241	5904	6686	销售费用	297	494	557	635	714
<b>流动资产合计</b>	<b>19442</b>	<b>21283</b>	<b>24650</b>	<b>27490</b>	<b>30599</b>	管理费用	1001	1302	1407	1591	1780
固定资产	23864	31043	36773	44018	53278	研发费用	1057	1299	1465	1670	1880
无形资产及其他	1516	2204	2116	2028	1940	财务费用	387	352	665	862	1099
投资性房地产	1914	1970	1970	1970	1970	投资收益	120	(13)	0	0	0
长期股权投资	153	307	290	358	383	资产减值及公允价值变动	(132)	(166)	(150)	(150)	(150)
<b>资产总计</b>	<b>46889</b>	<b>56808</b>	<b>65799</b>	<b>75863</b>	<b>88170</b>	其他收入	306	(854)	(1265)	(1470)	(1680)
短期借款及交易性金融负债	2591	5418	11857	17849	25776	营业利润	4060	2981	3149	3909	4803
应付款项	8755	11014	11863	13312	14762	营业外净收支	6	56	10	10	10
其他流动负债	1930	2679	2652	3033	3251	<b>利润总额</b>	<b>4066</b>	<b>3038</b>	<b>3159</b>	<b>3919</b>	<b>4813</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>13277</b>	<b>19111</b>	<b>26372</b>	<b>34194</b>	<b>43789</b>	所得税费用	335	322	332	412	505
长期借款及应付债券	9100	9142	9142	9142	9142	少数股东损益	220	492	511	634	779
其他长期负债	1967	2056	1988	1999	1970	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3511</b>	<b>2224</b>	<b>2316</b>	<b>2873</b>	<b>3529</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>11067</b>	<b>11198</b>	<b>11130</b>	<b>11141</b>	<b>11112</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>24343</b>	<b>30310</b>	<b>37503</b>	<b>45335</b>	<b>54901</b>	净利润	3511	2224	2316	2873	3529
少数股东权益	5271	7934	8343	8850	9474	资产减值准备	59	107	95	57	79
股东权益	17274	18564	19954	21678	23795	折旧摊销	1458	1723	3042	3799	4552
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>46889</b>	<b>56808</b>	<b>65799</b>	<b>75863</b>	<b>88170</b>	公允价值变动损失	132	166	150	150	150
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	387	352	665	862	1099
每股收益	2.09	1.33	1.38	1.71	2.10	营运资本变动	(756)	(935)	(1060)	(692)	(1128)
每股红利	0.93	1.42	0.55	0.68	0.84	其它	63	(143)	314	450	544
每股净资产	10.29	11.06	11.89	12.92	14.18	<b>经营活动现金流</b>	<b>4467</b>	<b>3143</b>	<b>4858</b>	<b>6638</b>	<b>7726</b>
ROIC	9%	7%	6%	7%	7%	资本开支	0	(8709)	(8930)	(11163)	(13953)
ROE	20%	12%	12%	13%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	26%	25%	25%	27%	28%	<b>投资活动现金流</b>	<b>191</b>	<b>(8864)</b>	<b>(8912)</b>	<b>(11231)</b>	<b>(13978)</b>
EBIT Margin	14%	12%	13%	14%	16%	权益性融资	31	241	0	0	0
EBITDA Margin	21%	19%	23%	26%	28%	负债净变化	2033	2918	0	0	0
收入增长	9%	17%	13%	14%	13%	支付股利、利息	(1564)	(2390)	(926)	(1149)	(1412)
净利润增长率	4%	-37%	4%	24%	23%	其它融资现金流	(2478)	2183	6439	5992	7927
资产负债率	63%	67%	70%	71%	73%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1509)</b>	<b>3480</b>	<b>5512</b>	<b>4843</b>	<b>6515</b>
股息率	6.1%	9.2%	3.6%	4.4%	5.5%	<b>现金净变动</b>	<b>3149</b>	<b>(2241)</b>	<b>1458</b>	<b>250</b>	<b>262</b>
P/E	7.4	11.6	11.2	9.0	7.3	货币资金的期初余额	2635	5783	3542	5000	5250
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	货币资金的期末余额	5783	3542	5000	5250	5512
EV/EBITDA	11.0	11.7	9.3	8.4	7.8	企业自由现金流	0	(5178)	(3579)	(3830)	(5292)
						权益自由现金流	0	(77)	2265	1391	1651

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032