



买入（维持）

所属行业：国防军工/航空装备 II
当前价格(元)：26.26

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

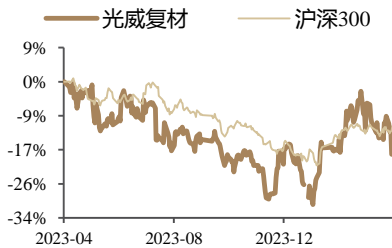
王逸枫

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(%)	-6.81	-4.44	12.90
相对涨幅(%)	-9.14	-7.00	5.39

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)：新产品+新产能蓄势高质量增长新阶段》，2024.4.9
- 《【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)：24Q1收入承压，碳梁业务海外新客户开始放量，股权激励考核目标优化

投资要点

- **事件**：2024年4月28日公司发布2024年第一季度报告，24Q1公司实现营收约5.12亿元，同比-8.11%，归母净利润约1.57亿元，同比-8.24%，扣非归母净利润约1.26亿元，同比-19.58%。
- **碳纤维价格下调致收入延续下降趋势，碳梁海外新客户发力**。24Q1公司收入延续下降趋势，同比下降8.11%，分业务来看：

1) **拓展纤维受降价影响明显，大合同执行稳步推进**：24Q1公司拓展纤维板块实现收入约3.16亿元，同比-7.12%，主要受通用高性能碳纤维价格下降和高强高模碳纤维产品需求节奏因素。需求来看，航空定型产品对收入的贡献稳定增长，传统定型产品大合同执行率8.58%，我们测算24Q1大合同执行金额约1.80亿元，累计执行率达91.52%，预计剩余1.78亿元有望在24Q2按照预期逐步确认。

2) **碳梁**：预计23年为阶段性低点，24Q1海外新客户开拓开始释放业绩：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%，降幅较大主要系传统客户订单量价齐跌。24Q1碳梁业务实现销售收入0.97亿元，同比-1.92%，降幅明显收窄，主要系海外新客户收入贡献基本对冲传统客户订单下降的影响。

3) **预浸料**：仍然受体育休闲需求疲软拖累：24Q1实现销售收入约0.58亿元，同比-19.07%，主要受体育休闲等领域需求下降影响，根据百川盈孚，一季度体育休闲行业整体开机负荷不高，出口数量有所缩减。后续重点关注公司预浸料业务在国产大飞机等高端领域的应用情况，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**：24Q1公司复材科技板块实现收入约0.31亿元，同比+12.18%，主要系航空航天复合材料制品业务整体稳健；精密机械板块实现收入约639万元，同比-49.27%，主要系部分装备产品已预验收暂未发货影响；光晟科技板块实现收入约200万元，同比-51.08%。

- **毛利率同比小幅改善，研发费用率明显增加**。24Q1公司毛利率约46.98%，同比+1.93pct，费用率约17.66%，同比+4.65pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.68%/5.55%/11.67%/-0.24%，分别+0.07/-0.47/+5.45/-0.41pct，研发费用同比+72.54%至5968.95万元，主要系新产品研发投入增加所致。24Q1公司归母净利润率约30.75%，同比-0.04pct，扣非归母净利润率约24.62%，同比-3.51pct，依然保持较高盈利能力。
- **股权激励考核目标优化，兼具挑战性和可实现性**。23年底以来碳纤维已经历3次试探性调价，分别在23年11月、24年1月及24年4月吉林系上调主要T300产品报价，或主要系丙烯腈成本上涨下的试探性调价。涨价幅度相对较小且并未引起连锁反应，我们认为市场需求较弱是核心，趋势性拐点或仍需等待供需两端的同时改善。公司包头1期年产4000吨产能计划于24H1投产，当前价格体系下，价格底部盘整叠加新产能投产后新增转固，公司22年股权激励方案考核目标仍然面临较大压力。根据公司2022年限制性股票激励计划方案，以21年归母净

利润并剔除股份支付费用影响的 7.61 亿元为基数:

1) 22 年公司实现调整后归母净利润 9.79 亿元, 同比+28.52%, 大于目标值增速 15%, 第一期顺利解锁;

2) 23 年公司实现调整后归母净利润 9.00 亿元, 较 22 年基数增长 18.15%, 未达到目标值增速 40%及触发值增速 35%, 公司层面归属系数为 0;

3) 根据原方案, 在均未剔除股份支付费用的假设下, 24-25 年归母净利润的目标值为 12.89 和 15.17 亿元, 最低触发值为 12.13 和 14.41 亿元; 而根据新方案, 24-25 年股权激励考核解锁的最低值分别为 9.02 和 10.62 亿元 (归属系数 70%), 分别下调 25.63%和 26.32%。

本次方案调整更能够客观反映外部环境和公司经营发展前景, 调整后的业绩考核指标兼具挑战性和可实现性, 有利于充分调动员工的积极性。

- **投资建议:** 我们认为, 公司作为军品碳纤维龙头, T700G、T800H、M40J、M55J、T700S/T800S、T1000 等新产品+包头新产能有望推动公司进入下一个高质量增长阶段。我们预计公司 24-26 年归母净利润为 9.76、12.03 和 14.39 亿元, 现价对应 PE 分别为 22.36、18.14 和 15.17 倍, 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):	22.20-32.13	(+/-)YOY(%)	-3.7%	0.3%	12.8%	17.9%	15.9%
总市值(百万元):	21,831.30	净利润(百万元)	934	873	976	1,203	1,439
总资产(百万元):	7,088.04	(+/-)YOY(%)	23.2%	-6.5%	11.8%	23.2%	19.6%
每股净资产(元):	6.64	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	1.38	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	22.36	18.14	15.17
P/B	4.07	3.65	3.28	2.94
P/S	8.67	7.68	6.52	5.62
EV/EBITDA	18.20	13.92	11.24	9.38
股息率%	1.9%	1.5%	1.8%	2.2%
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	1.3	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	-227	-83	-381
经营活动现金流	534	1,150	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	93	454	358

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 26 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	1,184	1,637	1,995
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	1,580	1,840	2,111
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。