

装备业务需求节奏及政府补贴减少影响 24 年业绩，25 年有望恢复增长

核心观点

事件：公司 24 年实现收入 24.50 亿元（-2.69%），归母净利 7.41 亿元（-15.12%）。24Q4 实现收入 5.48 亿元（-28.96%），归母净利 1.26 亿元（-49.93%）。

- **碳纤维收入和毛利率下降，碳梁取得增长。**报告期内，公司碳纤维收入 14.52 亿元（-12.91%），毛利率 58.37%（-3.48pct）；碳梁收入 5.37 亿元（+25.81%），毛利率 26.36%（+8.24pct）；预浸料收入 2.34 亿元（-12.86%），毛利率 35.77%（+1.79pct）；复材制品收入 1.07 亿元（+15.60%）；精密机械收入 0.89 亿元（+161.20%）；光晟科技收入 0.25 亿元（+28.27%）。
- **装备业务需求节奏影响纤维业务 2024 年表现，2025 年有望重新恢复增长。**碳纤维业务中：t300 级收入 5.16 亿元（占比 35.57%，-39.4%），该牌号收入下降主要受下游装备需求节奏影响。T800 级收入 4.72 亿元（占比 32.52%，+64.64%），高增长主要得益于装备用 T800 级产品在上一年产品验证通过后开始批量供货。T700 级收入 2.62 亿元（占比 18.04%，同比持平），装备用产品的快速提升弥补了工业用产品的收入下降。高强高模系列产品收入 1.70 亿元（占比 11.69%，-17.87%），主要受个别特定应用需求节奏影响导致发货减少。2025 年，随着公司千吨级生产线等同性验证通过，将打通产能制约，保障量产产品及时交付。根据在手订单情况和潜在需求预期，2025 年装备业务可能重新恢复增长并成为公司业务成长的重要动力。
- **毛利率和其他收益下降影响利润端表现。**报告期公司毛利率 45.55%，下降 3.11pct。期间管理费用率下降 0.99pct，财务、研发费用率分别增长 0.96、0.37pct，总体期间费用率略增 0.37pct 至 13.24%。其他收益 0.94 亿元（主要系科研项目结转损益），同比下降 1.17 亿元，2024 年补贴下降可能为行业因素和财政的暂时性影响，截至 24Q4 公司递延收益余额 4.2 亿元，科研项目储备丰富。

盈利预测与投资建议

- 根据年报 T300 收入下降并考虑到工业级纤维价格下降，预测 2025、2026 年每股收益分别为 1.17、1.35 元（前值为 1.52、1.79），新增 2027 年每股收益为 1.59 元，根据可比公司给予 2025 年 27 倍市盈率，对应目标价 31.59 元，维持买入评级。

风险提示

- 行业需求不及预期；产品价格下降风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,518	2,450	2,888	3,366	3,950
同比增长(%)	0.3%	-2.7%	17.9%	16.6%	17.4%
营业利润(百万元)	992	813	1,124	1,308	1,545
同比增长(%)	-5.4%	-18.0%	38.3%	16.3%	18.1%
归属母公司净利润(百万元)	873	741	970	1,124	1,324
同比增长(%)	-6.5%	-15.1%	30.8%	15.9%	17.8%
每股收益(元)	1.05	0.89	1.17	1.35	1.59
毛利率(%)	48.7%	45.5%	48.3%	48.5%	48.8%
净利率(%)	34.7%	30.3%	33.6%	33.4%	33.5%
净资产收益率(%)	16.9%	13.5%	15.9%	15.6%	15.7%
市盈率	26.1	30.8	23.5	20.3	17.2
市净率	4.2	4.1	3.4	2.9	2.5

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年04月08日）	27.46 元
目标价格	31.59 元
52 周最高价/最低价	39.87/23.73 元
总股本/流通 A 股（万股）	83,135/82,144
A 股市值（百万元）	22,829
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2025 年 04 月 10 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-12.71	-19.45	-12.52	-0.11
相对表现%	-6.62	-12.01	-8.87	-3.34
沪深 300%	-6.09	-7.44	-3.65	3.23



证券分析师	
罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070002

联系人	
鲍丙文	baobingwen@orientsec.com.cn

相关报告	
新牌号纤维贡献增强，全产业链项目储备丰富	2024-04-09
业绩短期承压，项目通过验收新牌号纤维进展顺利	2023-10-30
定型纤维发货节奏影响半年度业绩表现	2023-08-17

附录

表 1：光威复材可比上市公司估值

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益（元）				市盈率			
		2025/4/8	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
钢研高纳	300034	14.88	0.40	0.49	0.63	0.79	37.16	30.18	23.56	18.88
中航高科	600862	22.40	0.74	0.83	0.93	1.09	30.25	27.07	24.00	20.60
华秦科技	688281	72.50	1.72	2.13	3.29	4.28	42.13	34.04	22.03	16.95
中航沈飞	600760	42.00	1.09	1.23	1.44	1.72	38.49	34.10	29.20	24.35
中简科技	300777	31.49	0.66	0.81	0.98	1.20	47.89	38.88	32.28	26.20
航材股份	688563	49.45	1.28	1.29	1.69	2.05	38.62	38.30	29.32	24.13
	调整后 平均						39.10	34.15	26.52	21.99

注：“调整后”为去掉最高、最低估值后的平均估值水平

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,090	1,384	2,848	4,066	5,597	营业收入	2,518	2,450	2,888	3,366	3,950
应收票据、账款及款项融资	2,030	1,816	1,192	1,390	1,631	营业成本	1,293	1,334	1,493	1,733	2,021
预付账款	16	18	21	25	29	销售费用	21	21	23	26	29
存货	456	714	373	433	505	管理费用	162	133	149	160	173
其他	114	207	137	69	0	研发费用	168	173	166	169	173
流动资产合计	3,707	4,138	4,572	5,983	7,762	财务费用	(27)	(3)	8	15	2
长期股权投资	0	28	0	0	0	资产、信用减值损失	97	40	36	44	54
固定资产	1,902	2,912	3,058	3,036	2,872	公允价值变动收益	10	2	2	2	2
在建工程	1,053	518	460	332	217	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	240	336	327	319	311	其他	178	60	109	87	44
其他	155	139	145	142	140	营业利润	992	813	1,124	1,308	1,545
非流动资产合计	3,350	3,934	3,991	3,829	3,540	营业外收入	1	3	3	3	3
资产总计	7,058	8,072	8,563	9,812	11,302	营业外支出	0	2	2	2	2
短期借款	46	49	0	0	0	利润总额	993	814	1,125	1,308	1,545
应付票据及应付账款	515	590	629	729	865	所得税	152	128	176	205	242
其他	416	745	90	90	90	净利润	841	686	949	1,103	1,303
流动负债合计	977	1,383	719	819	955	少数股东损益	(32)	(55)	(21)	(21)	(21)
长期借款	119	772	772	772	772	归属于母公司净利润	873	741	970	1,124	1,324
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	1.05	0.89	1.17	1.35	1.59
其他	432	424	466	512	563	主要财务比率					
非流动负债合计	550	1,196	1,238	1,284	1,335		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	1,528	2,579	1,957	2,103	2,290	成长能力					
少数股东权益	82	(22)	(43)	(64)	(86)	营业收入	0.3%	-2.7%	17.9%	16.6%	17.4%
股本	831	831	831	831	831	营业利润	-5.4%	-18.0%	38.3%	16.3%	18.1%
资本公积	1,319	1,055	1,216	1,216	1,216	归属于母公司净利润	-6.5%	-15.1%	30.8%	15.9%	17.8%
留存收益	3,303	3,632	4,601	5,726	7,050	获利能力					
其他	(5)	(3)	0	0	0	毛利率	48.7%	45.5%	48.3%	48.5%	48.8%
股东权益合计	5,530	5,493	6,606	7,709	9,012	净利率	34.7%	30.3%	33.6%	33.4%	33.5%
负债和股东权益总计	7,058	8,072	8,563	9,812	11,302	ROE	16.9%	13.5%	15.9%	15.6%	15.7%
现金流量表						ROIC	15.2%	11.1%	13.7%	14.1%	14.3%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	841	686	949	1,103	1,303	资产负债率	21.6%	32.0%	22.9%	21.4%	20.3%
折旧摊销	200	273	325	364	392	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(27)	(3)	8	15	2	流动比率	3.79	2.99	6.36	7.30	8.13
投资损失	0	(0)	(0)	(0)	(0)	速动比率	3.29	2.48	5.84	6.78	7.60
营运资金变动	(450)	119	659	(93)	(113)	营运能力					
其它	(29)	(212)	35	44	49	应收账款周转率	4.6	3.2	3.1	3.1	3.1
经营活动现金流	534	863	1,975	1,434	1,632	存货周转率	2.2	2.2	2.7	4.3	4.3
资本支出	(776)	(826)	(403)	(203)	(103)	总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
长期投资	0	(28)	28	0	0	每股指标（元）					
其他	41	(7)	2	2	2	每股收益	1.05	0.89	1.17	1.35	1.59
投资活动现金流	(735)	(861)	(373)	(201)	(101)	每股经营现金流	0.64	1.04	2.38	1.73	1.96
债权融资	179	836	(244)	0	0	每股净资产	6.55	6.63	8.00	9.35	10.94
股权融资	58	(264)	162	0	0	估值比率					
其他	(309)	(280)	(56)	(15)	(2)	市盈率	26.1	30.8	23.5	20.3	17.2
筹资活动现金流	(71)	292	(139)	(15)	(2)	市净率	4.2	4.1	3.4	2.9	2.5
汇率变动影响	19	6	-0	-0	-0	EV/EBITDA	19.3	20.8	15.5	13.3	11.6
现金净增加额	(252)	300	1,464	1,218	1,530	EV/EBIT	23.3	27.8	19.9	17.0	14.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。