

**投资评级 优于大市 维持**
**股票数据**

03月22日收盘价(元)	23.21
52周股价波动(元)	16.91-29.67
总股本/流通A股(百万股)	1393/1393
总市值/流通市值(百万元)	32333/32333

**相关研究**

- 《营收利润双增, C919完成适航取证, 公司受益国产民机市场长期发展》2022.10.24
- 《预浸料业务延续高增长, 航空工业复材新项目正式开工》2022.08.28
- 《应收账款和合同负债维持高增长, 毛利率持续提升》2022.04.26

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.9	-2.6	5.0
相对涨幅(%)	3.5	1.7	0.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 张恒晖

Email: zhx10170@haitong.com

证书: S0850517110002

联系人: 刘砚菲

Tel: 021-2321-4129

Email: lyf13079@haitong.com

联系人: 胡舜杰

Tel: (021)23154483

Email: hsj14606@haitong.com

## 23年经营计划目标维持高增, 子公司国改进行时, 多项高新技术产业化落地

**投资要点:**

- **事件:** 2023年3月15日下午公司发布了22年年度报告, 22年度公司实现营业收入44.46亿元, 同比+16.77%, 归属母公司净利润7.65亿元, 同比+29.40%, 扣非归母净利润7.43亿元, 同比+35.48%, 基本每股收益0.55元, 同比+30.95%。
- **22年基本完成经营计划目标, 子公司混改定增, 期间费率显著下降。** 22年度公司实现营业收入44.46亿元, 同比+16.77% (年初经营计划45亿), 营收增长主要是因为公司本期航空复合材料原材料产品销售增长所致, 其中航空新材料业务实现营收43.58亿元, 同比+18.71%, 占公司总营收95.87%, 22年利润总额8.94亿元, 同比+26.61% (年初经营计划8.93亿), 经营计划基本完成, 23年经营计划营业收入49亿, 同比+10.21%, 利润总额11.76亿, 同比+31.54%。22年毛利率为30.94%, 同比+0.87pct, 净利率17.26%, 同比+1.73pct, 22年期间费用率6.48%, 同比-0.72pct, 其中财务费用率-0.54%, 同比-0.15pct, 主要是本期利息支出同比减少所致, 筹资活动产生的现金流量净额显著下降, 主要是因为优材百慕混合深化所有制改革, 同时收到投资款同比增加15397万元所致, 京航生物将进一步深化市场化改革, 增资后续工作有序完成。
- **多项高新技术产业化落地, 民用领域有望打开新空间。** (1) 公司T800级高性能碳纤维预浸料以有偿技术实施许可方式实现产业化, 全年形成销售收入约5亿元。(2) 子公司优才百慕完成了737-800国产碳刹车盘副飞行验证试验及评审工作。(3) 从国内航空市场来看, C919项目, 高科协助中国商飞公司完成了C919飞机垂直尾翼优化设计, 通过了详细设计评审, 开展了中国商飞公司C919供应商的入册评审及工艺能力鉴定工作; CR929项目, 与客户形成了联合工作推进机制, 持续推进CR929前机身工艺研制和复合材料国产化工作, 完成了前机身上壁板PPM (试生产制造), 完成了商用航空发动机复材风扇叶片、流道板、垫板等装机件和强度试验件的生产交付。据中国商飞预测, 未来20年全球将有超过41,429架新机交付, 价值约6.1万亿美元, 相关配套企业有望打开新增空间。
- **在建工程高增, 先进项目募投进行时。** 公司20/21/22年, 在建工程分别为1.25/1.14/1.51亿元, 同比+115.43%/-8.4%/+32.42%。2022年末, 公司在建工程为1.51亿元, 占总资产比例为1.98%, 占比同比+0.27pct, 主要由于2022年公司航空工业复材厂房及设备增加7150万元, 子公司万通新材完工转固减少2159万元所致。21-22年重要在建工程项目进展顺利, 炭/炭刹车生产线建设项目已完成竣工验收, 工程进度由21年末的60%→22年末100%, 预计未来公司将更好满足航空、航天和轨道交通等领域炭材料需求; 先进航空预浸料生产能力提升建设项目进展加快, 22年完成投资额13968万元 (21年度为99万元); 同时为满足民机复合材料需要, 航空工业复材5号厂房铺丝间改造建设项目已完成改造工程验收, 航空工业复材附属设施建设项目已完成工程验收。
- **盈利预测及投资评级。** 我们预计2023-2025年eps为0.72/0.85/1.01元/股, 结合可比公司PE估值情况, 给予公司2023年35-40倍PE估值, 对应合理价值区间为25.20-28.80元, 维持“优于大市”评级。
- **风险提示。** 军品订单的波动性, 民品市场拓展不及预期。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3808	4446	5094	5862	6776
(+/-)YoY(%)	30.8%	16.8%	14.6%	15.1%	15.6%
净利润(百万元)	591	765	1008	1190	1411
(+/-)YoY(%)	37.3%	29.4%	31.7%	18.1%	18.5%
全面摊薄EPS(元)	0.42	0.55	0.72	0.85	1.01
毛利率(%)	30.1%	30.9%	33.0%	33.5%	34.0%
净资产收益率(%)	12.2%	14.1%	15.6%	15.6%	15.6%

 资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所 请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司主营产品收入预测

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>复合材料</b>				
营业收入 (百万元)	4262.57	4880.64	5612.74	6482.71
YoY (%)	18.00%	14.50%	15.00%	15.50%
营业成本 (百万元)	2946.62	3245.63	3704.41	4246.18
毛利率 (%)	30.87%	33.50%	34.00%	34.50%
<b>机械类</b>				
营业收入 (百万元)	83.34	93.34	105.48	120.24
YoY (%)	-29.39%	12.00%	13.00%	14.00%
营业成本 (百万元)	89.22	82.14	91.24	102.21
毛利率 (%)	-7.06%	12.00%	13.50%	15.00%
<b>其他业务</b>				
营业收入 (百万元)	100.19	120.23	144.27	173.13
YoY (%)	29.66%	20.00%	20.00%	20.00%
营业成本 (百万元)	34.64	84.16	100.99	121.19
毛利率 (%)	65.43%	30.00%	30.00%	30.00%
总营业收入 (百万元)	4446.10	5094.21	5862.49	6776.08
YoY (%)	16.77%	14.58%	15.08%	15.58%
总营业成本 (百万元)	3070.48	3411.93	3896.64	4469.57
综合毛利率 (%)	30.94%	33.02%	33.53%	34.04%

资料来源: 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022E	2022E
000768.SZ	中航西飞	738.00	0.24	0.37	0.49	154.78	72.17	53.81	1.79	4.51
002414.SZ	高德红外	418.20	0.48	0.46	0.59	51.14	27.82	21.57	12.74	5.10
300699.SZ	光威复材	315.05	1.46	1.89	2.38	57.74	32.21	25.55		
	均值		0.73	0.90	1.15	87.89	44.07	33.64	7.26	4.81

资料来源: wind, 海通证券研究所

收盘价为 2023 年 3 月 23 日价格, EPS 为 wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>4446</b>	<b>5094</b>	<b>5862</b>	<b>6776</b>
每股收益	0.55	0.72	0.85	1.01	营业成本	3070	3412	3897	4470
每股净资产	3.90	4.63	5.48	6.49	毛利率%	30.9%	33.0%	33.5%	34.0%
每股经营现金流	0.30	0.72	0.62	0.85	营业税金及附加	34	39	45	52
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	28	31	35	41
P/E	42.25	32.08	27.17	22.92	营业费用率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
P/B	5.95	5.02	4.24	3.57	管理费用	284	306	352	407
P/S	8.77	7.66	6.65	5.76	管理费用率%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%
EV/EBITDA	28.85	23.76	19.97	16.34	EBIT	859	1129	1329	1570
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-24	-19	-27	-39
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.5%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
毛利率	30.9%	33.0%	33.5%	34.0%	资产减值损失	-2	0	0	0
净利润率	17.2%	19.8%	20.3%	20.8%	投资收益	5	10	12	14
净资产收益率	14.1%	15.6%	15.6%	15.6%	<b>营业利润</b>	<b>891</b>	<b>1186</b>	<b>1400</b>	<b>1660</b>
资产回报率	10.0%	11.1%	11.4%	11.5%	营业外收支	3	3	3	3
投资回报率	12.9%	14.0%	14.0%	14.1%	<b>利润总额</b>	<b>894</b>	<b>1188</b>	<b>1403</b>	<b>1663</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1023	1256	1452	1703
营业收入增长率	16.8%	14.6%	15.1%	15.6%	所得税	126	178	210	249
EBIT 增长率	26.7%	31.4%	17.7%	18.2%	有效所得税率%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	29.4%	31.7%	18.1%	18.5%	少数股东损益	2	2	2	3
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>765</b>	<b>1008</b>	<b>1190</b>	<b>1411</b>
资产负债率	26.1%	26.9%	25.2%	24.6%					
流动比率	3.13	3.18	3.57	3.79	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	2.33	2.38	2.78	2.98	货币资金	1631	2683	3534	4723
现金比率	0.96	1.24	1.51	1.75	应收账款及应收票据	2309	2444	2928	3318
<b>经营效率指标</b>					存货	1263	1575	1701	2007
应收账款周转天数	139.49	137.28	138.38	137.83	其它流动资产	130	162	173	204
存货周转天数	150.16	168.46	159.31	163.89	流动资产合计	5332	6864	8336	10252
总资产周转率	0.58	0.56	0.56	0.55	长期股权投资	110	110	110	110
固定资产周转率	4.12	4.89	6.03	7.59	固定资产	1079	1041	973	893
					在建工程	151	161	161	151
					无形资产	473	473	473	473
					非流动资产合计	2295	2238	2144	2022
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>7627</b>	<b>9102</b>	<b>10481</b>	<b>12274</b>
净利润	765	1008	1190	1411	短期借款	0	100	100	100
少数股东损益	2	2	2	3	应付票据及应付账款	935	1008	1169	1331
非现金支出	185	127	123	133	预收账款	47	59	65	77
非经营收益	-22	-12	-10	-12	其它流动负债	720	990	1000	1196
营运资金变动	-511	-124	-446	-356	流动负债合计	1702	2157	2333	2703
<b>经营活动现金流</b>	<b>420</b>	<b>1001</b>	<b>860</b>	<b>1178</b>	长期借款	0	10	20	30
资产	-245	-75	-34	-13	其它长期负债	286	286	286	286
投资	0	10	10	10	非流动负债合计	286	296	306	316
其他	389	10	12	14	<b>负债总计</b>	<b>1988</b>	<b>2452</b>	<b>2639</b>	<b>3018</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>144</b>	<b>-54</b>	<b>-12</b>	<b>10</b>	实收资本	1680	1680	1680	1680
债权募资	-120	110	10	10	归属于母公司所有者权益	5436	6444	7634	9044
股权募资	171	0	0	0	少数股东权益	203	206	208	211
其他	-209	-4	-8	-8	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>7627</b>	<b>9102</b>	<b>10481</b>	<b>12274</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-158</b>	<b>106</b>	<b>2</b>	<b>2</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>405</b>	<b>1053</b>	<b>850</b>	<b>1190</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 22 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

张恒晖 军工行业

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。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 迈信林,中航光电,天奥电子,高德红外,中航电测,中航西飞,洪都航空,广联航空,久之洋,雷科防务,中航重机,航亚科技,国博电子,中直股份,爱乐达,航宇科技,邦彦技术,盛路通信,湘电股份,振华科技,派克新材,海兰信,中航高科,睿创微纳,航天彩虹,亚星锚链

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;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

本报告仅供海通证券股份有限公司(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,海通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,未经海通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,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,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,海通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。