华泰证券 HUATAI SECURITIES

多元化新材料显优势，22 年逆势增长

华泰研究 年报点评
2023 年 3 月 31 日 | 中国内地 化学制品

2022 逆势实现扣非归母净利增 35%，维持“增持”评级

飞凯材料于 3 月 30 日发布 22 年年报，22 全年实现营收 29.07 亿元，yoy+10.7%，归母净利 4.35 亿元（扣非后 4.33 亿元），yoy+13%（扣非后 +35%）；其中 Q4 单季度归母净利 1.13 亿元，yoy-0.9%/qoq+67.5%，Q4 单季度利润相较 Q3 大幅上升，持平 21 年 Q4。公司拟每 10 股派现 0.8 元，我们预计公司 23-25 年归母净利分别为 5.16/6.25/7.45 亿元(0.98/1.18/1.41 元 EPS)，参考可比公司估值水平（Wind 一致预期 2023E 20x PE），考虑公司半导体领域的深入布局，给予公司 23 年 24x PE，对应目标价 23.52 元，维持“增持”评级。

光纤景气扭转带动光固化涂料景气，医药中间体板块收入增 54.3%

22 年受运营商集采价格向上带动，光固化涂料景气度显著改善，受下游 5G、汽车和功能性薄膜等销量拉动，紫外固化光纤涂料出货量快速增长，22 年实现营收 6.63 亿元，同比增长 32.9%，毛利率 yoy+1.5pct 至 30.8%。公司医药中间体产品结构多元化驱动增长，产品用于抗病毒药物、抗生素及心脑血管，随新冠疫情和流感病毒季节性传播，下游行业需求景气较高，22 年全年营收 4.13 亿元，同比增 54.3%，实现毛利率 51.8%，同比增 2.3pct。22 年公司业务综合毛利率/净利率 yoy-0.6/0.0pct 至 39.3%/15.3%；费用率 yoy+0.3/+0.5/-1.0/-1.1pct 至 5.2/8.5/6.3/1.5%。

下游电子行业景气较弱，自主可控之下半导体材料前景光明

22 年屏显材料营收 12.2 亿元，yoy-5.9%，毛利率 yoy-2.7pct 至 39.6%，受全球通胀、地缘政治和消费需求疲软影响，叠加出口减少，面板行业景气较弱，但 23 年预计迎来恢复性增长；半导体材料板块受市场周期影响波动较大，全年营收 5.56 亿元，yoy+0.6%，毛利率 yoy-2.2pct 至 36.2%，一方面，短期内宏观经济景气下行、消费电子市场低迷压制了下游需求，但下游对国产材料支持力度和政策倾斜加大背景下，中长期半导体产业前景仍较为强劲，AI、5G 等技术持续发展也将不断为半导体材料复苏提供需求支撑。

加码主要产品业务布局，公司业绩有望持续成长

据 22 年年报，公司紫外固化材料在建产能 4000 吨/年，屏幕显示材料在建产能 180 吨/年，有机合成材料合计共有 2230 吨/年的在建产能，半导体材料在建产能 3 万吨/年，公司将继续秉持“为高科技制造提供优质材料”的宗旨，大力推动新型电子化学材料和新型液晶的研发创新，加码布局半导体前端制造用材料市场。随着公司产品结构日益丰富完善，未来半导体材料、医药中间体、显示材料及涂料多点开花，公司业绩有望持续成长。

风险提示：下游需求持续低迷风险，新项目投产进度不达预期风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	2,627	2,907	3,587	4,264	4,937
+/-%	40.94	10.65	23.38	18.88	15.80
归属母公司净利润 (人民币百万)	385.87	434.57	516.41	624.53	744.70
+/-%	67.89	12.62	18.83	20.94	19.24
EPS (人民币，最新摊薄)	0.73	0.82	0.98	1.18	1.41
ROE (%)	12.35	11.61	12.25	13.01	13.53
PE (倍)	27.69	24.59	20.69	17.11	14.35
PB (倍)	3.38	2.89	2.56	2.25	1.96
EV EBITDA (倍)	17.19	16.08	14.50	12.11	10.57

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级(维持)： 增持
目标价(人民币)： 23.52

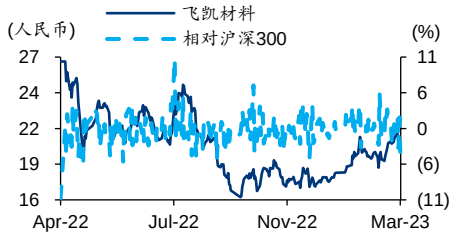
研究员 庄汀洲
SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com
SFC No. BQZ933 +(86) 10 5679 3939

联系人 张雄
SAC No. S0570121100029 zhangxiong@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价 (人民币)	23.52
收盘价 (人民币 截至 3 月 30 日)	20.21
市值 (人民币百万)	10,684
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	215.51
52 周价格范围 (人民币)	16.21-26.66
BVPS (人民币)	7.00

股价走势图



资料来源：Wind

图表1：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价（元/股） 3 月 30 日	市值（亿元） 3 月 30 日	EPS（元） 2022E	2023E	2024E	P/E（x） 2022E	2023E	2024E
万润股份	002643 CH	17.03	158	0.92	1.16	1.44	18	15	12
八亿时空	688181 CH	44.02	42	2.17	2.78	3.21	20	16	14
雅克科技	002409 CH	51.67	246	1.31	1.84	2.43	40	28	21
平均							26	20	16

注：可比公司盈利均采用 Wind 一致预期，可比公司 BPS 采用最新业绩期数据
资料来源：Wind，华泰研究

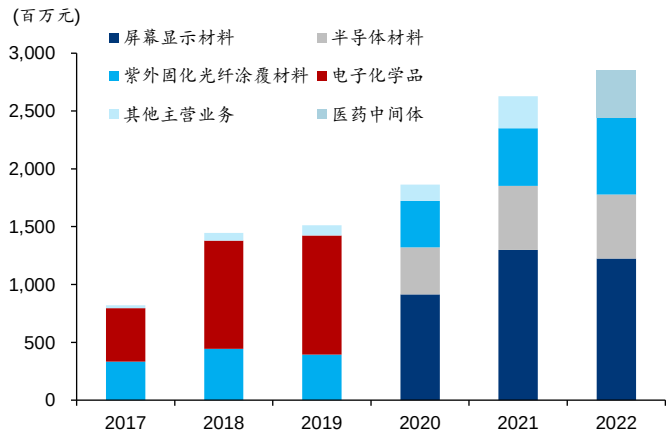
考虑 23-24 年屏幕显示材料、半导体材料等需求均有望迎来复苏，我们上调相应业务收入增速预测，进而上调 23-24 年整体营收预测；同时，考虑 23 年疫情缓解后，医药中间体业务伴随新冠药需求减少等因素，板块毛利率或有下滑，进而我们对 23 年综合毛利率略有下调，而 24 年各板块业务均有望迎来良好增长，我们上调 24 年毛利率预测。综合上述因素，我们将 23-24 年归母净利润的预测由 4.44/4.55 亿元上调至 5.16/6.24 亿元。

图表2：盈利预测前后对比表

	现预测（调整后） 2023E	2024E	2025E	原预测（调整前） 2023E	2024E	2025E	变化幅度（pct）/% 2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3586.53	4263.60	4937.13	3210.71	3539.53	-	11.71%	20.46%	-
毛利率（%）	38.35%	38.61%	38.47%	39.15%	37.97%	-	-0.80%	0.64%	-
归母净利（百万元）	516.41	624.53	744.70	444.19	455.10	-	16.26%	37.23%	-

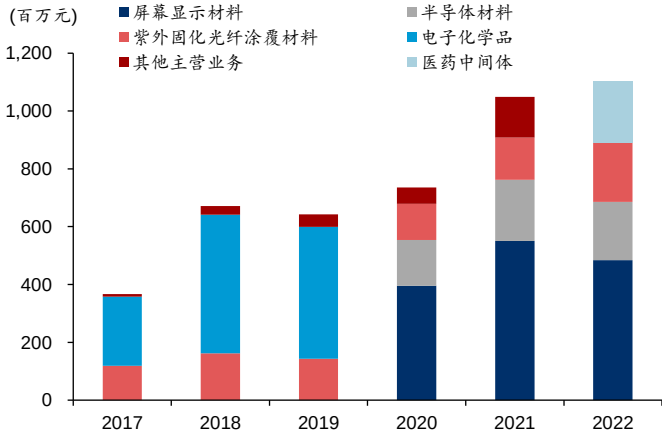
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表3：飞凯材料收入结构图



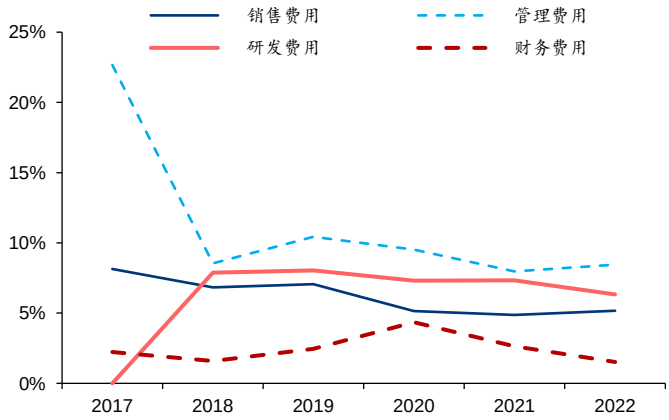
资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：飞凯材料毛利结构图



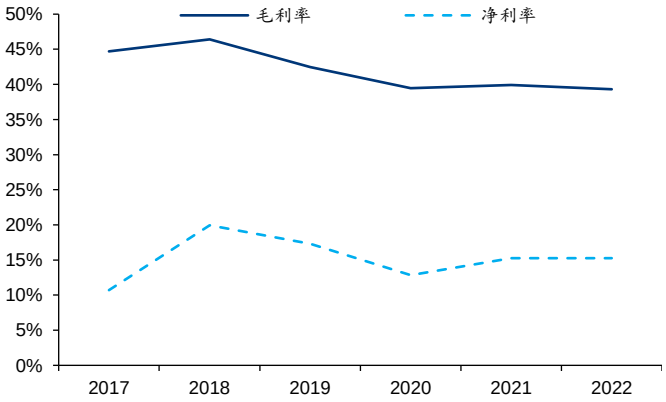
资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：飞凯材料费用率变化情况



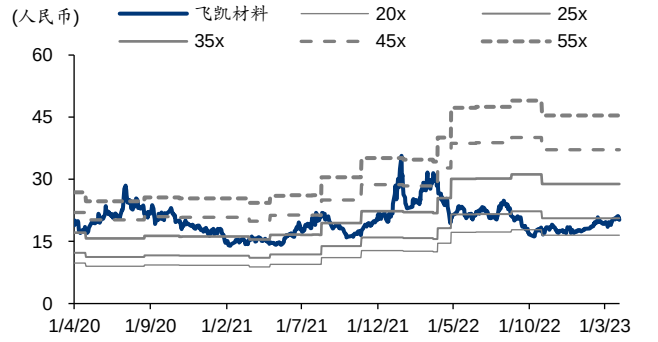
资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：飞凯材料利润率变化情况



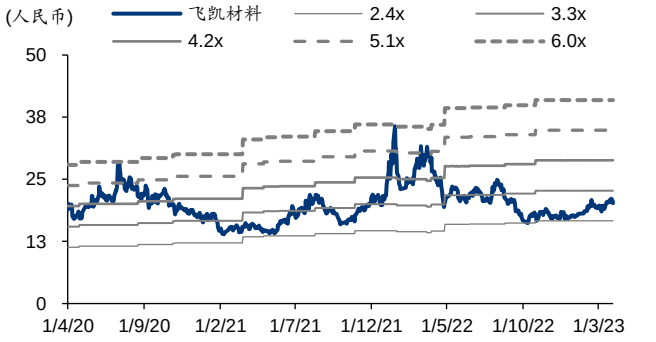
资料来源：公司公告，华泰研究

图表7：飞凯材料 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表8：飞凯材料 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,997	3,390	3,925	4,007	4,745
现金	1,011	1,291	1,260	1,212	1,253
应收账款	818.52	858.11	1,221	1,251	1,611
其他应收账款	17.77	14.93	25.41	22.55	32.99
预付账款	61.42	53.80	88.36	80.64	115.06
存货	663.15	740.78	1,019	1,064	1,353
其他流动资产	424.98	431.47	311.06	376.90	378.42
非流动资产	2,864	2,924	3,196	3,524	3,922
长期投资	0.03	4.90	4.90	4.90	4.90
固定投资	1,184	1,463	1,695	1,974	2,304
无形资产	278.23	260.73	250.76	228.37	206.49
其他非流动资产	1,403	1,195	1,245	1,318	1,407
资产总计	5,861	6,314	7,120	7,532	8,667
流动负债	1,773	1,740	2,077	1,908	2,341
短期借款	725.29	944.26	944.26	944.26	944.26
应付账款	364.91	280.40	528.38	428.97	682.08
其他流动负债	682.46	515.35	604.37	534.44	714.54
非流动负债	840.93	755.16	739.85	725.25	709.19
长期借款	95.54	122.83	107.52	92.92	76.87
其他非流动负债	745.39	632.32	632.32	632.32	632.32
负债合计	2,614	2,495	2,817	2,633	3,050
少数股东权益	83.78	116.67	127.32	140.21	155.57
股本	516.10	528.65	528.65	528.65	528.65
资本公积	997.19	1,207	1,207	1,207	1,207
留存公积	1,521	1,919	2,393	2,967	3,651
归属母公司股东权益	3,164	3,702	4,176	4,759	5,461
负债和股东权益	5,861	6,314	7,120	7,532	8,667

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	255.12	400.86	436.21	545.14	716.69
净利润	400.96	443.54	527.06	637.41	760.06
折旧摊销	127.01	152.64	138.23	169.74	202.37
财务费用	69.26	44.31	49.02	51.86	32.34
投资损失	(77.20)	(11.41)	(11.41)	(11.41)	(11.41)
营运资金变动	(329.45)	(279.84)	(263.97)	(299.23)	(262.93)
其他经营现金	64.53	51.62	(2.72)	(3.24)	(3.75)
投资活动现金	(352.05)	(157.58)	(276.49)	(487.17)	(588.50)
资本支出	(265.97)	(198.55)	(409.02)	(497.08)	(597.94)
长期投资	(86.79)	(17.62)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.72	58.60	132.53	9.92	9.45
筹资活动现金	(361.71)	85.12	(190.77)	(105.69)	(87.21)
短期借款	(37.67)	218.97	0.00	0.00	0.00
长期借款	(12.80)	27.29	(15.31)	(14.60)	(16.05)
普通股增加	0.24	(0.03)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	11.05	209.58	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(322.53)	(370.70)	(175.47)	(91.09)	(71.16)
现金净增加额	(462.46)	341.43	(31.05)	(47.71)	40.98

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,627	2,907	3,587	4,264	4,937
营业成本	1,578	1,764	2,211	2,617	3,038
营业税金及附加	23.35	23.52	28.69	34.11	39.50
营业费用	127.81	149.93	179.33	213.18	246.86
管理费用	209.41	245.84	304.86	362.41	419.66
财务费用	69.26	44.31	49.02	51.86	32.34
资产减值损失	(21.88)	(2.02)	(2.49)	(2.96)	(3.43)
公允价值变动收益	(16.34)	(26.78)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	77.20	11.41	11.41	11.41	11.41
营业利润	478.29	495.00	605.73	731.92	863.69
营业外收入	0.15	0.06	1.00	1.00	1.00
营业外支出	4.02	1.94	2.00	2.00	2.00
利润总额	474.41	493.11	604.73	730.92	862.69
所得税	73.45	49.57	77.67	93.51	102.63
净利润	400.96	443.54	527.06	637.41	760.06
少数股东损益	15.10	8.97	10.65	12.88	15.36
归属母公司净利润	385.87	434.57	516.41	624.53	744.70
EBITDA	656.09	694.17	774.04	931.21	1,063
EPS (人民币，基本)	0.75	0.84	0.98	1.18	1.41

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	40.94	10.65	23.38	18.88	15.80
营业利润	73.33	3.49	22.37	20.83	18.00
归属母公司净利润	67.89	12.62	18.83	20.94	19.24
获利能力 (%)					
毛利率	39.92	39.31	38.35	38.61	38.47
净利率	15.26	15.26	14.70	14.95	15.39
ROE	12.35	11.61	12.25	13.01	13.53
ROIC	12.23	12.08	12.15	12.82	13.01
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.59	39.52	39.56	34.96	35.19
净负债比率 (%)	22.12	12.61	9.60	9.17	7.05
流动比率	1.69	1.95	1.89	2.10	2.03
速动比率	1.25	1.47	1.34	1.48	1.39
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.48	0.53	0.58	0.61
应收账款周转率	3.70	3.47	3.45	3.45	3.45
应付账款周转率	5.24	5.47	5.47	5.47	5.47
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.82	0.98	1.18	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.76	0.83	1.03	1.36
每股净资产(最新摊薄)	5.98	7.00	7.90	9.00	10.33
估值比率					
PE (倍)	27.69	24.59	20.69	17.11	14.35
PB (倍)	3.38	2.89	2.56	2.25	1.96
EV EBITDA (倍)	17.19	16.08	14.50	12.11	10.57

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，庄汀洲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司