

公司披露 2023 年一季报：23Q1 实现营收 42.55 亿元，同比-8.72%，归母净利润 4.19 亿元，同比-43.01%，扣非净利 3.7 亿元，同比-38.57%。毛利率 28.08%，同比-1.73pct、环比+2.54pct，净利率 12.21%，同比-4.47pct。

隔膜：Q1 行业淡季 1-2 月单月出货 1 亿平+，单平盈利提升空间大

我们测算，2022 年公司单平净利 0.42 元（同比+0.3 元，全口径），盈利大幅提升主产线效率提升带动成本下降。23Q1 为传统淡季，1-2 月单月出货 1 亿多平，公司预计年底产能超 30 亿平、全年有效产能 20 亿平+。

公司隔膜成本优化空间仍较大：（1）先进产能占比较友商尚有差距；（2）现有产线优化空间较大，如单线单客户单规格、“线长制”管理模式等进一步降低损耗提升效率；（3）设备和原材料国产替代，如下属子公司中材大装从事国产化装备开发，最新产线国产化率约 60%，计划未来 2-3 年达到 70-80%。**客户及涂覆占比方面**，2022 年海外客户占比约 10%，未来中长期达到 30-40%目标；涂覆比例目标至少要做到基膜产能 50%以上。

风电叶片：大型化趋势明确，中复连众合并预计 23H1 完成整合与资产交割

2022 年公司风电叶片净利润 1.1 亿元，略高于行业盈亏平衡点。目前风电招标价格仍处于下行筑底阶段，随风电新增装机需求逐步释放、价格将逐步趋稳，**公司叶片板块预计今年盈利能力将有所恢复**，主因系规模提升、结构优化及原材料成本压力减弱。**叶片大型化趋势明确**，（1）2022 年平均功率约 4.5MW，今年预计平均功率将提升至 6MW，90 米级别大叶片占比预计达 60-70%；（2）海风叶片目前占比约 10%，未来随着阳江基地产能释放，预计将有提升。**与中复连众合并方面**，按照计划预计能在 23H1 完成整合与资产交割，目前进展较顺利。

玻纤：Q1 行业垒库、3 月环比 2 月微幅去库，全年逐季改善趋势明确

单价方面，根据卓创资讯数据，23Q1 全国缠绕直接纱 2400tex 均价为 4030 元/吨，同比-34.3%，环比-0.5%。**行业库存方面**，23Q1 末行业库存 80 万吨，环比期初+15.8 万吨，行业整体呈垒库趋势。

考虑到 3 月行业开始微幅去库，产品价格整体企稳，单季度经营业绩及单位净利有望见底，全年逐季改善趋势明确。需求端重点关注：（1）风电纱产品结构占比逐季上升，风电行业 2022 年累计招标 111.92GW，2023 年风电纱需求增长预期强；（2）**光伏复材边框有望成为玻纤新能源领域又一增长极**，较铝合金主要优势体现在①可以降低 10%成本，②碳排放明显低于铝边框，③同时韧性、抗腐蚀性更好，适应恶劣环境。近期事件催化包括：①全球第一张德国莱茵 TÜV 集团颁发的光伏组件用复合材料边框证书花落振石。②中国光伏行业协会专门编制标准化文件草案稿《光伏组件用玻纤增强复合材料边框》于 4 月 20 日召开启动会；（3）出口环比回暖，23Q1 出口量约 46.9 万吨，环比+19.1%，同比-14%、跌幅收窄。

投资建议：①锂膜单平净利超预期，持续降本+客户结构改善，产能加速投放，②叶片板块整合、加速集中，合并后风电叶片市占率提升+海风占比提升，③玻纤板块粗纱需求端顺周期共振向上，供给端存有预期差。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 35.26、40.24、51.39 亿元，现价对应动态 PE 分别为 10x、9x、7x。维持“推荐”评级。

风险提示：锂膜业务拓展不及预期；风电叶片盈利能力修复不及预期；国内玻纤供需格局变化不及预期；燃料价格波动的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	22109	24709	29562	34380
增长率 (%)	8.9	11.8	19.6	16.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	3511	3526	4024	5136
增长率 (%)	4.1	0.4	14.1	27.6
每股收益 (元)	2.09	2.10	2.40	3.06
PE	10	10	9	7
PB	2.0	1.8	1.6	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
21.10 元

分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyanyang_yj@mszq.com

研究助理 赵铭

执业证书：S0100122070043

邮箱：zhaoming_yj@mszq.com

相关研究

- 1.中材科技 (002080.SZ) 年报点评：叶片、隔膜盈利超预期，复苏之年顺周期逐季改善-2023/03/19
- 2.中材科技 (002080.SZ) 事件点评：重磅整合，叶片板块加速集中-2023/01/18
- 3.中材科技 (002080.SZ) 跟踪快报：风电叶片回暖，锂膜加速扩张-2022/10/16
- 4.中材科技 (002080.SZ) 2022 年半年报点评：玻纤贡献主要增量，继续看好风电回暖、锂膜盈利改善-2022/08/18
- 5.中材科技 (002080.SZ) 深度报告：新材平台，乘风而上-2022/06/09

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	22109	24709	29562	34380
营业成本	16463	18501	22015	25003
营业税金及附加	196	227	266	309
销售费用	297	297	325	344
管理费用	1001	988	1182	1238
研发费用	1057	1112	1330	1547
EBIT	3328	3824	4730	6272
财务费用	387	455	447	453
资产减值损失	-155	-600	-696	-798
投资收益	120	74	89	103
营业利润	4060	3978	4579	5851
营业外收支	6	57	25	25
利润总额	4066	4035	4604	5876
所得税	335	323	368	470
净利润	3731	3712	4236	5406
归属于母公司净利润	3511	3526	4024	5136
EBITDA	4900	5741	7212	9448

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5783	6814	6001	7119
应收账款及票据	6313	5519	6988	8541
预付款项	307	326	425	463
存货	3178	3131	3821	4466
其他流动资产	3861	5382	6218	6830
流动资产合计	19442	21172	23453	27419
长期股权投资	153	227	316	419
固定资产	19997	23202	26610	29933
无形资产	1516	1597	1643	1690
非流动资产合计	27447	29391	31618	33726
资产合计	46889	50563	55071	61145
短期借款	1637	1637	1637	1637
应付账款及票据	8755	9142	11233	12803
其他流动负债	2885	3571	2865	3234
流动负债合计	13277	14349	15735	17673
长期借款	5404	5404	5404	5404
其他长期负债	5663	5662	5662	5662
非流动负债合计	11067	11066	11066	11066
负债合计	24343	25415	26801	28739
股本	1678	1678	1678	1678
少数股东权益	5271	5457	5668	5939
股东权益合计	22545	25148	28270	32405
负债和股东权益合计	46889	50563	55071	61145

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	8.94	11.76	19.64	16.30
EBIT 增长率	-14.99	14.89	23.69	32.61
净利润增长率	4.08	0.44	14.11	27.63
盈利能力 (%)				
毛利率	25.54	25.13	25.53	27.27
净利润率	15.88	14.27	13.61	14.94
总资产收益率 ROA	7.49	6.97	7.31	8.40
净资产收益率 ROE	20.33	17.91	17.80	19.41
偿债能力				
流动比率	1.46	1.48	1.49	1.55
速动比率	1.18	1.21	1.20	1.26
现金比率	0.44	0.47	0.38	0.40
资产负债率 (%)	51.92	50.26	48.67	47.00
经营效率				
应收账款周转天数	91.40	75.67	79.40	82.16
存货周转天数	70.45	61.77	63.34	65.19
总资产周转率	0.52	0.51	0.56	0.59
每股指标 (元)				
每股收益	2.09	2.10	2.40	3.06
每股净资产	10.29	11.73	13.47	15.77
每股经营现金流	1.88	3.48	3.66	4.84
每股股利	0.00	0.66	0.76	0.97
估值分析				
PE	10	10	9	7
PB	2.0	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA	8.46	7.04	5.58	4.14
股息收益率 (%)	0.00	3.15	3.59	4.58

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3731	3712	4236	5406
折旧和摊销	1572	1917	2483	3176
营运资金变动	-1419	373	-753	-909
经营活动现金流	3160	5837	6145	8116
资本开支	-3723	-3171	-4363	-5200
投资	11	0	0	0
投资活动现金流	-3662	-3171	-4363	-5200
股权募资	5008	0	0	0
债务募资	894	0	-955	0
筹资活动现金流	3585	-1636	-2595	-1798
现金净流量	3115	1031	-812	1118

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026