

# 中复神鹰 (688295)

## 进军全球一流高性能碳纤维生产商

**业绩概要:** 2022年公司实现营业收入19.9亿元(+70.0%),实现归母净利润6.1亿元(+117%),对应基本EPS为0.69元,扣非归母净利润5.6亿元(+119%);其中2022Q4公司实现营业收入5.4亿元(同比+15.7%,环比-7.9%),实现归母净利润1.8亿元(同比+130%,环比-10.9%),扣非归母净利润1.6亿元(同比+102%,环比-16.5%);

**碳纤维量增价降,国产化替代加速:** 2022年,碳纤维行业价格保持高位横盘震荡,下半年以来,价格中枢逐渐下行,行业供需两旺,紧缺现状逐步缓解,整体库存水平有所提高。**供给端方面**,2021年规划的产能逐渐在近两年投放,2022年整体开工率呈现前高后低的趋势;**需求端方面**,2022年碳纤维下游主要领域如风电叶片(+9.2%)、体育休闲(+8.3%)均获得了增长,其中光伏、氢能为代表的新能源需求带来了碳纤维在碳碳复材(+50.4%)和压力容器(+134%)的应用快速增长,工业级小丝束在该部分领域表现较好,需求提升较多。**国产化替代方面**,经过多年的发展,国产碳纤维认可度明显提升,呈现出国产逐步替代进口的发展态势,国产化率从2017年的31.5%上升至2022年的60.5%,国产化率的快速提升是国内碳纤维产业成熟的标志,也反映出碳纤维及其复合材料相关产业及应用在国内发展较快;**原材料段**,2022年在丙烯腈产能持续投放、下游整体开工一般的情况下,丙烯腈价格一路震荡下跌,期间虽有小幅反弹,但整体呈现下跌走势;

**营收和盈利能力同步提高,神鹰展翅翱翔:** **收入规模方面**,2022年公司实现营业收入19.9亿元(+70.0%),营收快速增长的背后是碳纤维价格21.1万元/吨(+11.5%)和销量9374吨(+52.7%)大幅提升的结果,四季度公司实现营业收入5.4亿元(环比-7.9%),我们推测主要是产品价格环比有所下降等原因,从结构来看,公司在碳碳复材、氢能等领域的进展顺利,2022年上半年在新能源领域销售占比50%左右。**盈利能力方面**,尽管2022年转固较多,毛利率仍达到了48.1%(+6.5pcts),再创历史新高,盈利能力快速提升的背后是公司产品结构优化、原材料价格下降以及规模效应提升带来的产品价格提升(18.9→21.1万元/吨)和吨成本降低(11.1→11.0万元/吨)。期间费用率相比持平(-0.72pcts),但分拆结构看,营收快速增长摊薄了管理费用率(-2.2pcts),财务费用率降低(-1.2pcts)主要是公司将募集资金用于购买理财,同时营收大幅增长所致,公司积极投入T800级碳纤维规模化稳定性研究、航空级碳纤维及预浸料研发,研发投入比例进一步提高(+2.7pcts);公司通过积极优化产品结构,加大高端碳纤维应用领域的供给量,积极提高管理能力,实现了毛利率、净利率以及销量的同步提升;

投资评级

买入

维持评级

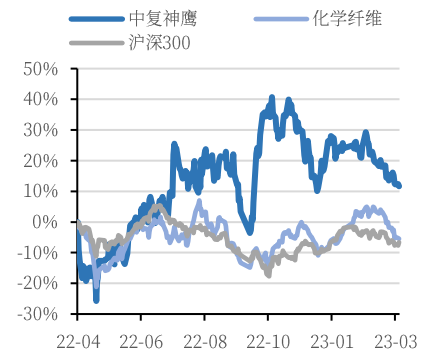
2023年03月21日

收盘价(元): 40.80

### 公司基本数据

总股本(百万股)	900.00
总市值(百万)	36,720.00
流通股本(百万股)	73.44
流通市值(百万)	2,996.50
12月最高/最低价(元)	52.72/26.06
资产负债率(%)	36.29
市盈率(TTM)	61.00
净资产收益率(%)	13.11

### 股价走势图



### 作者

邓轲 分析师  
SAC执业证书: S0640521070001  
邮箱: dengke@avicsec.com  
王勇杰 研究助理  
SAC执业证书: S0640122070026  
邮箱: wangyjsh@avicsec.com

### 相关研究报告

产能连上台阶,三年再造神鹰 —2023-01-04  
产能投放顺利, Q3业绩超预期 —2022-10-17  
2022年中报点评:产销两旺,神鹰展翅 —2022-08-19

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址:北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

**财务数据:** 与上期期末相比, 应收账款 (1994%) 及应收款项融资 (501%) 大幅变动, 主要系销售收入大幅增长所致; 预付款项 (+136%) 及存货 (+93.9%) 增加较多, 主要系公司销量提高带来的原材料及存货增加所致; 在建工程 (+140%)、应付票据 (+720%) 以及应付账款 (+57.0%) 增加较多, 反映出公司产能建设加速、采购项目增多的情况;

**布局新兴市场, 三年再造神鹰:** 经过多年发展, 公司实现了干喷湿纺的大规模产业化应用, 借助母集团丰富的资金和技术支持, 完成了产能从连云港本部的 3500 吨 (已投产) 到西宁一期 11000 吨 (已投产)、西宁二期 14000 吨 (2023 年上半年投产) 的跨越式发展, 未来公司拟自筹资金 59.6 亿元, 建设年产 3 万吨高性能碳纤维项目, 建设期 2023 年 4 月至 2026 年 8 月, 项目完全达产后公司整体产能将达到 5.85 万吨, 三年内再造神鹰。公司与下游行业核心客户签订战略协议, 深耕传统领域、加大新兴领域投入、提前布局未来爆发行业, 通过优秀的成本管控能力和市场化的定价策略与国际巨头比拼内力, 实现产能的稳定消化;

**大飞机未来可期, 公司占位精准:** 中建材集团是中复神鹰控股股东, 也是中国商飞的重要股东, 根据 CR929 JDP 阶段情况, 中建材承担中后机身、后机身前段、后机身后端等多个重要部件的供应, 中复神鹰作为中建材碳纤维及复合材料板块的重要拼图, 预计将承担较大比例的碳纤维及预浸料生产工作: 碳纤维方面, 公司 T800 级碳纤维已获得商飞 PCD 预批准; 预浸料方面, 率先实现增韧树脂的批量生产, 成功固化 T800 级碳纤维航空预浸料生产工艺, 应用验证顺利。2023 年神鹰上海预浸料项目将建成投产, 随着国产大飞机的放量, 公司高端产品在航空航天领域的应用将逐步增多;

**投资建议:** 公司作为工业小丝束碳纤维龙头, 借助自身技术储备和母集团的资源支持实现了产销量跨越式提升, 吨成本不断降低, 未来公司积极布局民用航空等高端领域, 实现营收和利润的快速增长。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 33.8 亿元、43.5 亿元、57.0 亿元, 同比增长 69.5%、28.7%、30.9%, 实现归母净利润 9.2 亿元、12.3 亿元、16.6 亿元, 同比增长 51.7%、33.8%、35.4%, 对应 PE 40X、30X、22X, 维持“买入”评级。

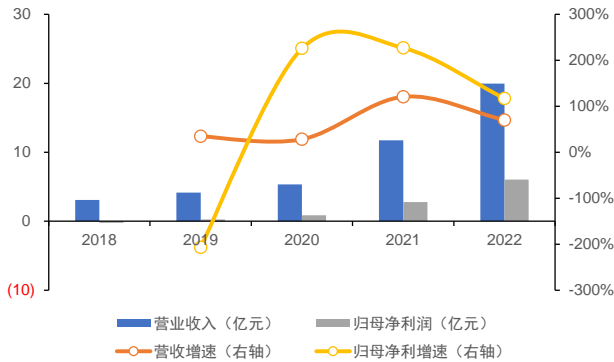
**风险提示:** 市场供需变动、行业竞争、海外出口政策、原材料成本等因素带来毛利率波动、项目建设不及预期, 国产化替代进程不及预期

**盈利预测:**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,173	1,995	3,382	4,352	5,695
增速 (%)	120.44%	70.00%	69.53%	28.69%	30.85%
归母净利润 (百万元)	279	605	918	1,228	1,662
增速 (%)	227.01%	117.09%	51.67%	33.75%	35.38%
每股收益 (元)	0.31	0.67	1.02	1.36	1.85
市盈率 (倍)	131.74	60.69	40.01	29.91	22.10

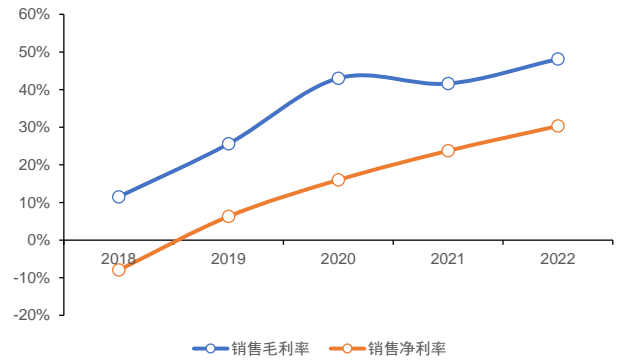
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图1 营收、归母净利润及同比增速



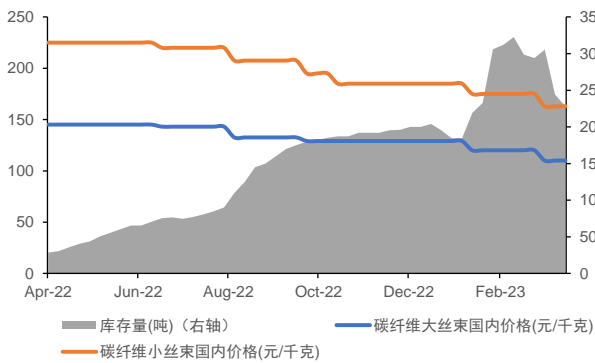
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率和净利率



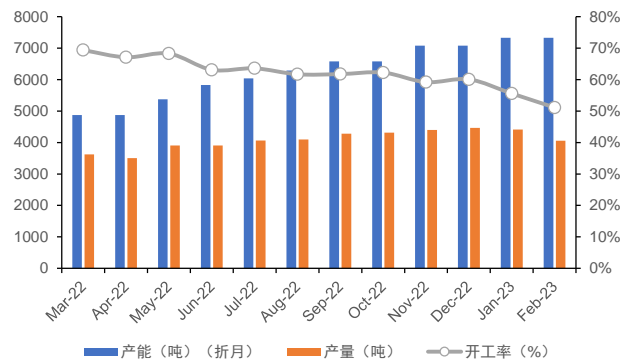
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 国内小丝束、大丝束碳纤维价格及库存量情况



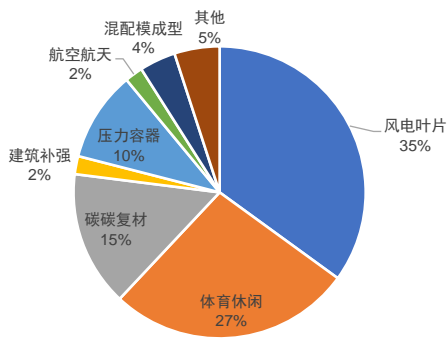
资料来源：百川盈孚，中航证券研究所

图4 国内碳纤维产能、产量及开工率情况



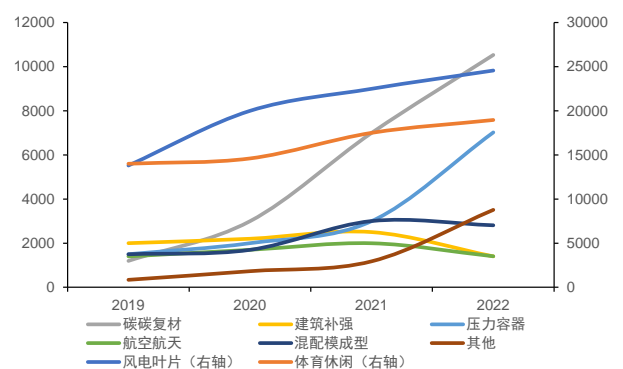
资料来源：百川盈孚，中航证券研究所

图5 2022年国内碳纤维下游消费结构

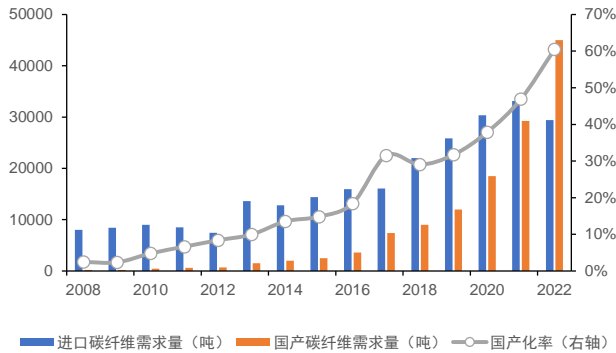


资料来源：百川盈孚，中航证券研究所

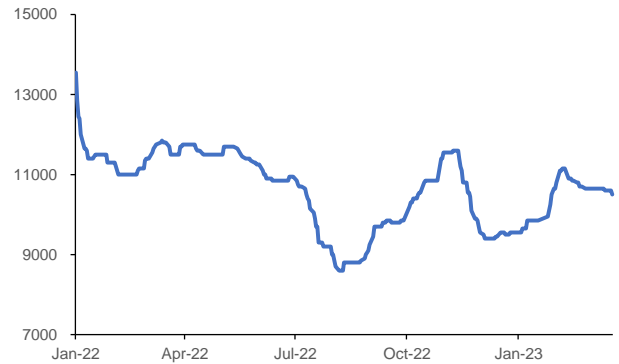
图6 近年来国内碳纤维分行业消费量变化（吨）



资料来源：百川盈孚，中航证券研究所

**图7 2008年以来国内碳纤维市场国产化率情况**


资料来源：赛奥碳纤维，中航证券研究所

**图8 华东市场丙烯腈价格（元/吨）**


资料来源：Wind，中航证券研究所

**图9 单季度财务数据**

	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万元)	543	589	403	460	469	323	241	140
营业成本(百万元)	279	285	222	248	-	-	132	66
销售费用率	0.8%	0.2%	0.2%	0.1%	-	-	0.3%	0.2%
管理费用率	8.3%	6.4%	9.3%	7.9%	-	-	11.6%	17.3%
财务费用率	1.1%	0.2%	0.7%	2.4%	-	-	1.7%	1.0%
研发费用率	8.9%	8.9%	7.7%	5.0%	-	-	3.1%	6.0%
资产减值损失(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	0.00	0.00
利润总额(百万元)	185	223	113	140	-	-	82	39
所得税费用(百万元)	3	20	11	22	-	-	1	0
归母净利润(百万元)	181	204	102	118	79	79	82	39
扣非归母净利润(百万元)	160	192	96	116	79	75	0	0
EPS	0.20	0.23	0.11	0.15	0.10	0.10	0.10	0.00
毛利率	48.5%	51.7%	44.8%	46.0%	-	-	45.2%	52.6%
期间费用率	19.1%	15.7%	17.9%	15.4%	-	-	16.8%	24.5%
所得税率	1.7%	8.8%	9.7%	15.8%	-	-	1.0%	0.0%
净利润率	33.4%	34.6%	25.3%	25.6%	16.8%	24.4%	33.8%	28.0%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

**图10 财务报表预测及比率分析 (百万元)**

资产负债表						利润表							
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	148.22	320.25	807.01	1352.69	2029.40	3317.12	营业收入	532.31	1173.44	1994.81	3381.74	4352.05	5694.85
应收票据及账款	53.47	18.88	117.59	206.61	278.05	377.11	营业成本	303.25	685.10	1034.74	1778.44	2290.15	2967.50
预付账款	5.86	22.08	52.08	84.31	107.31	124.66	税金及附加	9.15	10.14	10.40	17.59	22.20	28.47
其他应收款	1.49	5.05	5.28	11.12	16.69	15.91	销售费用	2.95	3.97	6.76	11.50	14.36	18.22
存货	30.95	153.55	297.72	441.93	581.63	804.88	管理费用	64.89	118.27	156.51	258.70	322.05	432.81
其他流动资产	90.36	172.91	1530.44	50.73	52.22	56.95	研发费用	17.18	59.12	154.77	263.78	343.81	449.89
<b>流动资产总计</b>	<b>330.36</b>	<b>692.72</b>	<b>2810.12</b>	<b>3729.74</b>	<b>4149.31</b>	<b>5590.64</b>	财务费用	14.18	26.57	20.92	67.02	54.33	23.86
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-52.69	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	553.64	2129.53	2688.10	3048.16	3600.43	3776.24	信用减值损失	0.63	0.05	-0.02	0.00	0.00	0.00
在建工程	1123.06	566.27	1357.92	1831.60	1305.28	1178.96	其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	2.30	3.10	2.60
无形资产	130.44	189.53	184.87	237.39	356.58	442.44	投资收益	-0.11	0.46	20.54	5.00	4.60	5.70
长期待摊费用	0.00	17.53	37.97	28.99	12.50	15.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	7.42	3.50	3.00	2.89
其他非流动资产	14.45	128.66	168.39	260.40	280.70	303.70	资产处置收益	0.18	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>1821.59</b>	<b>3031.53</b>	<b>4437.25</b>	<b>5406.54</b>	<b>5555.49</b>	<b>5716.34</b>	其他收益	15.61	25.47	37.54	25.00	30.40	34.20
<b>资产总计</b>	<b>2151.95</b>	<b>3724.25</b>	<b>7247.37</b>	<b>9136.28</b>	<b>9704.80</b>	<b>11306.98</b>	营业利润	84.33	296.29	676.18	1020.51	1346.25	1819.49
短期借款	55.86	575.77	253.38	741.65	0.00	0.00	营业外收入	1.94	0.70	0.72	0.50	0.30	0.20
应付票据及账款	314.02	539.13	881.36	1476.35	1849.68	2113.83	营业外支出	1.03	1.84	16.00	18.00	5.00	3.50
其他流动负债	167.91	124.00	160.75	248.23	288.66	334.95	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>537.79</b>	<b>1238.90</b>	<b>1295.49</b>	<b>2466.23</b>	<b>2138.34</b>	<b>2448.78</b>	利润总额	85.23	295.14	660.90	1003.01	1341.55	1816.19
长期借款	469.19	1058.96	1006.49	1020.69	798.63	570.94	所得税	0.00	16.42	55.82	85.26	114.03	154.38
其他非流动负债	188.37	191.08	328.30	206.30	220.00	243.80	净利润	85.23	278.72	605.08	917.75	1227.52	1661.81
<b>非流动负债合计</b>	<b>657.56</b>	<b>1250.03</b>	<b>1334.80</b>	<b>1226.99</b>	<b>1018.63</b>	<b>814.74</b>	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>1195.35</b>	<b>2488.93</b>	<b>2630.29</b>	<b>3693.22</b>	<b>3156.97</b>	<b>3263.52</b>	归属母公司股东净利	85.23	278.72	605.08	917.75	1227.52	1661.81
股本	800.00	800.00	900.00	900.00	900.00	900.00	EBITDA	149.29	411.63	854.88	1712.76	2292.23	2932.19
资本公积	50.69	50.69	2727.37	2727.37	2727.37	2727.37	NOPLAT	98.33	304.91	632.10	993.08	1278.93	1684.05
留存收益	105.91	384.63	989.71	1815.69	2920.46	4416.09	EPS(元)	0.09	0.31	0.67	1.02	1.36	1.85
归属母公司权益	956.59	1235.31	4617.08	5443.06	6547.83	8043.46							
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
<b>股东权益合计</b>	<b>956.59</b>	<b>1235.31</b>	<b>4617.08</b>	<b>5443.06</b>	<b>6547.83</b>	<b>8043.46</b>							
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2151.95</b>	<b>3724.25</b>	<b>7247.37</b>	<b>9136.28</b>	<b>9704.80</b>	<b>11306.98</b>							
<b>现金流量表</b>						<b>主要财务比率</b>							
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	85.23	278.72	605.08	903.11	1197.05	1625.68	营收增长率	28.24%	120.44%	70.00%	69.53%	28.69%	30.85%
折旧与摊销	49.88	89.92	173.05	642.72	896.35	1092.15	营业利润增长率	239.46%	251.36%	128.22%	50.92%	31.92%	35.15%
财务费用	14.18	26.57	20.92	67.02	54.33	23.86	EBIT增长率	121.08%	223.61%	111.93%	56.94%	30.45%	31.82%
投资损失	0.11	-0.46	-20.54	-5.00	-4.60	-5.70	EBITDA增长率	49.41%	175.72%	107.68%	100.35%	33.83%	27.92%
营运资金变动	32.69	-96.27	60.91	397.81	172.54	-33.16	归母净利润增长率	225.92%	227.01%	117.09%	51.67%	33.75%	35.38%
其他经营现金流	51.24	2.33	-4.89	12.50	30.30	36.60	经营现金流增长率	288.92%	28.92%	177.43%	141.83%	16.24%	16.77%
<b>经营性现金流量</b>	<b>233.32</b>	<b>300.81</b>	<b>834.53</b>	<b>2018.17</b>	<b>2345.97</b>	<b>2739.42</b>	<b>盈利能力</b>						
资本支出	851.28	1161.29	1099.11	1742.00	1011.30	1206.20	毛利率	43.03%	41.62%	48.13%	47.41%	47.38%	47.89%
长期投资	0.00	0.00	-1490.00	0.00	0.00	0.00	净利率	16.01%	23.75%	30.33%	27.14%	28.21%	29.18%
其他投资现金流	-65.14	-9.16	-112.32	-74.16	482.82	172.23	ROA	3.96%	7.48%	8.35%	10.05%	12.65%	14.70%
<b>投资性现金流量</b>	<b>-916.42</b>	<b>-1170.44</b>	<b>-2701.44</b>	<b>-1816.16</b>	<b>-528.48</b>	<b>-1033.97</b>	ROIC	12.75%	20.58%	22.02%	22.70%	22.74%	28.19%
短期借款	-16.14	519.91	-322.40	488.27	-741.65	0.00	<b>估值倍数</b>						
长期借款	372.64	589.77	-52.46	14.20	-222.06	-227.69	P/E	430.82	131.74	60.69	40.01	29.91	22.10
普通股增加	-214.99	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00	P/B	68.98	31.29	18.41	10.86	8.44	6.45
资本公积增加	-193.16	0.00	2676.68	0.00	0.00	0.00	P/S	38.39	29.73	7.95	6.75	5.61	4.57
其他筹资现金流	632.20	-98.55	-63.55	-158.80	-177.08	-190.04	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.25%	0.33%	0.45%
<b>筹资性现金流量</b>	<b>580.54</b>	<b>1011.13</b>	<b>2338.27</b>	<b>343.67</b>	<b>-1140.79</b>	<b>-417.73</b>	EV/EBIT	374.65	119.22	56.63	34.48	25.89	19.22
<b>现金流量净额</b>	<b>-102.54</b>	<b>141.55</b>	<b>474.23</b>	<b>545.68</b>	<b>676.70</b>	<b>1287.73</b>	EV/EBITDA	249.48	93.18	45.17	21.54	15.77	12.06
							EV/NOPLAT	378.78	125.79	61.08	37.16	28.26	21.00

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637