

产能扩张规模化降本，龙头地位持续巩固

中复神鹰(688295)

评级:	买入	股票代码:	688295
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	52.72/31.09
目标价格:		总市值(亿)	325.44
最新收盘价:	36.16	自由流通市值(亿)	45.47
		自由流通股数(百万)	125.74

事件概述

事件一：2023年3月21日，公司发布2022年报。2022年公司实现总收入19.95亿元，同比+70%；归母净利润6.05亿元，同比+117.09%

事件二：2023年4月25日，公司发布2023年一季报。2023年第一季度公司实现总营收5.68亿元，同比增长23.68%；归母净利润1.31亿元，同比+11.28%。

分析判断：

► 下游需求旺盛产品实现量价齐升，利润率维持较高水平。

2022年受益于行业下游需求高景气持续，公司碳纤维产品量价齐升，盈利水平再上台阶，2022年公司碳纤维实现销售9374吨，同比+52.7%；据百川盈孚，T300(12k)/T300(24k)/T700(12k)2022年均价分别为168/144/254元/千克，同比+4%/+4%/+18%；公司毛利率和净利率分别为48.13%、30.33%，同比+6.51、6.58pct。各项费用方面，公司2022年期间费用率9.24%，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为0.34%/7.86%/1.05%，同比-0/-2.23/-0.21pct。公司同时也积极扩大研发支持，2022年研发费用1.55亿元，同比+162%；研发费用率7.8%、同比+2.7pct。2023Q1公司期间费用率进一步下降至7.21%，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为0.68%/7.00%/-0.47%。我们认为，当前碳纤维价格已经下降到具有相当性价比的位置，下游行业需求有望进一步增加，公司业绩预计将再上台阶。

► 产能扩张规模化降本，高端碳纤维龙头充分受益行业增长。

据赛奥数据，2022年碳纤维需求持续增长，其中全球碳纤维需求量13.5万吨，同比+14%；中国碳纤维需求量7.4万吨，同比+19%，预计2025年国内碳纤维需求达到13.2万吨，2022-2025年CAGR 21%。公司现有单套5000吨/年PAN原液的稳定化均质化制备产线，高品质PAN原丝纺丝速度达400m/min，单线规模5000吨/年；高强度碳纤维和中模型碳纤维性能与国际同类产品相当，单线规模3000吨/年。公司在国内高性能碳纤维市占率达到50%以上，其中T800级碳纤维已获中国商飞PCD预批准，预浸料应用验证进展顺利。根据投资者问答，截至2022年底，公司碳纤维产能1.45万吨/年，其中连云港本部3500吨，神鹰西宁1.1万吨。此外神鹰西宁二期1.4万吨正处于收尾阶段，部分装置试运行中，预计2023年实现投产，投产后单吨成本将持续下降。据连云港政府，公司连云港5万吨碳纤维项目一期3.1万吨预计2025年投产，二期2万吨目前处于规划中；此外根据公司2023年1月公告，2023年4月拟在连云港基地设立全资子公司建设3万吨高性能碳纤维项目，预计2026年投产。据澎湃新闻，公司SYT55S-24k、SYT45S-48k正式亮相2023年巴黎JEC复合材料展，其中SYT45S-48K是全球首家采用干喷湿纺技术制备的大丝束产品，兼具小丝束工艺性能及大丝束成本优势，并实现了工艺性能升级、成本降低，可适用于风电叶片、CNG、汽车等应用领域。该产品目前已实现规模化低成本生产。我们预计，随着公司西宁二期全面投产，公司规模化产能将进一步降低生产成本，作为国内小丝束碳纤维龙头，有望持续提升市占率并逐步打入高端军工产业链。

投资建议

公司产能投放进度加快，我们调整之前2023、2024年盈利预测，并新增2025年预测，预计2023-2025年公司营业收入分别为31.09/43.76/56.65亿元（此前2023、2024年分别为30.98/43.22亿元），归母净利润分别为9.01/12.65/17.05亿元（此前2023、2024年分别为8.78/12.23亿元），EPS分别为1.00/1.41/1.89元（此前

2023、2024 年分别为 0.98、1.36 元)，对应 2023 年 5 月 16 日收盘价 36.16 元 PE 分别为 36/26/19 倍。我们认为碳纤维价格下降促进下游市场景气度持续上行，公司为国内小丝束碳纤维龙头，随着 1.4 万吨产能今年年中建成投产，公司规模成本进一步下降，我们看好公司未来的成长，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动加剧，项目投产不及预期，下游需求不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,173	1,995	3,109	4,376	5,665
YoY (%)	120.4%	70.0%	55.9%	40.7%	29.5%
归母净利润(百万元)	279	605	901	1,264	1,704
YoY (%)	227.0%	117.1%	48.9%	40.3%	34.8%
毛利率 (%)	41.6%	48.1%	45.7%	45.5%	47.0%
每股收益 (元)	0.35	0.69	1.00	1.40	1.89
ROE	22.6%	13.1%	16.6%	18.9%	20.3%
市盈率	103.31	52.41	36.12	25.75	19.10

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

分析师：戚舒扬

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,995	3,109	4,376	5,665	净利润	605	901	1,264	1,704
YoY (%)	70.0%	55.9%	40.7%	29.5%	折旧和摊销	174	254	279	324
营业成本	1,035	1,689	2,386	3,004	营运资金变动	61	468	39	404
营业税金及附加	10	31	53	85	经营活动现金流	835	1,645	1,604	2,458
销售费用	7	11	15	19	资本开支	-1,236	-1,333	-1,365	-1,354
管理费用	157	233	306	397	投资	-1,490	-50	-33	-39
财务费用	21	36	35	34	投资活动现金流	-2,701	-1,385	-1,403	-1,396
研发费用	155	249	350	453	股权募资	2,787	0	0	0
资产减值损失	0	25	27	26	债务募资	-362	100	80	90
投资收益	21	0	0	1	筹资活动现金流	2,338	-38	30	37
营业利润	676	948	1,345	1,813	现金净流量	475	222	231	1,099
营业外收支	-15	0	0	0					
利润总额	661	948	1,345	1,813	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	56	47	81	109	成长能力				
净利润	605	901	1,264	1,704	营业收入增长率	70.0%	55.9%	40.7%	29.5%
归属于母公司净利润	605	901	1,264	1,704	净利润增长率	117.1%	48.9%	40.3%	34.8%
YoY (%)	117.1%	48.9%	40.3%	34.8%	盈利能力				
每股收益	0.69	1.00	1.40	1.89	毛利率	48.1%	45.7%	45.5%	47.0%
					净利率	30.3%	29.0%	28.9%	30.1%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	8.3%	10.3%	11.9%	13.3%
货币资金	807	1,029	1,260	2,359	净资产收益率 ROE	13.1%	16.6%	18.9%	20.3%
预付款项	52	70	109	131	偿债能力				
存货	298	298	643	480	流动比率	2.17	1.60	1.49	1.62
其他流动资产	1,653	1,726	1,895	1,968	速动比率	1.87	1.35	1.13	1.34
流动资产合计	2,810	3,123	3,907	4,937	现金比率	0.62	0.53	0.48	0.77
长期股权投资	0	50	83	122	资产负债率	36.3%	37.7%	37.2%	34.3%
固定资产	2,676	3,413	4,016	4,610	经营效率				
无形资产	185	201	211	223	总资产周转率	0.36	0.39	0.45	0.48
非流动资产合计	4,437	5,594	6,745	7,845	每股指标 (元)				
资产合计	7,247	8,716	10,653	12,782	每股收益	0.69	1.00	1.40	1.89
短期借款	253	353	433	523	每股净资产	5.13	6.03	7.44	9.33
应付账款及票据	881	1,330	1,869	2,112	每股经营现金流	0.93	1.83	1.78	2.73
其他流动负债	161	270	324	416	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,295	1,954	2,626	3,051	估值分析				
长期借款	999	999	999	999	PE	52.41	36.12	25.75	19.10
其他长期负债	336	336	336	336	PB	8.42	6.00	4.86	3.88
非流动负债合计	1,335	1,335	1,335	1,335					
负债合计	2,630	3,288	3,961	4,386					
股本	900	900	900	900					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	4,617	5,428	6,692	8,396					
负债和股东权益合计	7,247	8,716	10,653	12,782					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

华西化工&建筑建材团队联合覆盖

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

戚舒扬：戚舒扬：建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。