

营收持续较快增长，碳纤维龙头前景广阔

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:	52.72/31.47
目标价格:		总市值(亿)	285.12
最新收盘价:	31.68	自由流通市值(亿)	39.83
		自由流通股数(百万)	125.74

事件概述:

2023年8月19日，公司发布2023年中报，2023年上半年公司实现营业收入10.56亿元，同比+22.39%；实现归母净利润2.21亿元，同比+0.50%，扣非后归母净利润1.98亿元，同比-6.64%；EPS 0.25元。2022Q2单季度实现营业收入4.87亿元，同比-20.91%；实现归母净利润0.90亿元，同比-11.91%。

分析判断:

► 碳纤维业务持续增长，进一步加大研发投入

根据公司半年报，2023年上半年公司主营业务碳纤维占营业收入99.14%，实现销售收入10.47亿元，同比+22.36%。上半年碳纤维价格进一步下降，据百川数据，2023年上半年碳纤维市场均价约134元/kg，同比-约28%，因此公司上半年毛利率下降至38.75%，同比-6.73pct，实现毛利润4.02亿元，同比+4.09%。费用率方面，公司期间费用率为9.49%，同比-0.79pct，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为0.95%/8.12%/-0.58%，同比+0.82/-0.43/-2.18pct。作为行业龙头，公司加大科技研发力度，研发费用率由去年同期的6.27%上升到2023年上半年的9.69%，同比+3.42pct。我们认为，随着公司不断加码研发投入，优化公司管理，公司业绩有望迈上新台阶。

► 碳纤维下游应用领域广阔，中国碳纤维产能占据半壁江山

据赛奥碳纤维，2022年全球碳纤维需求量13.5万吨，同比增长14.4%，中国市场总需求量74429吨，同比增长19.3%，预测到2025年，我国碳纤维需求量有望达到13.22万吨，其中国产碳纤维需求量共计11.01万吨，占总需求量的83.31%，市场前景极为广阔。得益于质轻、高强度和导电导热等一系列其他材料所不可替代的优良性能，碳纤维的下游应用主要集中在风电叶片、航空航天军工、体育休闲和压力容器等领域，目前已经得到广泛应用。赛奥数据显示，2022年全球碳纤维运行产能共计25.86万吨，其中中国大陆产能11.21万吨，占全球产能的43%。

► 产学研推动成本进一步下降，行业龙头优势壁垒巩固

公司致力于提升竞争力，构建技术优势壁垒。2023年上半年，公司在T1100级高性能碳纤维关键制备技术、干喷湿纺48K大丝束关键制备技术、万吨级产业化技术等核心技术上持续突破，新增授权专利共65项，其中发明专利10项，这些科技研发成果有助于公司扩大产能以及降低成本。上半年公司神鹰西宁二期1.4万吨碳纤维项目全面投产，规模效应进一步释放，现有产能规模达2.85万吨，位居世界第三，且原材料单耗及能耗突破历史最低水平。公司另有在建产能共计3万吨，预计2026年8月建成，建成后将进一步强化公司产能规模优势，充分发挥规模效应。上海航空预浸料项目通过量产线PCD批准、完成T800级碳纤维预浸料第二产线建设，进一步推进大飞机用碳纤维及预浸料的国产化进程。我们认为，随着碳纤维市场应用的不断扩大和公司多维度多环节不断发力，公司未来市场份额将进一步提升，实现业绩的稳定持续增长。

投资建议

由于碳纤维供需格局变化，我们调整之前的盈利预测，预计2023-2025年公司营业收入分别为31.09/41.84/49.75亿元（此前2024-2025年分别为43.76/56.65亿元），归母净利润分别为6.80/10.42/12.26亿元（此前2023-2025年分别为9.01/12.64/17.04亿元），EPS分别为0.76/1.16/1.36元（此前2023-2025年分别为1.00/1.40/1.89元），对应2023年8月23日收盘价31.68元PE分别为42/27/23倍。公司作为国内小丝束碳纤维龙头，产能和技术均为处于国内领先地位，未来随着各研究建设项目进一步落地，规模化降本和新

领域进入有望为公司利润持续赋能，维持“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期，项目投产不及预期。

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	4,184	4,975
YoY (%)	120.4%	70.0%	55.9%	34.6%	18.9%
归母净利润(百万元)	279	605	680	1,042	1,226
YoY (%)	227.0%	117.1%	12.4%	53.3%	17.6%
毛利率 (%)	41.6%	48.1%	39.0%	41.0%	41.0%
每股收益 (元)	0.35	0.69	0.76	1.16	1.36
ROE	22.6%	13.1%	13.1%	16.7%	16.4%
市盈率	90.51	45.91	41.94	27.36	23.26

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：

研究助理：董宇轩

邮箱：dongyx1@hx168.com.cn

SAC NO:

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	4,184	4,975	净利润	605	680	1,042	1,226
YoY (%)	70.0%	55.9%	34.6%	18.9%	折旧和摊销	174	254	279	324
营业成本	1,035	1,895	2,468	2,933	营运资金变动	61	676	-279	582
营业税金及附加	10	31	50	75	经营活动现金流	835	1,632	1,061	2,150
销售费用	7	16	17	17	资本开支	-1,236	-1,332	-1,363	-1,351
管理费用	157	249	272	323	投资	-1,490	-50	-33	-39
财务费用	21	36	34	39	投资活动现金流	-2,701	-1,384	-1,401	-1,393
研发费用	155	249	335	398	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	-20	-50
投资收益	21	0	0	0	筹资活动现金流	2,338	-38	-69	-98
营业利润	676	722	1,118	1,315	现金净流量	475	210	-408	659
营业外收支	-15	1	2	3					
利润总额	661	723	1,120	1,318	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	56	43	78	92	成长能力				
净利润	605	680	1,042	1,226	营业收入增长率	70.0%	55.9%	34.6%	18.9%
归属于母公司净利润	605	680	1,042	1,226	净利润增长率	117.1%	12.4%	53.3%	17.6%
YoY (%)	117.1%	12.4%	53.3%	17.6%	盈利能力				
每股收益	0.69	0.76	1.16	1.36	毛利率	48.1%	39.0%	41.0%	41.0%
					净利率	30.3%	21.9%	24.9%	24.6%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	8.3%	7.7%	10.5%	10.5%
货币资金	807	1,017	608	1,267	净资产收益率 ROE	13.1%	13.1%	16.7%	16.4%
预付款项	52	78	113	128	偿债能力				
存货	298	371	603	493	流动比率	2.17	1.42	1.35	1.34
其他流动资产	1,653	1,726	1,885	1,936	速动比率	1.87	1.17	0.98	1.04
流动资产合计	2,810	3,192	3,209	3,825	现金比率	0.62	0.45	0.26	0.44
长期股权投资	0	50	83	122	资产负债率	36.3%	40.7%	37.2%	35.9%
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	0.46
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	8,785	9,955	11,669	每股收益	0.69	0.76	1.16	1.36
短期借款	253	353	333	283	每股净资产	5.13	5.79	6.94	8.31
应付账款及票据	881	1,600	1,710	2,177	每股经营现金流	0.93	1.81	1.18	2.39
其他流动负债	161	291	328	399	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,295	2,244	2,371	2,860	估值分析				
长期借款	999	999	999	999	PE	45.91	41.94	27.36	23.26
其他长期负债	336	336	336	336	PB	8.42	5.48	4.56	3.81
非流动负债合计	1,335	1,335	1,335	1,335					
负债合计	2,630	3,578	3,706	4,195					
股本	900	900	900	900					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	4,617	5,207	6,249	7,475					
负债和股东权益合计	7,247	8,785	9,955	11,669					

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：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。

董宇轩：化学工程与工艺本科，金融硕士，2022年加入华西证券研究所。

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。