

中复神鹰 (688295.SH)

产销两旺，盈利修复

事件：中复神鹰发布 2022 三季报。公司 2022 年前三季度实现收入 14.52 亿元，同比增长 106.12%，实现归母净利润 4.24 亿元，同比增长 112.09%，本期收到的政府补助、投资收益等非经常性损益为 1961 万元，去年同期约 2160 万，扣非后归母净利润 4.04 亿元，同比增长 126.81%。单 Q3 来看，公司营收 5.89 亿元，同比增长 82.25%，归母净利润 2.04 亿元，同比增长 157.98%，扣非后归母净利润 1.92 亿元，同比增长 155.3%。

西宁一期产线满负荷稳定运行，利润率明显修复。公司前三季度毛利率 47.98%，同比增加 4.02pp。其中单 Q3 毛利率为 51.69%，同比大幅增加 12.35pp，环比亦有明显改善（今年 Q1-Q2 毛利率分别为 46%、44.82%），主要系去年 Q3 末两条大线刚投产不久，生产初期单耗较高，而今年 Q2 西宁一期全部投产，Q3 一期产线均处于稳定开车状态，各项成本支出恢复正常。前三季度期间费用率 16.21%，同比减少 0.85pp，其中销售/管理/财务费用率分别同比减少 0.13pp/2.21pp/1pp，产销规模加速增长后各项费用均有一定摊薄，研发费用率同比增加 2.49pp，主要系航空级碳纤维及预浸料相关研发支出增加较多。对应前三季度公司净利率为 29.17%，同比增加 0.82pp，扣非后销售净利率为 27.82%，同比增加 2.53pp。

现金流情况良好。公司前三季度经营活动现金净额为 7.46 亿元，同比大增 323.42%，主要系西宁一期投产后公司销售规模明显扩大所致。净利润现金含量为 1.76，去年同期为 0.88，现金流表现优异。

产能建设：眼前机遇与长远布局兼顾。神鹰西宁一期产能项目全部建设完毕，公司现有产能 1.45 万吨（包括连云港基地的 3500 吨和西宁一期的 11000 吨）；西宁二期 1.4 万吨正紧锣密鼓推进，预计 22 年底至 23 年中期陆续投产，届时公司产能将增至 2.85 万吨。另外，公司两大募投项目锚定航空航天应用，眼光长远。

投资建议：中复神鹰主打的干喷湿纺小丝束产品技术壁垒高，成本优势突出，所处的细分赛道（储氢、光伏、航空航天）供需格局好，短期内供给仍然偏紧，价格相对坚挺。今明两年公司产能投放节奏快且下游订单旺盛，预计短期业绩呈现爆发式增长；同时，凭借雄厚的资金实力和产品高性价比优势，公司具备穿越周期的长期成长性。预计神鹰 2022-2024 年净利润分别为 6.4、8.1 和 12.2 亿元，对应三年复合增速 63.7%，对应三年 PE 分别为 62X、49X 和 33X，维持“买入”评级。

风险提示：产能投放不及预期风险；原材料价格大幅波动风险；下游需求释放不及预期风险。

| 财务指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 532 | 1,173 | 2,084 | 3,605 | 4,630 |
| 增长率 yoy (%) | 28.2 | 120.4 | 77.6 | 73.0 | 28.4 |
| 归母净利润(百万元) | 85 | 279 | 642 | 813 | 1,224 |
| 增长率 yoy (%) | 225.9 | 227.0 | 130.2 | 26.7 | 50.5 |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 0.09 | 0.31 | 0.71 | 0.90 | 1.36 |
| 净资产收益率 (%) | 8.9 | 22.6 | 34.2 | 30.2 | 31.3 |
| P/E(倍) | 468.6 | 143.3 | 62.3 | 49.1 | 32.6 |
| P/B(倍) | 41.8 | 32.3 | 21.3 | 14.8 | 10.2 |

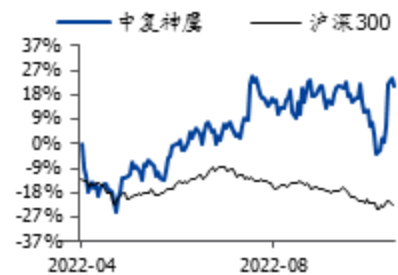
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 10 月 19 日收盘价

买入（维持）

股票信息

| | |
|---------------|-----------|
| 行业 | 化学纤维 |
| 前次评级 | 买入 |
| 10月19日收盘价(元) | 44.38 |
| 总市值(百万元) | 39,942.00 |
| 总股本(百万股) | 900.00 |
| 其中自由流通股(%) | 8.08 |
| 30日日均成交量(百万股) | 3.10 |

股价走势



作者

分析师 沈猛

执业证书编号：S0680522050001

邮箱：shenmeng@gszq.com

研究助理 陈冠宇

执业证书编号：S0680122080012

邮箱：chenguanuyu@gszq.com

相关研究

- 《中复神鹰(688295.SH)：上半年业绩表现亮眼，顺势扩张成长性凸显》2022-08-18
- 《中复神鹰(688295.SH)：民用碳纤维龙头，成本、技术、管理铸就高护城河》2022-05-12

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 330 | 693 | 1762 | 1244 | 505 |
| 现金 | 148 | 320 | 1405 | 552 | 0 |
| 应收票据及应收账款 | 0 | 2 | 2 | 4 | 4 |
| 其他应收款 | 1 | 5 | 7 | 14 | 12 |
| 预付账款 | 6 | 22 | 28 | 58 | 52 |
| 存货 | 31 | 154 | 131 | 427 | 247 |
| 其他流动资产 | 144 | 190 | 190 | 190 | 190 |
| 非流动资产 | 1822 | 3032 | 2957 | 5617 | 7184 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 554 | 2130 | 2112 | 4109 | 5288 |
| 无形资产 | 130 | 190 | 219 | 255 | 280 |
| 其他非流动资产 | 1138 | 712 | 626 | 1253 | 1616 |
| 资产总计 | 2152 | 3724 | 4719 | 6861 | 7688 |
| 流动负债 | 538 | 1239 | 1704 | 2859 | 2544 |
| 短期借款 | 56 | 576 | 576 | 576 | 706 |
| 应付票据及应付账款 | 314 | 539 | 776 | 1802 | 1312 |
| 其他流动负债 | 168 | 124 | 352 | 482 | 526 |
| 非流动负债 | 658 | 1250 | 1038 | 1212 | 1131 |
| 长期借款 | 469 | 1059 | 847 | 1021 | 940 |
| 其他非流动负债 | 188 | 191 | 191 | 191 | 191 |
| 负债合计 | 1195 | 2489 | 2742 | 4072 | 3675 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 800 | 800 | 900 | 900 | 900 |
| 资本公积 | 51 | 51 | 51 | 51 | 51 |
| 留存收益 | 106 | 385 | 1026 | 1839 | 3063 |
| 归属母公司股东权益 | 957 | 1235 | 1977 | 2790 | 4013 |
| 负债和股东权益 | 2152 | 3724 | 4719 | 6861 | 7688 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 233 | 301 | 1041 | 1723 | 1243 |
| 净利润 | 85 | 279 | 642 | 813 | 1224 |
| 折旧摊销 | 50 | 90 | 147 | 222 | 340 |
| 财务费用 | 14 | 27 | -18 | -36 | -7 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 33 | -96 | 270 | 723 | -314 |
| 其他经营现金流 | 51 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -916 | -1170 | -73 | -2882 | -1906 |
| 资本支出 | 917 | 1164 | -74 | 2660 | 1566 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 0 | -6 | -147 | -222 | -340 |
| 筹资活动现金流 | 581 | 1011 | 117 | 306 | -18 |
| 短期借款 | -16 | 520 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 373 | 590 | -212 | 174 | -81 |
| 普通股增加 | -215 | 0 | 100 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -193 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 632 | -99 | 229 | 132 | 63 |
| 现金净增加额 | -103 | 142 | 1085 | -853 | -682 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 532 | 1173 | 2084 | 3605 | 4630 |
| 营业成本 | 303 | 685 | 1056 | 2070 | 2500 |
| 营业税金及附加 | 9 | 10 | 18 | 31 | 40 |
| 营业费用 | 3 | 4 | 5 | 13 | 15 |
| 管理费用 | 65 | 118 | 188 | 379 | 440 |
| 研发费用 | 17 | 59 | 156 | 288 | 347 |
| 财务费用 | 14 | 27 | -18 | -36 | -7 |
| 资产减值损失 | -53 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 16 | 25 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 84 | 296 | 679 | 860 | 1295 |
| 营业外收入 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 85 | 295 | 679 | 860 | 1295 |
| 所得税 | 0 | 16 | 37 | 47 | 71 |
| 净利润 | 85 | 279 | 642 | 813 | 1224 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 85 | 279 | 642 | 813 | 1224 |
| EBITDA | 165 | 480 | 867 | 1119 | 1698 |
| EPS (元) | 0.09 | 0.31 | 0.71 | 0.90 | 1.36 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 28.2 | 120.4 | 77.6 | 73.0 | 28.4 |
| 营业利润(%) | 239.5 | 251.4 | 129.0 | 26.7 | 50.6 |
| 归属于母公司净利润(%) | 225.9 | 227.0 | 130.2 | 26.7 | 50.5 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 43.0 | 41.6 | 49.3 | 42.6 | 46.0 |
| 净利率(%) | 16.0 | 23.8 | 30.8 | 22.5 | 26.4 |
| ROE(%) | 8.9 | 22.6 | 34.2 | 30.2 | 31.3 |
| ROIC(%) | 6.6 | 12.0 | 18.4 | 17.7 | 21.0 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 55.5 | 66.8 | 58.1 | 59.3 | 47.8 |
| 净负债比率(%) | 65.8 | 122.0 | 22.4 | 57.4 | 56.3 |
| 流动比率 | 0.6 | 0.6 | 1.0 | 0.4 | 0.2 |
| 速动比率 | 0.3 | 0.3 | 0.8 | 0.2 | 0.0 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |
| 应收账款周转率 | 112.8 | 1192.1 | 1192.1 | 1192.1 | 1192.1 |
| 应付账款周转率 | 1.4 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.09 | 0.31 | 0.71 | 0.90 | 1.36 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.26 | 0.33 | 1.16 | 1.91 | 1.38 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 1.06 | 1.37 | 2.09 | 2.99 | 4.35 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 468.6 | 143.3 | 62.3 | 49.1 | 32.6 |
| P/B | 41.8 | 32.3 | 21.3 | 14.8 | 10.2 |
| EV/EBITDA | 245.9 | 86.3 | 46.6 | 37.1 | 24.8 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 10 月 19 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间 |
| | 行业评级 | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com