

降价降本周期进行中，期待应用领域的推进

2023 年 08 月 20 日

➤ **公司发布 2023 年半年报：**23H1 实现营收 10.56 亿元，同比+22.39%，归母净利 2.21 亿元，同比+0.5%，扣非归母净利 1.98 亿元，同比-6.64%。其中 23Q2 实现营收 4.87 亿元，同比+20.91%，归母净利 0.9 亿元，同比-11.93%，扣非归母净利 0.8 亿元，同比-16.23%。23H1 公司毛利率 38.75%，同比-6.71pct，净利率 20.94%，同比-4.56pct，其中 Q2 毛利率 36.29%，同比-8.54pct、环比-4.56pct。

➤ 23Q2 利润环比承压，主因部分领域碳纤维价格回落：

公司综合毛利率同比、环比下降，主因上游原材料丙烯腈降价幅度不及碳纤维。23Q2 华东 T700-12K 碳纤维价格同比降幅约 32%、环比降幅约 19.4%（来源：百川盈孚），同期丙烯腈均价 10393 元/吨，同比-22%、环比-14.6%。考虑到 23Q1 公司收入同比+21%，而百川盈孚报价下调幅度较大，我们预计两点原因：①23Q2 量同比增加，公司西宁二期 1.4 万吨碳纤维项目于 23Q2 全面投产，目前总产能达 2.85 万吨；②报价下调体现在部分产品，高端产品价格预计较为坚挺。

费用方面，23H1 期间费用率 18.2%，同比+1.6pct。其中，销售费用 1001 万元，同比+765%；管理费用率为 8.1%，同比-0.4pct；研发费用同比+89%，我们预计公司在航空航天、新能源等领域研发投入持续增加；财务费用率为-0.6%（去年同期为 1.6%），主因提前偿还贷款及利息收入增加。

单位盈利方面，考虑到 23Q2 公司扣非归母净利同比-16.23%、环比-31.76%，我们预计单吨扣非净利同/环比有一定程度下滑。

➤ 降价/降本大周期开启，关注高端碳纤维拓宽应用领域：

公司 T700 级及以上产品国内市占率保持 50%+，其中国内储氢气瓶领域市占率 80%、碳/碳复材领域市占率 60%。截至 8 月 19 日，华东 T700-12K 碳纤维价格为 160 元/kg，较去年高点下降 41%，我们看好高端碳纤维降价后拓宽应用领域，如①**电子 3C**，今年 3 月华为新款折叠旗舰 Mate X3 发布，通过业界独有的超轻金刚铝及碳纤维实现突破性减重，整机重量仅 239g。苹果 MR 开发独特的“弯曲主板”以适应弯曲外部壳体，**内部使用碳纤维来加固**；②**航空航天**，公司目前已掌握增韧树脂和 T800 级航空预浸料生产技术，建成 T800 级碳纤维航空级预浸料生产线。

➤ 技术研发精进，持续降本可期：

公司是干喷湿纺龙头企业，技术积累深厚，首次实现单线年产 3000 吨高性能碳化生产线设计和运行。23H1 公司①实现单套 5000 吨/年 PAN 原液的稳定化均质化制备和精细化控制，纺丝速度达到 450m/min，**单线规模达 5000 吨/年**；②研发干喷湿纺大丝束原丝制备技术及其大容量高效氧化碳化技术，**成功制备出干喷湿纺 T700 级 48K 大丝束碳纤维**，产品兼顾小丝束的工艺性能和大丝束的低成本优势。

➤ **投资建议：**考虑到高性能碳纤维有一定幅度降价，我们调整业绩预期为 2023-2025 年公司归母净利润 6.56、9.36、13.02 亿元，现价对应 PE 分别为 48、33 和 24X。我们看好①碳纤维需求多维成长，国产替代正当时，中小丝束持续高景气，②公司产品型号基本对标日本东丽，下游应用领域广，高端民品业务占比高，客户优质。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业新增产能投放的风险；需求增速不及预期；原材料价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1995	2594	4028	4998
增长率（%）	70.0	30.0	55.3	24.1
归属母公司股东净利润（百万元）	605	656	936	1302
增长率（%）	117.1	8.5	42.6	39.1
每股收益（元）	0.67	0.73	1.04	1.45
PE	52	48	33	24
PB	6.8	6.0	5.2	4.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

34.75 元


分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_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.中复神鹰 (688295.SZ) 2023 年一季报点评：3 万吨新产线开工，研发投入持续增加-2023/05/13

2.中复神鹰 (688295.SZ) 2022 年年报点评：全年高增、单吨盈利表现靓丽，小丝束龙头迈向黑金时代-2023/03/22

3.中复神鹰 (688295.SZ) 事件点评：拟投 3 万吨碳纤维产能，扩产迎接黑金时代-2023/01/04

4.中复神鹰 (688295.SH) 2022 年三季报点评：进击的黑金“小巨人”，持续降本控费潜力大-2022/10/20

5.中复神鹰 (688295.SH) 2022 年三季报预告点评：Q3 销量同环比高增，“氢”“光”持续高景气-2022/10/17

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	1995	2594	4028	4998
营业成本	1035	1569	2443	2895
营业税金及附加	10	9	16	20
销售费用	7	5	10	12
管理费用	157	163	282	350
研发费用	155	202	363	450
EBIT	669	692	975	1341
财务费用	21	26	27	25
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	21	26	32	40
营业利润	676	692	980	1357
营业外收支	-15	-15	-15	-15
利润总额	661	677	965	1342
所得税	56	20	29	40
净利润	605	656	936	1302
归属于母公司净利润	605	656	936	1302
EBITDA	843	944	1383	1919

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	807	905	1132	1759
应收账款及票据	14	8	16	24
预付款项	52	53	95	119
存货	298	321	583	705
其他流动资产	1639	1683	1708	1792
流动资产合计	2810	2970	3534	4399
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2676	3921	5120	6307
无形资产	185	185	184	183
非流动资产合计	4437	5385	6129	6859
资产合计	7247	8354	9662	11258
短期借款	253	253	253	253
应付账款及票据	881	1399	2060	2496
其他流动负债	161	320	370	422
流动负债合计	1295	1972	2683	3171
长期借款	999	799	599	599
其他长期负债	336	407	407	407
非流动负债合计	1335	1206	1006	1006
负债合计	2630	3179	3690	4178
股本	900	900	900	900
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4617	5176	5972	7080
负债和股东权益合计	7247	8354	9662	11258

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	70.00	30.04	55.28	24.08
EBIT 增长率	107.58	3.36	40.95	37.59
净利润增长率	117.09	8.48	42.57	39.08
盈利能力 (%)				
毛利率	48.13	39.51	39.35	42.09
净利率	30.33	25.30	23.23	26.04
总资产收益率 ROA	8.35	7.86	9.69	11.56
净资产收益率 ROE	13.11	12.68	15.67	18.38
偿债能力				
流动比率	2.17	1.51	1.32	1.39
速动比率	1.87	1.30	1.05	1.12
现金比率	0.62	0.46	0.42	0.55
资产负债率 (%)	36.29	38.05	38.19	37.11
经营效率				
应收账款周转天数	2.64	1.01	1.29	1.65
存货周转天数	105.02	74.69	87.17	88.96
总资产周转率	0.36	0.33	0.45	0.48
每股指标 (元)				
每股收益	0.67	0.73	1.04	1.45
每股净资产	5.13	5.75	6.64	7.87
每股经营现金流	0.93	1.72	1.96	2.38
每股股利	0.10	0.11	0.15	0.22
估值分析				
PE	52	48	33	24
PB	6.8	6.0	5.2	4.4
EV/EBITDA	37.67	33.33	22.42	15.83
股息收益率 (%)	0.29	0.31	0.45	0.62

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	605	656	936	1302
折旧和摊销	174	252	408	578
营运资金变动	61	614	399	250
经营活动现金流	835	1545	1760	2138
资本开支	-1236	-1057	-1166	-1323
投资	-1490	0	0	0
投资活动现金流	-2701	-1189	-1134	-1283
股权募资	2787	0	0	0
债务募资	-362	-199	-224	0
筹资活动现金流	2338	-258	-399	-228
现金净流量	475	98	227	627

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。	公司评级	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