



中复神鹰 (688295.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

行业持续承压，降本支撑盈利

业绩简评

2023年10月26日公司披露23年三季报,前三季度实现营收16.09亿元,同比增长10.77%;实现归母净利润2.93亿元,同比下降30.79%。其中,Q3实现营收5.53亿元,同比下滑6.23%,环比增长13.40%;实现归母净利润0.72亿元,同比下滑64.58%,环比下降19.79%。

经营分析

供需错配价格下行，短期业绩承压：今年以来碳纤维延续去年的扩张态势，根据百川盈孚，截至23年9月，国内有效产能约11万吨，同比增长39%，下游受海风、碳碳热场等领域需求不及预期或消费降级等因素影响，前三季度行业表现消费4.97万吨，同比下滑3%，截至10月20日行业工厂库存1.17万吨，累库节奏较5-8月放缓。价格方面，当前国产T300-12K、T700-12K售价分别为85元/公斤、145元/公斤，较年初下滑39%、37%，大丝束盈利承压尤为明显。公司层面，三季度毛利率32.1%，同环比下滑37.9%、11.5%，存货与应收账款周转天数分别环比上升5.8天、22.1天，短期的盈利与回款方面有所承压。

销量环比持续提升，降本潜力仍大：在价格下滑背景下，公司三季度收入仍环比提升13.4%，销量环比加速提升，出货进度符合预期。在成本端，公司西宁二期投产带来的固定成本摊薄和西宁较江苏基地0.9万元/吨的电力成本优势随着公司产能爬坡在逐渐显现，根据我们的测算未来两年仍有较大的降本空间，支撑产品盈利企稳或继续增强市场竞争力。在技术端，公司上半年在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，有望提升碳丝产品长期附加值。

盈利预测、估值与评级

考虑到今年以来碳纤维行业的供需格局与价格情况，我们下调公司2023、2024年的归母净利润预期为3.76、4.87亿元(原值9.04、12.04亿元)，并预期2025年为7.09亿元，EPS预测为0.42、0.54、0.79，公司股票现价对应PE估值为65.6、50.6、34.8倍，维持“增持”评级。

风险提示

竞争格局恶化；需求增长不及预期；研发进展不及预期。

基础化工组

分析师：陈屹 (执业S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

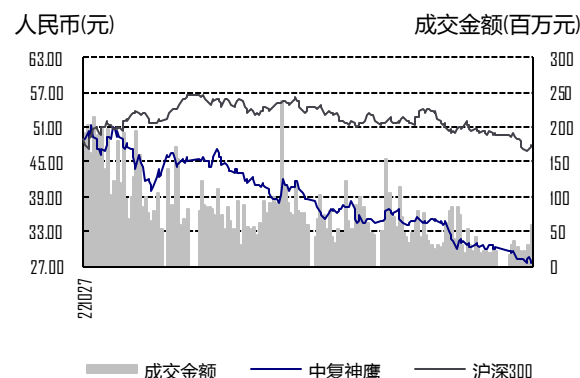
分析师：金维 (执业S1130523100001)

jinw@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：27.39元

相关报告：

- 《中复神鹰公司点评：业绩符合预期，长期成长可期》，2023.2.24
- 《中复神鹰公司深度研究：小丝束一体化龙头，极具竞争优势》，2023.1.17



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,173	1,995	2,200	2,721	3,292
营业收入增长率	120.44%	70.00%	10.28%	23.70%	20.98%
归母净利润(百万元)	279	605	376	487	709
归母净利润增长率	227.01%	117.09%	-37.89%	29.69%	45.41%
摊薄每股收益(元)	0.348	0.672	0.418	0.542	0.787
每股经营性现金流净额	0.38	0.93	0.64	1.06	1.34
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.56%	13.11%	7.76%	9.49%	12.75%
P/E	0.00	64.21	65.60	50.58	34.79
P/B	0.00	8.42	5.09	4.80	4.43

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	532	1,173	1,995	2,200	2,721	3,292
增长率		120.4%	70.0%	10.3%	23.7%	21.0%
主营业务成本	-303	-685	-1,035	-1,356	-1,657	-1,865
%销售收入	57.0%	58.4%	51.9%	61.6%	60.9%	56.7%
毛利	229	488	960	844	1,064	1,427
%销售收入	43.0%	41.6%	48.1%	38.4%	39.1%	43.3%
营业税金及附加	-9	-10	-10	-15	-19	-23
%销售收入	1.7%	0.9%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-3	-4	-7	-20	-24	-30
%销售收入	0.6%	0.3%	0.3%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	-65	-118	-157	-176	-190	-214
%销售收入	12.2%	10.1%	7.8%	8.0%	7.0%	6.5%
研发费用	-17	-59	-155	-198	-245	-296
%销售收入	3.2%	5.0%	7.8%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	135	297	632	435	585	864
%销售收入	25.3%	25.3%	31.7%	19.8%	21.5%	26.2%
财务费用	-14	-27	-21	-75	-107	-150
%销售收入	2.7%	2.3%	1.0%	3.4%	3.9%	4.6%
资产减值损失	-52	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	7	0	0	0
投资收益	0	0	21	10	10	10
%税前利润	n.a	0.2%	3.1%	2.5%	1.9%	1.3%
营业利润	84	296	676	400	518	754
营业利润率	15.8%	25.2%	33.9%	18.2%	19.1%	22.9%
营业外收支	1	-1	-15	0	0	0
税前利润	85	295	661	400	518	754
利润率	16.0%	25.2%	33.1%	18.2%	19.1%	22.9%
所得税	0	-16	-56	-24	-31	-45
所得税率	0.0%	5.6%	8.4%	6.0%	6.0%	6.0%
净利润	85	279	605	376	487	709
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	85	279	605	376	487	709
净利率	16.0%	23.8%	30.3%	17.1%	17.9%	21.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	85	279	605	376	487	709
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	102	90	174	204	233	255
非经营收益	13	28	-5	98	98	142
营运资金变动	33	-96	61	-101	133	101
经营活动现金净流	233	301	835	577	952	1,207
资本开支	-916	-1,164	-1,236	-939	-1,652	-1,942
投资	0	0	-1,490	0	0	0
其他	0	-7	25	10	10	10
投资活动现金净流	-916	-1,170	-2,701	-929	-1,642	-1,932
股权募资	200	0	2,787	0	0	0
债权募资	377	1,057	-362	-139	1,013	1,176
其他	3	-46	-87	-234	-303	-436
筹资活动现金净流	581	1,011	2,338	-374	709	740
现金净流量	-103	142	475	-726	19	15

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	148	320	807	79	97	111
应收账款	55	24	123	220	253	288
存货	31	154	298	364	422	450
其他流动资产	96	195	1,583	1,551	1,560	1,566
流动资产	330	693	2,810	2,214	2,332	2,415
%总资产	15.4%	18.6%	38.8%	30.1%	26.2%	22.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,677	2,696	4,034	4,914	6,332	8,018
%总资产	77.9%	72.4%	55.7%	66.7%	71.2%	75.2%
无形资产	130	207	223	223	224	226
非流动资产	1,822	3,032	4,437	5,148	6,567	8,254
%总资产	84.6%	81.4%	61.2%	69.9%	73.8%	77.4%
资产总计	2,152	3,724	7,247	7,362	8,899	10,669
短期借款	120	577	277	465	1,478	2,654
应付款项	330	557	890	970	1,185	1,334
其他流动负债	87	105	129	79	98	119
流动负债	538	1,239	1,295	1,515	2,761	4,107
长期贷款	469	1,059	999	999	999	999
其他长期负债	188	191	336	6	4	3
负债	1,195	2,489	2,630	2,519	3,764	5,109
普通股股东权益	957	1,235	4,617	4,843	5,135	5,560
其中：股本	800	800	900	900	900	900
未分配利润	92	348	929	1,154	1,447	1,872
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,152	3,724	7,247	7,362	8,899	10,669

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.107	0.348	0.672	0.418	0.542	0.787
每股净资产	1.196	1.544	5.130	5.381	5.706	6.178
每股经营现金净流	0.292	0.376	0.928	0.641	1.058	1.341
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.167	0.217	0.315
回报率						
净资产收益率	8.91%	22.56%	13.11%	7.76%	9.49%	12.75%
总资产收益率	3.96%	7.48%	8.35%	5.10%	5.48%	6.64%
投入资本收益率	8.73%	9.76%	9.81%	6.48%	7.23%	8.81%
增长率						
主营业务收入增长率	28.24%	120.44%	70.00%	10.28%	23.70%	20.98%
EBIT 增长率	490.01%	120.06%	112.79%	-31.18%	34.60%	47.65%
净利润增长率	225.92%	227.01%	117.09%	-37.89%	29.69%	45.41%
总资产增长率	84.13%	73.06%	94.60%	1.58%	20.88%	19.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.4	0.1	1.4	24.5	22.0	20.0
存货周转天数	41.7	49.1	79.6	98.0	93.0	88.0
应付账款周转天数	247.9	223.1	241.9	250.0	250.0	250.0
固定资产周转天数	379.6	662.4	489.7	511.8	425.8	368.1
偿债能力						
净负债/股东权益	46.10%	106.50%	-22.19%	-2.23%	17.27%	36.84%
EBIT 利息保障倍数	9.5	11.2	30.2	5.8	5.5	5.8
资产负债率	55.55%	66.83%	36.29%	34.22%	42.30%	47.89%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-01-17	增持	45.53	50.23~50.23
2	2023-02-24	增持	43.65	N/A

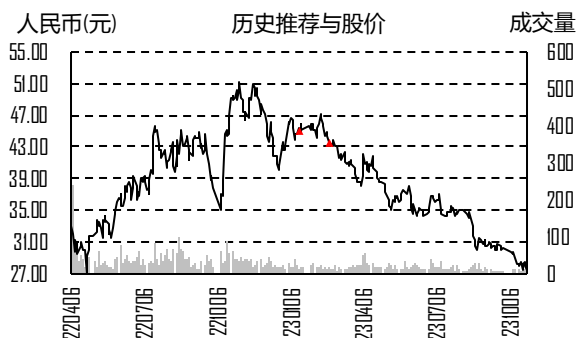
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究