



买入（维持）

所属行业：基础化工/化学纤维
当前价格(元)：27.67

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

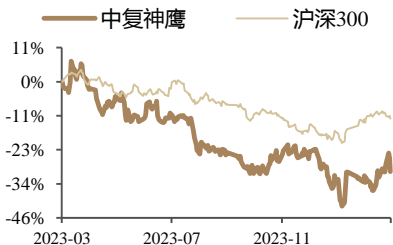
王逸枫

资格编号：S0120524010004

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.10	4.34	-5.76
相对涨幅(%)	1.87	-0.73	-10.74

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《中复神鹰(688295.SH)：价格冲击业绩承压，关注后续需求新增量》，2023.10.27
- 《中复神鹰(688295.SH)：产能扩张巩固龙头优势，关注航空及海外新增量》，2023.8.19
- 《中复神鹰(688295.SH)：深耕高性能具备韧性，扩产有望驱动产销高增》，2023.4.25

中复神鹰(688295.SH)：周期底部龙头优势扩大，关注新需求、新增量

投资要点

- 事件：**2024年3月27日公司发布2023年年度报告，公司2023年公司实现营业收入约22.59亿元，同比+13.25%，实现归母净利润约3.18亿元，同比-47.45%，实现扣非归母净利润约2.38亿元，同比-57.90%。单季度来看，23Q4公司实现营业收入约6.51亿元，同比+19.88%（增速提升26.11pct），环比+17.68%，实现归母净利润约0.25亿元，同比-86.35%（增速下降21.77pct），环比-65.67%，实现扣非归母净利润约-0.25亿元，同比-115.73%（增速下降49.58pct），环比-138.80%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利1.06元（含税），合计分红0.95亿元，分红率约30%。
- 23年全球碳纤维需求量负增长，航空航天表现亮眼。**23年面对全球经济下行压力、国内宏观经济复苏乏力，碳纤维需求不及预期。根据赛奥碳纤维，23年全球碳纤维需求量约11.50万吨，同比-14.8%，其中中国需求量约6.91万吨，同比-7.2%（国产5.3万吨，同比+17.8%，国产化率76.7%，提高16.3pct），分行业来看：1) 疫情后航空航天需求放量，全球需求量2.2万吨占比19.1%重回第一大应用领域；2) 风电叶片需求疲软，全球需求量2.0万吨占比17.4%；3) 23年体育休闲需求回归常态，但由于22年海外经销商库存积压，23年提货减少导致需求量仅1.88万吨，同比-21.7%，占比16.3%；4) 其他如压力容器等市场也受到客户库存消耗影响导致需求量小幅下降。
- 国内供需失衡致景气度下行，价格大幅下降致盈利承压。**由于需求修复不及预期叠加新建产能释放，国内碳纤维行业竞争加剧导致价格承压。根据百川盈孚，截止24年2月国内碳纤维产能达12.7万吨，23年国内碳纤维市场均价约118.49元/kg，同比-32.52%，其中大丝束/小丝束均价分别为95.82和141.04元/kg，分别同比-31.06%和-33.26%。23年公司碳纤维销量约1.80万吨，同比+92.43%，销量增长显著主要系西宁2.5万吨项目全部投产。23年公司碳纤维实现销售收入约22.43亿元，同比+13.25%，测算公司碳纤维单位收入约12.43万元/吨，同比-41.41%，虽然规模效应下公司吨成本同比下降21.18%至8.68万元/吨部分对冲价格下降影响，但23年公司碳纤维业务毛利率约30.21%，同比下降17.64pct，吨毛利约3.76万元/吨，同比22年的10.21万元/吨下降63.23%。费用端来看，23年公司费用率约18.85%，同比+1.85pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为1.01%/8.68%/9.11%/0.05%，分别同比+0.67/+0.83/+1.35/-1.00pct，研发费用率上升主要系23年加大T800级碳纤维规模化稳定性研究、低成本技术、航空级碳纤维及预浸料等研发支出。
- 周期底部龙头优势有望扩大。**当前价格体系下非龙头企业生存空间持续压缩，我们认为公司能够实现销售逆势增长或主要得益于公司在规模、成本、产品矩阵等竞争优势持续扩大：1) 23年公司年产能2.85万吨，规模效应+降耗增效，单位生产成本同比显著下降21.24%至8.68万元/吨，其中单位直接材料/人工/制造费用/运费分别为2.53、1.63、4.46、0.06万元/吨，分别同比下降16.66%/16.35%/25.31%/9.80%。公司连云港三万吨项目目前聚合车间已封顶，投产后公司产能有望跃升至5.85万吨，有望在提升产销规模的同时引导成本进一步下降。2) 完善产品矩阵，成功开发T1100、M40X、M50J等高性能产品，顺应市场趋势开发全球首款干喷湿纺T700级48K大丝束产品拓展风电叶片领域应用，助力全球最长陆风131m风电叶片下线；3) 维持高性能高端市场优势，公司在压力容器、碳/碳热场国内市占率超50%，全球市占率超15%。

- **关注航空、海外、低空经济等新需求、新增量。**我们认为，当前行业格局下龙头要实现破局突围，除了巩固现有竞争优势外，需要进一步扩大产业应用，不断挖掘新市场及新需求，强化碳纤维纵深拓展寻求新增量。

1) 航空高附加值：神鹰上海“碳纤维航空应用研发及制造”项目围绕增韧树脂、预浸料工艺技术提升等开展研究，顺利通过量产线 PCD 预批准，完成 T800 级碳纤维预浸料项目建设，开发的预浸料通过 AS9100 体系认证，且预浸料车间已正式投用，逐渐成为碳纤维应用高地。我们认为，随着全球航空航天需求回暖以及国产 C919 放量，公司切入高附加值航空领域有利于产品结构进一步优化。

2) 海外市场毛利率较高：我们认为，拓展海外市场有利于消化国内产能，而国产碳纤维出海主要受制于技术及工艺差距下产品性能稳定性。公司作为国内高性能碳纤维龙头，有望逐步缩小差距提高海外市场接受度，23 年公司大力开拓出海渠道，以“海外仓”为抓手建立欧洲仓储中心，加速海外市场开发，实现海外主营业务收入 7027.40 万元，同比+102.99%，占比提升 1.39pct 至 3.13%，海外业务毛利率下滑 11.40pct 至 40.07%，但对比国内 29.89% 的毛利率仍具有明显优势。根据公司公告，24 年公司将加大海外风光氢等新能源产业应用浸入力度，并重点关注汽车、体育等领域，多方走访欧洲目标市场客户，开拓韩国等东南亚空白市场；产品方面继续加强产品低碳认证和输出验证，通过更多国际大型展会等途经扩大海外宣传力度，提升产品国际市场知名度和影响力；配套方面拟成立海外销售机构，为产品国际化进程提供保障。

- **3) 碳陶、低空经济等新需求：**23 年为碳陶刹车盘需求元年，23 年 10 月金博股份发布短纤盘新品，单套价格不足 1000 元，对比铸铁刹车盘价格性价比优势明显，凭借其高性能和轻量化渗透率有望持续提升。此外，23 年 12 月中央经济工作会议首提低空经济，24 年 3 月作为新质生产力写入政府工作报告，而 eVTOL 是低空经济的重要载体之一，碳纤维是 eVTOL 主要机身结构材料，满足轻量化和高强度要求。当前主流 eVTOL 设计方案均采用碳纤维作为主要机身结构材料，其复合材料用量上超过 90% 的复合材料为碳纤维。当前公司碳纤维产品暂未应用到已发行的飞行汽车中，但已与该领域相关客户配合研发测试相关产品，有望受益于相关新领域需求放量。另外，建议关注公司横向扩展其他新兴市场情况，如电子 3C 领域折叠屏手机、汽车轻量化等。

- **投资建议：**我们认为，公司是深耕高性能领域的民用龙头，周期底部龙头竞争优势有望扩大，且有望率先受益于航空需求修复、国产碳纤维出海、低空经济新需求放量，中长期成长性无虞。我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 3.84、5.31 和 7.65 亿元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**行业产能扩张超预期带来的碳纤维产能过剩及降价风险；原材料价格上涨超预期；募投项目及新增项目建设进度不及预期的风险。

股票数据		主要财务数据及预测				
		2022	2023	2024E	2025E	2026E
总股本(百万股):	900.00					
流通 A 股(百万股):	137.81					
52 周内股价区间(元):	23.05-42.30					
总市值(百万元):	24,903.00					
总资产(百万元):	9,536.19					
每股净资产(元):	5.38					
资料来源：公司公告						
营业收入(百万元)		1,995	2,259	2,953	3,829	4,986
(+/-)YOY(%)		70.0%	13.3%	30.7%	29.7%	30.2%
净利润(百万元)		605	318	384	531	765
(+/-)YOY(%)		117.1%	-47.4%	20.8%	38.3%	44.0%
全面摊薄 EPS(元)		0.69	0.35	0.43	0.59	0.85
毛利率(%)		48.1%	30.6%	33.6%	34.3%	35.2%
净资产收益率(%)		13.1%	6.6%	7.5%	9.6%	12.6%

资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.35	0.43	0.59	0.85
每股净资产	5.38	5.70	6.14	6.75
每股经营现金流	0.27	2.01	2.57	3.58
每股股利	0.11	0.13	0.18	0.26
价值评估(倍)				
P/E	86.60	64.82	46.87	32.54
P/B	5.63	4.85	4.51	4.10
P/S	11.02	8.43	6.50	4.99
EV/EBITDA	47.02	13.39	11.27	7.89
股息率%	0.3%	0.5%	0.6%	0.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	30.6%	33.6%	34.3%	35.2%
净利润率	14.1%	13.0%	13.9%	15.3%
净资产收益率	6.6%	7.5%	9.6%	12.6%
资产回报率	3.3%	3.1%	3.6%	4.4%
投资回报率	4.4%	4.3%	5.1%	6.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.3%	30.7%	29.7%	30.2%
EBIT 增长率	-52.4%	42.1%	42.2%	42.6%
净利润增长率	-47.4%	20.8%	38.3%	44.0%
偿债能力指标				
资产负债率	49.2%	58.2%	62.4%	65.0%
流动比率	1.7	1.5	1.5	1.7
速动比率	1.5	1.3	1.4	1.5
现金比率	0.9	0.9	1.0	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	94.3	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	108.1	110.0	110.0	110.0
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
固定资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.9

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	318	384	531	765
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	280	1,568	1,759	2,422
非经营收益	-27	63	105	135
营运资金变动	-328	-203	-81	-104
经营活动现金流	244	1,812	2,314	3,219
资产	-1,191	-2,685	-2,209	-2,310
投资	1,190	0	0	0
其他	15	12	15	20
投资活动现金流	14	-2,674	-2,194	-2,290
债权募资	1,016	2,212	1,500	1,500
股权募资	0	0	0	0
其他	-141	-187	-277	-382
融资活动现金流	876	2,025	1,223	1,118
现金净流量	1,135	1,163	1,343	2,047

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 27 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,259	2,953	3,829	4,986
营业成本	1,568	1,959	2,517	3,229
毛利率%	30.6%	33.6%	34.3%	35.2%
营业税金及附加	21	28	36	47
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	23	30	39	51
营业费用率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	196	256	318	399
管理费用率%	8.7%	8.7%	8.3%	8.0%
研发费用	206	269	349	454
研发费用率%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
EBIT	318	452	643	918
财务费用	1	35	66	86
财务费用率%	0.0%	1.2%	1.7%	1.7%
资产减值损失	-7	-6	-5	-5
投资收益	9	12	15	20
营业利润	327	420	580	834
营业外收支	-3	-3	-3	-3
利润总额	325	418	578	832
EBITDA	588	1,965	2,347	3,284
所得税	7	33	46	67
有效所得税率%	2.1%	8.0%	8.0%	8.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	318	384	531	765

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,947	3,110	4,453	6,500
应收账款及应收票据	584	759	999	1,316
存货	464	590	758	973
其它流动资产	610	718	835	989
流动资产合计	3,604	5,177	7,045	9,778
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,464	5,440	5,743	5,597
在建工程	527	510	501	371
无形资产	410	635	861	1,086
非流动资产合计	5,932	7,116	7,635	7,585
资产总计	9,536	12,294	14,680	17,362
短期借款	288	1,500	2,000	2,500
应付票据及应付账款	1,334	1,557	2,000	2,566
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	479	513	564	630
流动负债合计	2,101	3,570	4,564	5,696
长期借款	1,765	2,765	3,765	4,765
其它长期负债	825	825	825	825
非流动负债合计	2,590	3,590	4,590	5,590
负债总计	4,691	7,160	9,154	11,286
实收资本	900	900	900	900
普通股股东权益	4,845	5,134	5,526	6,077
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	9,536	12,294	14,680	17,362

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业研究员，剑桥大学经济学硕士，2022 年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。