

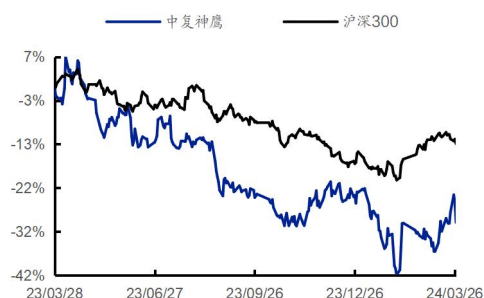
研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人: 仲逸涵 S0350123070022
 zhongyh@ghzq.com.cn

2023年碳纤维销量翻番，降本增效发展韧性强

劲

——中复神鹰（688295）2023年年报点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/03/27

表现	1M	3M	12M
中复神鹰	2.1%	-5.8%	-31.6%
沪深300	0.7%	5.5%	-12.2%

市场数据

2024/03/27

当前价格(元)	27.67
52周价格区间(元)	21.01-42.38
总市值(百万)	24,903.00
流通市值(百万)	3,813.10
总股本(万股)	90,000.00
流通股本(万股)	13,780.63
日均成交额(百万)	80.36
近一月换手(%)	44.00

相关报告

《中复神鹰（688295）2023年三季报点评报告：碳纤维价格持续下行，关注景气底部修复（买入）*化学纤维*李永磊，董伯骏》——2023-10-28

《中复神鹰（688295）2023年中报点评报告：碳纤维行业下行致业绩承压，看好龙头效应持续强化带来的新发展（买入）*化学纤维*李永磊，董伯骏》——2023-08-22

《中复神鹰（688295）2023年一季报点评报告：Q1盈利能力阶段承压，提质增效龙头地位稳固（买入）*化学纤维*李永磊，董伯骏》——2023-05-04

事件:

2024年3月27日，中复神鹰发布2023年年度报告：2023年实现营业收入22.59亿元，同比上升13.2%；实现归母净利润3.18亿元，同比降低47.5%；实现扣非归母净利润2.38亿元，同比降低57.9%；销售毛利率30.6%，同比降低17.5个pct，销售净利率14.1%，同比降低16.3个pct；经营活动现金流净额为2.44亿元。

2023Q4单季度，公司实现营业收入6.51亿元，同比+19.9%，环比+17.7%；实现归母净利润为0.25亿元，同比-86.4%，环比-65.7%；扣非后归母净利润-0.25亿元；经营活动现金流净额为5.08亿元。销售毛利率为16.1%，同比-32.4个pct，环比-16个pct；销售净利率为3.8%，同比降低29.6个pct，环比降低9.2个pct。

投资要点:

■ 碳纤维价格止跌企稳，保持战略定力展现强劲发展韧性

2023年以来，碳纤维行业受产能叠加、需求不及预期等影响，行业竞争加剧。2023年公司实现营业收入22.59亿元，同比上升13.2%；实现归母净利润3.18亿元，同比降低47.5%。公司净利润同比下降，主要系受外部环境和碳纤维市场供需关系阶段性变化等因素的影响，公司主要产品销售价格回落。据Wind，2023年，中国碳纤维/大丝束碳纤维/小丝束碳纤维市场均价分别为118/96/141元/千克，同比-33%/-31%/-33%。公司苦练内功，克服碳纤维价格下滑的不利影响，伴随西宁2.5万吨碳纤维项目全面投产，公司产销量同比实现较大幅度增长。2023年，公司碳纤维产量1.98万吨，同比+86%，销量1.80万吨，同比+92.34%。2023年公司经营产生的净现金流量为2.44亿元，同比-70.83%，主要系销售商品收到的现金减少所致。

据Wind，截至2024年3月28日，2024Q1，中国碳纤维/大丝束碳纤维/小丝束碳纤维市场均价分别为95.46/74.50/116.42元/千克，较2023Q4环比-0.2%/-1.0%/+1.0%，价格实现筑底，目前逐步企稳。

■ 三大基地稳固产业发展底盘，连云港3万吨基地全面启动

连云港、西宁、上海三大基地各有侧重，构建稳固三角产业格局。连云港本部坚持技术创新和产业创新深度融合，实现产品能耗再创新低；并以市场应用为驱动，定位高端及小批量多元化产品，实现 T800、M40 等中高模产品产销量不断提升，持续保持高附加值产品优势。西宁基地规模成势。神鹰西宁全面投产为碳纤维行业万吨规模建设树立了新标杆。产能的全面释放推动公共系统设施达到最优运行模式，全年产量超 16,000 吨，通过系列降耗增效措施，单位碳纤维成本下降达 20%，充分释放“超级工程”活力，凸显公司规模化优势。上海基地雏形渐显。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。此外，预浸料车间已正式投用，逐渐成为碳纤维应用高地。

神鹰连云港“三万吨高性能碳纤维建设项目”首次采用 4.0 版本碳纤维产业化技术进行设计，2023 年 4 月正式开工建设，目前聚合车间均已封顶，关键设备进入采购招投标阶段，致力于打造碳纤维产业高端化、绿色化发展的标杆。

■ 坚持品质为本加大研发投入，关键技术指标不断提升

截至目前，公司已成功开发了 T1100、M40X、M50J 等高性能碳纤维产品，目前公司产品涵盖了高强标模、高强中模、高强高模等系列，创新性开发了全球首款干喷湿纺 48K 大丝束碳纤维并成功应用于碳纤维拉杆领域及百米级以上风电叶片领域，产品规格覆盖 1K-48K 各种型号。

2023 年，公司研发人员数量同比提高 20.37%，全年研发投入 2.18 亿元，同比增长 41.16%。全年授权专利 95 件，同比增加 86.27%，累计取得授权专利 212 件。2023 年，公司碳纤维毛丝等级同比下降 3.3%，碳纤维 A 品率提升 3.7%，品质为本实现逆势突围。

■ 公司市场份额稳居前列，存量+增量市场纵深广阔

截至 2023 年底，公司总产能达到 2.85 万吨，产能规模跃居世界前三，根据中国化纤协会，公司碳纤维产量位居全国第一。相较上年期末的 1.45 万吨产能，2023 年 5 月神鹰西宁二期 1.4 万吨项目的投产推动了公司产能规模的再提升，为碳纤维国产化替代进程的加快持续助力。

存量市场方面，为满足下游应用需求，在压力容器、光伏热场、风电叶片领域定制化的开发了适用于各个领域的碳纤维产品，其中压力容器、碳/碳热场国内市场占有率超过 50%；全球市场占有率超 15%。其中，公司压力容器领域持续维持 80% 的高位市占率，在国内率先完成四型瓶生产资质及型式认证取证，并实现系列化批量生产；公司在碳/碳热场领域市占率提升至 70%。增量市场方面，公司持续谋划，扩大在新能源汽车领域、电子 3C 领域，无人机领域及其他新兴领域的场景开拓和应用。

■ 2023 年度分红比例为 30%，兼顾公司长期发展与股东回报

2023 年底，公司母公司报表中期末未分配利润为 5.10 亿元。在充分考虑公司现阶段经营与长期发展需要，并兼顾对投资者合理回报的前提下，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.06 元（含税）。截至 2023 年底，公司总股本 9 亿股，以此计算合计拟派发现金红利 0.95 亿元（含税）。本年度公司现金分红金额占归属于上市公司股东净利润 3.18 亿元的比例为 30%。

■ **盈利预测和投资评级** 综合考虑公司产品价格情况，我们适度调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.60、5.36、7.44 亿元，对应 PE 分别 75、51、36 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、丙烷价格大幅震荡。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2259	2506	3665	5070
增长率(%)	13	11	46	38
归母净利润（百万元）	318	360	536	744
增长率(%)	-47	13	49	39
摊薄每股收益（元）	0.35	0.40	0.60	0.83
ROE(%)	7	7	9	11
P/E	86.60	75.47	50.67	36.49
P/B	5.63	5.21	4.73	4.18
P/S	12.08	10.83	7.40	5.35
EV/EBITDA	47.02	36.52	26.62	20.39

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

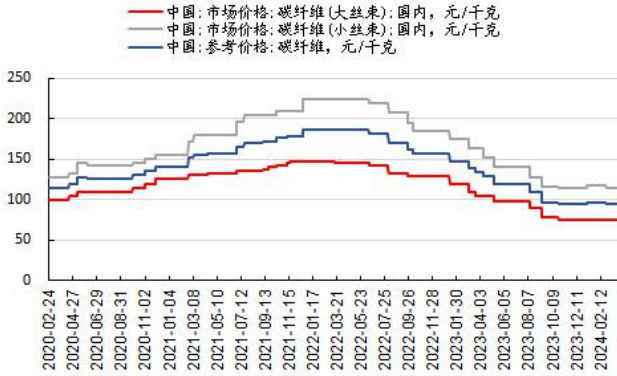
表 1: 中复神鹰主要产品经营数据

主营业务	项目	2020	2021H1	2021H2	2021	2022H1	2022H2	2022	2023H1	2023H2	2023
碳纤维	营业收入, 亿元	5.28	3.79	7.84	11.63	8.55	11.25	19.80	10.47	11.96	22.43
	毛利, 亿元	2.28	1.81	2.98	4.79			9.48			6.78
	毛利率, %	43.15%	47.68%	38.01%	41.15%			47.85%			30.21%
其他业务	营业收入, 亿元	0.05	0.02	0.09	0.10	0.07	0.08	0.15	0.09	0.07	0.16
	毛利, 亿元	0.01	0.02	0.08	0.10			0.13			0.14
	毛利率, %	30.27%	92.29%	95.68%	95.12%			86.52%			84.54%
总计	营业收入, 亿元	5.32	3.81	7.92	11.73	8.63	11.32	19.95	10.56	12.03	22.59
	毛利, 亿元	2.29	1.82	3.06	4.88	3.92	5.68	9.60	4.09	2.83	6.92
	毛利率, %	43.03%	47.88%	38.64%	41.62%	45.45%	50.18%	48.13%	38.75%	23.52%	30.63%

资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

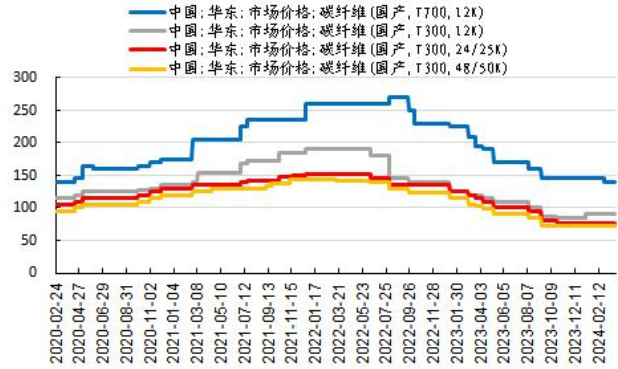
2、主要产品价格等情况

图 1：碳纤维价格止跌企稳



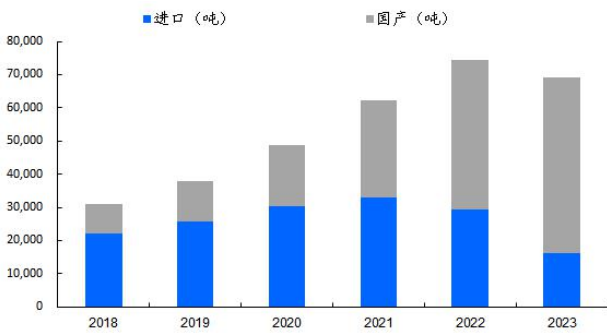
资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：不同规格碳纤维价格变化



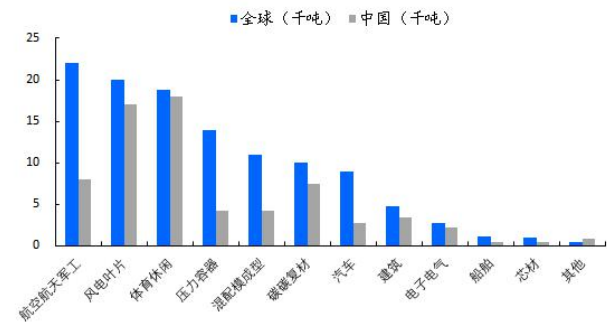
资料来源：wind，国海证券研究所

图 3：碳纤维国产替代进程



资料来源：赛奥碳纤维，国海证券研究所

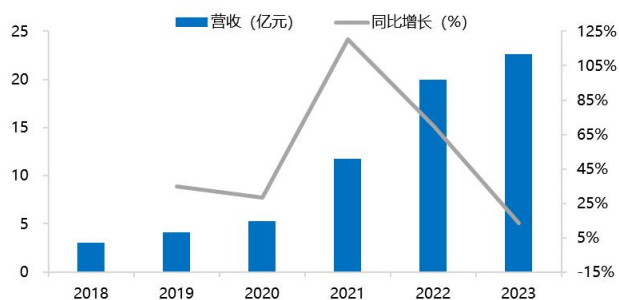
图 4：全球及国内碳纤维需求情况（2023 年）



资料来源：赛奥碳纤维，国海证券研究所

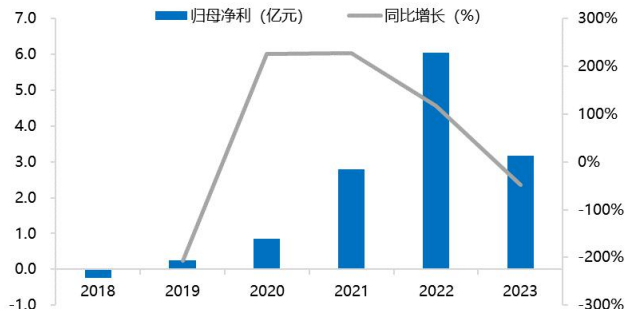
3、公司财务数据

图 5：2023 年营收同比增长 13.25%



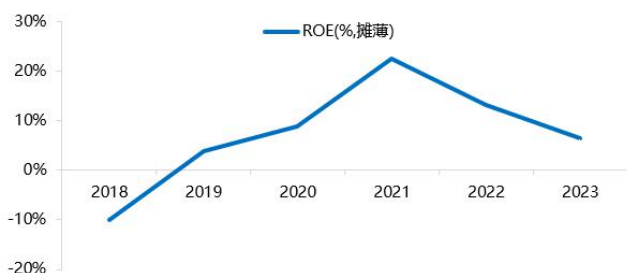
资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：2023 年归母净利润同比-47.45%



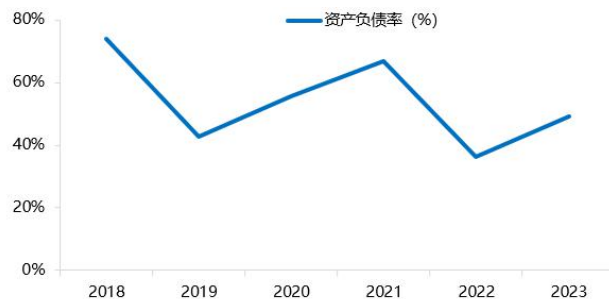
资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2023 年净资产收益率下滑



资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023 年资产负债率略涨



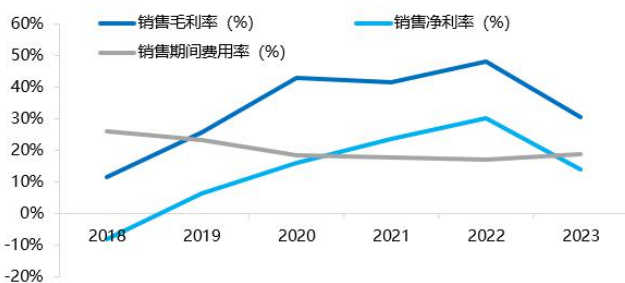
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2023 年资产周转率为 26.92%



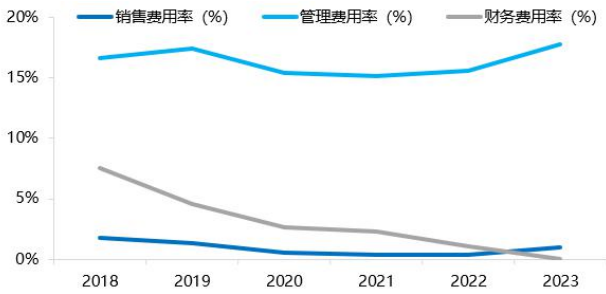
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：2023 年毛利率为 30.6%



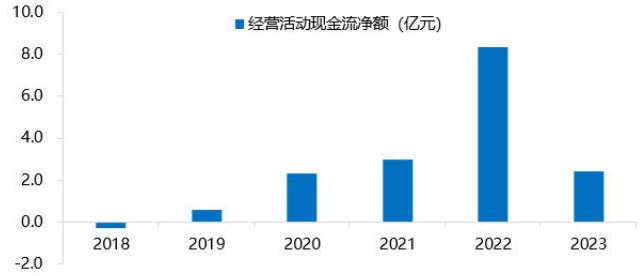
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11: 2023 年期间费用率基本维持平稳



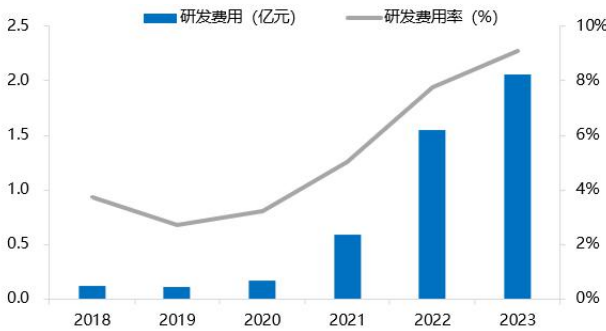
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 12: 2023 年经营活动现金流净额 2.44 亿元



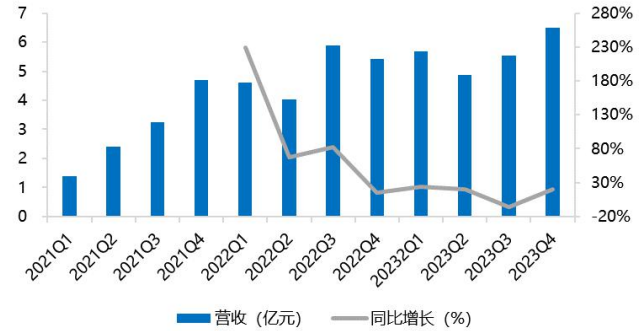
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 2023 年研发费用达 2.06 亿元



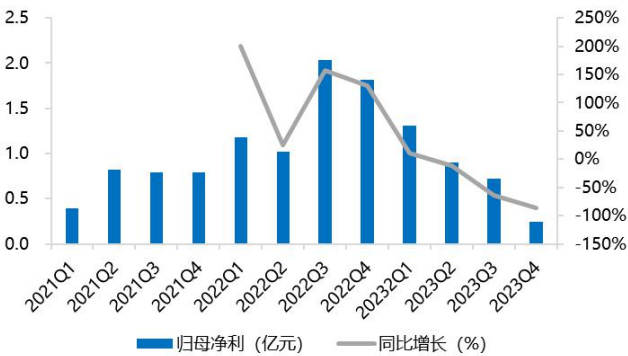
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 2023 年 Q4 营收环比增长 17.68%



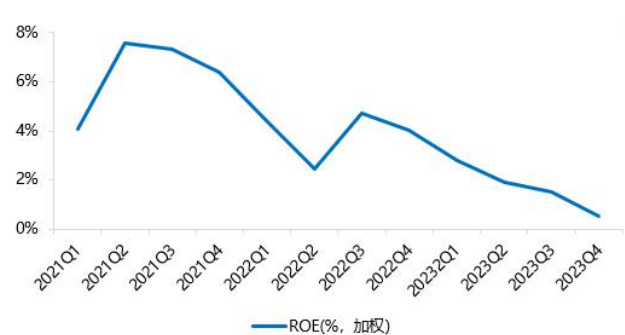
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 2023 年 Q4 归母净利润环比下降 65.7%



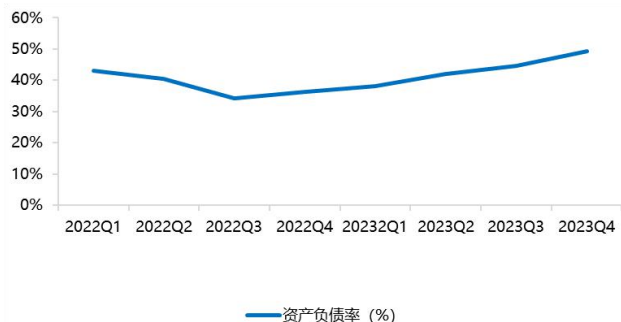
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度净资产收益率



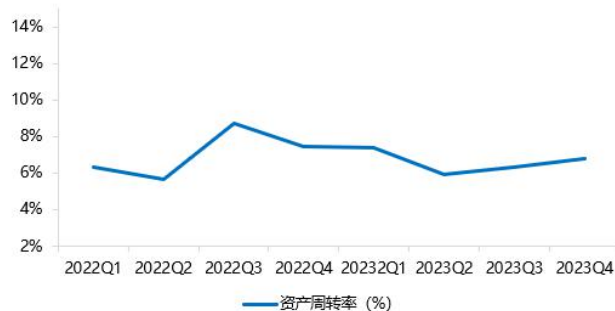
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 季度资产负债率



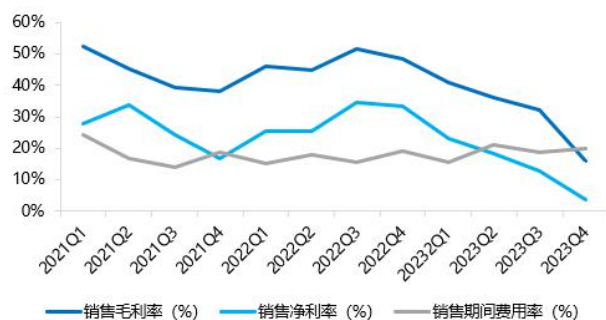
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度资产周转率



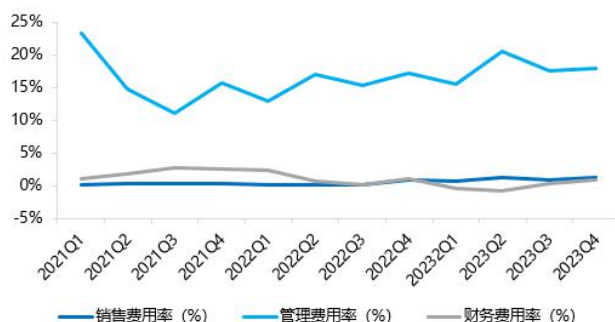
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 季度毛利率及净利率



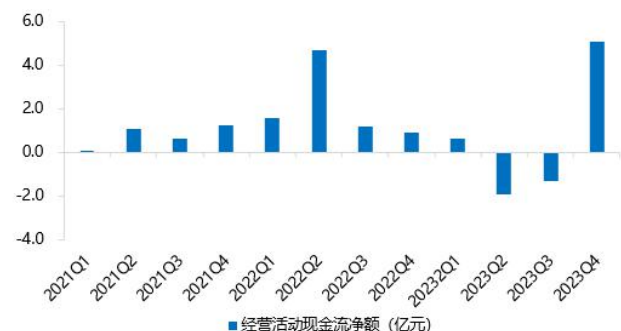
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 季度期间费用率



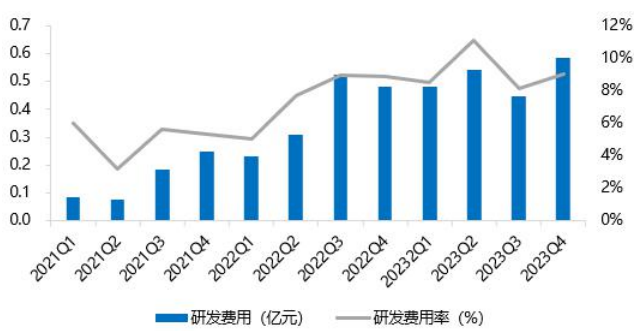
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 2023 年 Q4 经营活动现金流净额 5.08 亿元



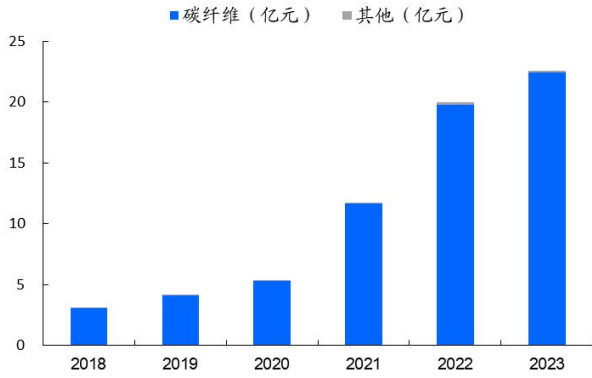
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 季度研发费用情况



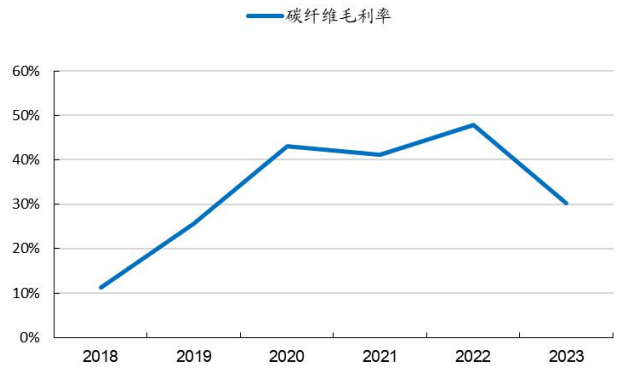
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 公司主要产品收入情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: 公司主要产品毛利率



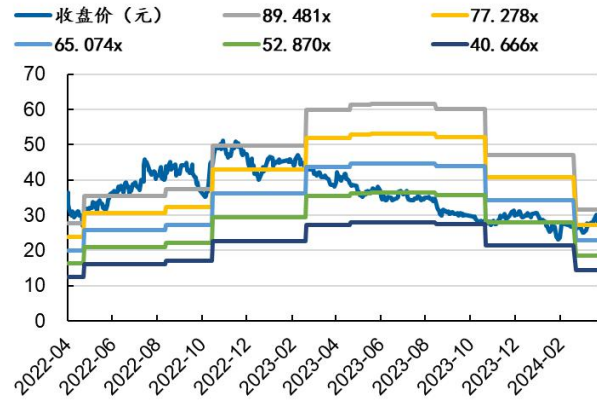
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: 收盘价及 PE (TTM)



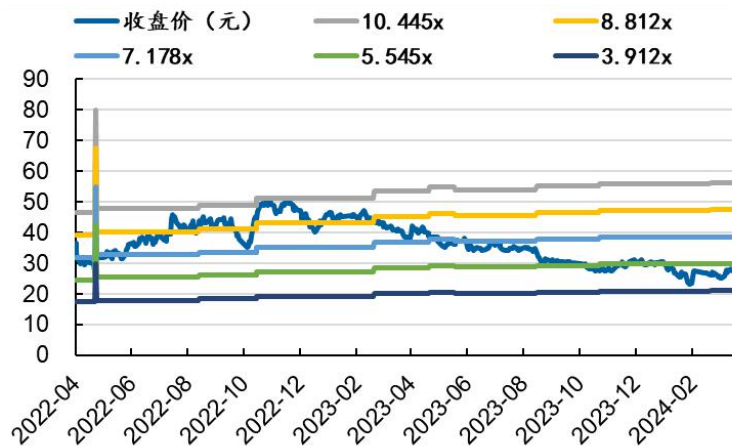
资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/3/27)

图 26: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/3/27)

图 27: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/3/27)

4、盈利预测与评级

综合考虑公司产品价格情况，我们适度调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.60、5.36、7.44 亿元，对应 PE 分别 75、51、36 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

5、风险提示

政策落地情况；新产能建设进度不达预期；新产能贡献业绩不达预期；原材料价格波动；环保政策变动；经济大幅下行；丙烷价格大幅震荡。

附表：中复神鹰盈利预测表

证券代码:	688295				股价:	27.67		投资评级:	买入		日期:	2024/03/27	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	7%	7%	9%	11%	EPS	0.35	0.40	0.60	0.83				
毛利率	31%	31%	31%	31%	BVPS	5.38	5.78	6.38	7.21				
期间费率	10%	10%	10%	10%	估值								
销售净利率	14%	14%	15%	15%	P/E	86.60	75.47	50.67	36.49				
成长能力					P/B	5.63	5.21	4.73	4.18				
收入增长率	13%	11%	46%	38%	P/S	12.08	10.83	7.40	5.35				
利润增长率	-47%	13%	49%	39%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.27	0.26	0.35	0.42	营业收入	2259	2506	3665	5070				
应收账款周转率	7.55	4.39	6.56	9.03	营业成本	1568	1725	2524	3492				
存货周转率	4.11	3.63	4.83	6.11	营业税金及附加	21	20	29	42				
偿债能力					销售费用	23	25	33	45				
资产负债率	49%	47%	48%	50%	管理费用	196	215	312	431				
流动比	1.72	1.40	1.15	1.18	财务费用	1	21	26	25				
速动比	1.47	1.14	0.94	1.01	其他费用/(-收入)	206	200	275	380				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	327	378	564	783				
现金及现金等价物	2247	1703	2043	3136	营业外净收支	-3	0	0	0				
应收款项	584	557	560	564	利润总额	325	378	564	783				
存货净额	464	485	561	582	所得税费用	7	19	28	39				
其他流动资产	309	273	415	571	净利润	318	360	536	744				
流动资产合计	3604	3019	3579	4852	少数股东损益	0	0	0	0				
固定资产	4464	5169	5794	6355	归属于母公司净利润	318	360	536	744				
在建工程	527	474	427	384	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	941	1087	1237	1397	经营活动现金流	244	945	1531	1995				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	318	360	536	744				
资产总计	9536	9749	11037	12989	少数股东损益	0	0	0	0				
短期借款	288	200	400	500	折旧摊销	269	360	440	497				
应付款项	1334	1450	2135	2951	公允价值变动	-1	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-328	182	532	730				
其他流动负债	479	503	572	666	投资活动现金流	14	-1151	-1144	-1150				
流动负债合计	2101	2153	3107	4117	资本支出	-1191	-1164	-1165	-1178				
长期借款及应付债券	1765	1565	1365	1565	长期投资	1190	0	0	0				
其他长期负债	825	824	823	822	其他	15	14	21	27				
长期负债合计	2590	2389	2188	2387	筹资活动现金流	876	-339	-48	248				
负债合计	4691	4542	5295	6504	债务融资	1016	-289	-1	299				
股本	900	900	900	900	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	4845	5206	5742	6486	其它	-141	-50	-47	-51				
负债和股东权益总计	9536	9749	11037	12989	现金净增加额	1135	-543	340	1093				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。