



买入（维持）

所属行业：基础化工/化学纤维
当前价格(元)：27.26

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

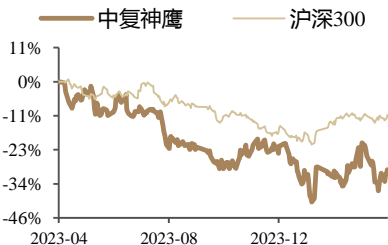
王逸枫

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(%)	-1.48	0.59	2.79
相对涨幅(%)	-3.81	-1.97	-4.72

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《中复神鹰(688295.SH)：周期底部龙头优势扩大，关注新需求、新增量》，2024.3.28
- 《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)：24Q1需求疲软，公司低价走量，价格拐点或仍需等待

投资要点

- 事件**：2024年4月27日公司发布2024年第一季度报告，24Q1公司实现营收约4.48亿元，同比-21.10%，实现归母净利润约0.42亿元，同比-68.12%，实现扣非归母净利润约0.15亿元，同比-86.97%。
- 24Q1低价走量，原材料成本下降支撑毛利率环比改善**。24Q1碳纤维价格微涨，但主要集中在T300牌号产品，T700牌号价格反而进一步下调，根据百川盈孚，24Q1国产碳纤维市场均价约95.45元/千克，同比-33.95%，环比+0.24%，其中T700(12K)华东市场价格约143.13元/千克，同比-34.32%，环比-1.29%。24Q1公司收入同环比均延续下降趋势，主要系销售结构调整及主要产品价格下调，我们认为价格策略有利于在较为激烈的市场竞争下（2月在徐州晓星碳材料年产5000吨项目投产）促进产品出货、降低公司库存。24Q1公司毛利率约25.25%，同比-15.60pct，但环比23Q4改善9.15pct，我们认为或主要系原材料丙烯腈价格环比下降，24Q1丙烯腈均价约9558元/吨，同比-8.20%，环比-4.20%。费用端来看，24Q1公司费用率约19.76%，同比+4.04pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为1.07%/10.26%/7.79%/0.65%，分别同比+0.39/+3.25/-0.71/+1.11pct。24Q1公司归母净利润率约9.32%，同比-13.75pct，环比+5.51pct。
- 成本支撑下龙头试探性调价，但趋势性拐点尚不明确**。23年底以来碳纤维已经历试探性调价，分别在23年11月及24年1月吉林系上调报价，主要涉及T300系列产品，但涨价主要为23Q4丙烯腈成本上升所致，涨价幅度相对较小且并未引起连锁反应，我们认为市场需求较弱是核心。24年3月底丙烯腈价格再度上涨，截至24年4月26日，丙烯腈市场均价约10850元/吨，较2月低点的9250元/吨上涨17.30%，4月22日吉林化纤发布涨价通知各牌号碳纤维价格每吨上调3000元，根据百川盈孚，其他碳纤维企业由于成本差异及出货压力暂未跟随调价。主要需求端来看，风电叶片方面以执行订单为主用量有所提升，体育休闲开机负荷不高出口数量缩减，碳碳复材需求稳健但需求量相对有限。我们认为，当前成本支撑下碳纤维价格大幅下探空间已经有限，但24Q1需求较为疲软，价格向上拐点或仍需等到供需格局进一步优化。
- 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，我们仍然看好碳纤维行业及龙头中长期的成长性，而当前周期底部竞争加剧，公司作为龙头有望持续扩大规模、成本、产品矩阵等竞争优势：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%。此外，公司作为龙头有望率先在航空、海外、碳陶、低空经济等新需求领域打开增长空间。
- 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、5.32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					
总股本(百万股):	900.00		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	144.65	营业收入(百万元)	1,995	2,259	2,953	3,829	4,986
52 周内股价区间(元):	23.05-38.66	(+/-)YOY(%)	70.0%	13.3%	30.7%	29.7%	30.2%
总市值(百万元):	24,534.00	净利润(百万元)	605	318	384	532	765
总资产(百万元):	9,795.87	(+/-)YOY(%)	117.1%	-47.4%	20.8%	38.3%	44.0%
每股净资产(元):	5.43	全面摊薄 EPS(元)	0.69	0.35	0.43	0.59	0.85
资料来源: 公司公告		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	2.03	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	63.86	46.16	32.05
P/B	5.63	4.78	4.44	4.04
P/S	10.86	8.31	6.41	4.92
EV/EBITDA	47.02	13.19	11.11	7.77
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%	15.4%
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%	58.3%	62.4%	65.0%
流动比率	1.7	1.4	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	532	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	-186	-81	-104
经营活动现金流	244	1,829	2,314	3,219
资产	-1,191	-2,685	-2,209	-2,310
投资	1,190	0	0	0
其他	15	18	15	20
投资活动现金流	14	-2,668	-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	1,186	1,343	2,047

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 26 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	835
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	532	765

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,947	3,133	4,476	6,523
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	720	838	992
流动资产合计	3,604	5,203	7,071	9,803
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	7,111	7,629	7,579
资产总计	9,536	12,313	14,700	17,382
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	533	584	650
流动负债合计	2,101	3,589	4,583	5,715
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	7,179	9,173	11,305
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	12,313	14,700	17,382

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 建筑建材行业分析师，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。