



买入（维持）

所属行业：基础化工/化学纤维
当前价格(元)：16.88

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

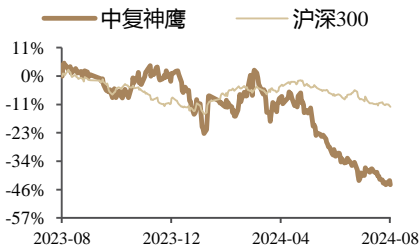
王逸枫

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(%)	-7.71	-17.34	-34.67
相对涨幅(%)	-4.11	-12.48	-25.07

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《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》，2024.4.28
- 《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)：碳纤维市场竞争加剧，延续低价走量公司业绩承压

投资要点

- 事件**：2024年8月27日，公司发布2024年半年度报告，24H1公司实现营收约7.32亿元，同比-30.65%，实现归母净利润约0.25亿元，同比-88.70%，实现扣非归母净利润约-0.18亿元，同比-109.33%。单季度来看，24Q2公司实现营收约2.84亿元，同比-41.78%，实现归母净利润约-0.17亿元，同比-118.69%，实现扣非归母净利润约-0.34亿元，同比-142.09%。
- 24H1延续低价走量，原材料成本高位运行，毛利率再度下滑**。24H1碳纤维价格竞争进一步加剧，据百川盈孚，24H1国产碳纤维市场均价约94.40元/千克，同比-29.43%，较23全年均价-20.22%，其中T700(12K)华东市场价格约136.43元/千克，同比-31.13%，环比-22.31%。24H1公司收入延续下降趋势，公司虽然销量同比增加，但碳纤维市场供需关系变化加剧市场竞争，销售价格下调导致收入持续承压。24H1公司毛利率约23.32%，同比-15.42pct，主要系终端价格下降但原材料丙烯腈价格维持高位运行所致，24H1丙烯腈均价约9829.74元/吨，同比+1.55%，较23年全年均价+4.25%。我们认为，碳纤维供需格局改善或仍需等待，但公司下行周期有望进一步强化高性能民用碳纤维龙头优势，神鹰西宁已全面投产，规模效应有望逐步显现。
- 费用率增长较多，经营性现金流回正**。费用端来看，24H1公司费用率约24.51%，同比+6.32pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为1.77%/12.46%/9.03%/1.25%，分别同比+0.82/+4.34/-0.66/+1.82pct。24H1公司管理费用率同比增长较多，主要系神鹰连云港3万吨项目人员储备增加致薪酬增加所致；财务费用率增长较多，主要系神鹰西宁全面投产，长期借款利息资本化转费用化增加所致。综合作用下，24H1公司归母净利润率约3.41%，同比-17.53pct。现金流方面，24H1公司经营产生的现金流量净额从去年同期的-1.32亿元转正至0.25亿元，主要系公司加大销售回款力度，科学制定催收机制和考核方案。
- 碳纤维趋势性拐点尚不明确，周期底部龙头优势仍有望扩大**。需求端来看，风电叶片以执行订单为主，24H1碳纤维用量同比有所提升；体育器材行业面临消费降级，整体需求气氛不佳；碳碳复材行业开工维持低位，用量减少；其他需求用量有限，新增需求用量不足，规模化应用较少。我们认为，24H1碳纤维需求较为疲软，价格向上拐点或仍需等到供需格局进一步优化。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，伴随周期底部竞争加剧，公司作为龙头有望持续扩大规模、成本、技术等竞争优势：

1) 截至24H1，公司总产能已达到2.85万吨，产能规模跃居全国第二、世界前三，T700级以上碳纤维产量位居国内第一；压力容器、碳/碳热场碳纤维产品国内市占率超50%，全球市占率超15%。公司涵盖了高强标模型、高强中模型、高强高模型等20个产品系列，40余种产品规格，产品规格覆盖1K-48K各种型号，持续助力加快碳纤维国产化替代进程。

2) 公司神鹰大浦、神鹰西宁基地通过低品位能源综合利用、设备能效提升等手段优化节能措施，使单位产品综合能耗同比去年下降10%。同时公司不断完善废弃物综合处置办法，对生产过程产生的废原丝、碳丝制成短纤实现循环使用。

3) 公司通过持续技术研发攻关，不断突破高性能碳纤维在新场景中的应用技术开发：在航空领域开展高温增韧环氧树脂预浸料验证，成为国产大飞机国产碳纤维

材料紧急替代应用评价供应商；在航空航天领域开展 T1100 级、M40X 级碳纤维应用验证，并已在高端体育休闲领域成功应用；完成了干喷湿纺 M55J 级、M60J 级高模产品工程化制备技术开发，并开展应用验证。

- **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。考虑到当前价格压力，我们下调公司盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润分别为 0.81、1.32 和 2.33 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	1,910	2,270	2,853
52 周内股价区间(元):	16.88-31.55	(+/-)YOY(%)	70.0%	13.3%	-15.5%	18.8%	25.7%
总市值(百万元):	15,192.00	净利润(百万元)	605	318	81	132	233
总资产(百万元):	9,295.41	(+/-)YOY(%)	117.1%	-47.4%	-74.6%	63.4%	76.3%
每股净资产(元):	5.31	全面摊薄 EPS(元)	0.69	0.35	0.09	0.15	0.26
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	48.1%	30.6%	23.6%	25.5%	27.5%
		净资产收益率(%)	13.1%	6.6%	1.6%	2.6%	4.5%

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	0.09	0.15	0.26
每股净资产	5.38	5.47	5.59	5.79
每股经营现金流	0.27	1.79	2.15	3.03
每股股利	0.11	0.03	0.04	0.08
价值评估(倍)				
P/E	86.60	187.97	115.06	65.26
P/B	5.63	3.09	3.02	2.91
P/S	6.72	7.95	6.69	5.33
EV/EBITDA	47.02	10.21	8.94	6.24
股息率%	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	30.6%	23.6%	25.5%	27.5%
净利润率	14.1%	4.2%	5.8%	8.2%
净资产收益率	6.6%	1.6%	2.6%	4.5%
资产回报率	3.3%	0.7%	1.0%	1.5%
投资回报率	4.4%	1.2%	1.8%	2.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.3%	-15.5%	18.8%	25.7%
EBIT 增长率	-52.4%	-61.5%	71.3%	62.5%
净利润增长率	-47.4%	-74.6%	63.4%	76.3%
偿债能力指标				
资产负债率	49.2%	57.7%	62.6%	66.3%
流动比率	1.7	1.5	1.5	1.7
速动比率	1.5	1.3	1.4	1.6
现金比率	0.9	1.0	1.1	1.2
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	0.2	0.2
固定资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	318	81	132	233
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	65	109	142
营运资金变动	-328	-106	-62	-66
经营活动现金流	244	1,608	1,938	2,730
资产	-1,191	-2,683	-2,207	-2,307
投资	1,190	0	0	0
其他	15	21	9	11
投资活动现金流	14	-2,662	-2,198	-2,296
债权募资	1,016	2,212	1,500	1,500
股权募资	0	0	0	0
其他	-141	-96	-157	-223
融资活动现金流	876	2,116	1,343	1,277
现金净流量	1,135	1,062	1,082	1,712

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 28 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	1,910	2,270	2,853
营业成本	1,568	1,459	1,690	2,069
毛利率%	30.6%	23.6%	25.5%	27.5%
营业税金及附加	21	18	22	27
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	23	19	23	29
营业费用率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	196	166	188	228
管理费用率%	8.7%	8.7%	8.3%	8.0%
研发费用	206	172	204	257
研发费用率%	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%
EBIT	318	123	210	341
财务费用	1	35	67	88
财务费用率%	0.0%	1.8%	2.9%	3.1%
资产减值损失	-7	-6	-5	-5
投资收益	9	8	9	11
营业利润	327	88	144	253
营业外收支	-3	-0	-0	-0
利润总额	325	88	144	253
EBITDA	588	1,635	1,914	2,708
所得税	7	7	11	20
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	81	132	233

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,947	3,008	4,091	5,802
应收账款及应收票据	584	473	572	732
存货	464	440	509	624
其它流动资产	610	601	649	727
流动资产合计	3,604	4,523	5,821	7,885
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	7,103	7,622	7,572
资产总计	9,536	11,626	13,443	15,456
短期借款	288	1,500	2,000	2,500
应付票据及应付账款	1,334	1,159	1,343	1,644
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	479	455	476	510
流动负债合计	2,101	3,114	3,819	4,654
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	6,704	8,409	10,244
实收资本	900	900	900	900
普通股股东权益	4,845	4,922	5,034	5,212
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	9,536	11,626	13,443	15,456

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范围包括证券投资咨询业务。