

2025 年 08 月 29 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

中复神鹰（688295）

2025 年中报点评：二季度毛利率复苏明显

业绩概要：2025 年上半年公司实现营业收入 9.22 亿元（+25.86%），实现归母净利润 0.12 亿元（-52.23%），对应基本 EPS 为 0.013 元，扣非归母净利润 0.02 亿元；其中 2025Q2 公司实现营业收入 5.20 亿元（同比+83.2%，环比+29.4%），实现归母净利润 0.57 亿元（同比+440.0%，环比+226.4%），扣非归母净利润 0.60 亿元（同比+277.5%，环比+203.1%）；

行业整体承压，价格见底：过去两年受到供给大幅扩张，需求放缓影响，碳纤维价格持续下滑，当前行业已处于周期底部，价格逐步企稳，进一步下探空间有限；与此同时，行业头部企业坚持满产满销满供策略，积极拓展各个领域的应用，包括传统的航空航天、体育休闲、建筑补强、风电，也包括新兴领域如氢能、电子 3C、低空经济、医疗健康等；

公司业绩有所下滑，毛利率二季度提升：整体看，公司上半年营收保持增长（+25.86%），我们推测主要系公司通过技改挖潜等方式提升了整体产能的同时，实现了满产满销。同时公司近年来构建的大客户大订单模式，细分领域如（3K 小丝束、高强高模产品、新能源风光氢等领域）的高速增长，冲抵了部分领域下游环节需求不振的影响；毛利率 15.31%（-8.01pcts），我们推测主要系公司产品价格较同期下降较多的同时，高性价比产品的销量占比提升所致。Q2 毛利率 24.54%（+21.16pcts）环比提升较多，我们推测除了由于产能爬坡带来的规模效应、精益管理带来的成本下降以及产品结构变化以外，丙烯腈价格的下降也是重要因素之一。随着裕龙石化、泉州石化以及镇海石化等产能的投放，伴随下游纺织需求持续疲软，丙烯腈二季度均价环比一季度有所下降；

多元化布局，持续深耕新兴赛道：公司锚定传统航空航天、风光氢赛道，实现了新能源领域（风光氢）产品销量同比增长 63%，湿法大丝束产能改造后，价格竞争力大大加强，风电领域实现同比增长超 200%；航空无人机持续放量，航天卫星等加速验证，高强高模系列销量同比增长 53%，3K 小丝束产品同比增长 77%。在新兴领域，公司持续深耕，神鹰上海围绕 T800 级预浸料研发公告，目前已经完成定性，有望应用于宽体及窄体客机；低空经济方面，开发了多款产品，取得了首架机型应用的突破；3C 领域，针对柔性屏开发 3C 专用高模碳纤维产品，实现了柔性屏核心层国产化替代；

投资评级

增持

下调评级

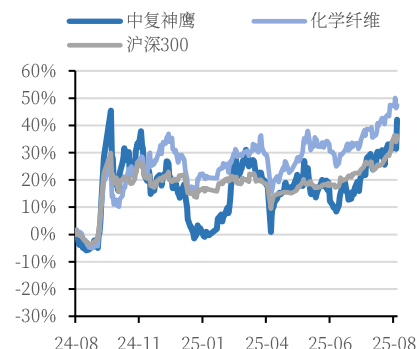
2025 年 08 月 28 日

收盘价(元): 24.76

公司基本数据

总股本(百万股)	900.00
总市值(百万)	22,284.00
流通股本(百万股)	601.60
流通市值(百万)	14,895.63
12 月最高/最低价(元)	26.80/16.11
资产负债率(%)	50.49
每股净资产(元)	5.15
市盈率(TTM)	-162.20
市净率(PB)	4.80
净资产收益率(%)	0.26

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC 执业证书: S0640521070001
邮箱: dengke@avicsec.com
王勇杰 分析师
SAC 执业证书: S0640524090001
邮箱: wangyjsh@avicsec.com

相关研究报告

2023 年中报点评：产品量增价减，业绩保持平稳 —2023-08-22

进军全球一流高性能碳纤维生产商 —2023-03-23

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

产能连上台阶，三年再造神鹰 —2023-01-04

挖潜增效，精益管理提升竞争力：公司在成本管控上进一步加强，通过开展成本“增节降”行动，通过技术改造、工艺优化、集中采购等措施，使得单位成本同比下降 4.55%，其中西宁原丝产线产能同比提升 20-30%，高模碳化线产能同比提升 20%以上，3K 丝线成本持续降低。通过实行零基预算，压缩开支，实现管理费用 44.9% 的下降，通过以销定产、大客户大订单信用管控等措施，实现应收账款和存货的规模持续降低，提升了资金周转效率；

财务数据：管理费用大幅下降主要系公司优化管理架构、加强费用管控所致；信用减值损失大幅提升，主要系公司计提应收账款准备增加所致；资产减值损失减少较多，主要系存货跌价准备减少所致；在建工程提升较多，主要系连云港 3 万吨项目建设增加所致；

连云港 3 万吨项目有序推进：目前连云港年产 3 万吨高性能碳纤维建设项目预计建设周期自 2023 年 4 月至 2026 年 8 月，预算投入 57.56 亿元，截止到报告期末累计投入资金 8.53 亿元，工程进度为 16.49%，目前各标段正在加快施工，同步进行配套设施建设，预计年内具备投产能力；

投资建议：公司作为碳纤维行业的龙头玩家，近年来行业承压背景下，通过降本增效，挖潜提质等方式，优化库存管理和信用管理水平，在二季度盈利性实现了恢复，与此同时，公司积极布局新兴领域，多元化布局使得公司保持满产满销满供的策略。我们预计 2025-2027 年公司实现收入 19.89 亿元、25.93 亿元、33.82 亿元，同比增加 27.70%、30.38%、30.43%，实现归母净利润 1.24 亿元、2.01 亿元、3.11 亿元，同比增长 199.79%、61.86%、54.76%，对应 PE 180X、111X、72X，给予“增持”评级。

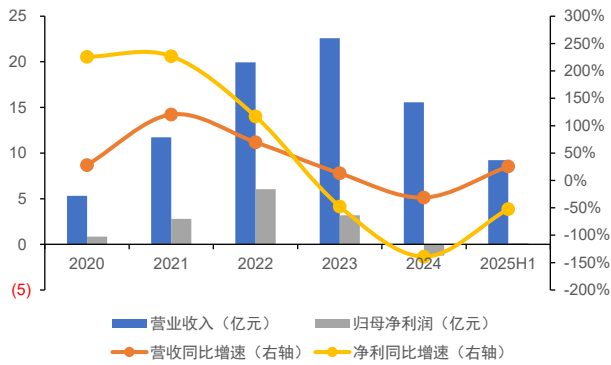
风险提示：下游需求不及预期，毛利率波动风险，原材料价格波动风险，海外进出口政策变化，项目投产不及预期

盈利预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,259	1,557	1,989	2,593	3,382
增速（%）	13.25%	-31.07%	27.70%	30.38%	30.43%
归母净利润（百万元）	318	-124	124	201	311
增速（%）	-47.45%	-139.12%	199.79%	61.86%	54.76%
每股收益（元）	0.35	-0.14	0.14	0.22	0.35
市盈率（倍）	70.08	-179.16	179.54	110.92	71.67

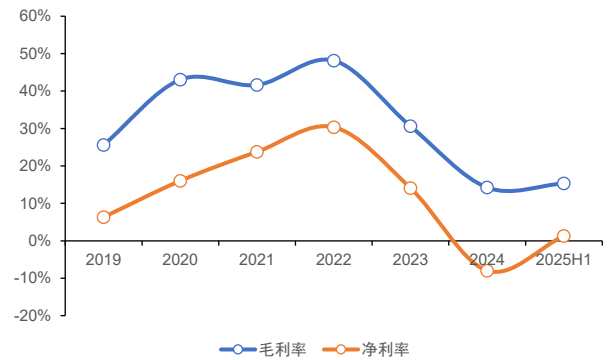
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 公司营业收入、利润及其增速



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率和净利率



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 分季度财务数据

	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3
营业收入(百万元)	520	402	439	386	284	448	651	553
营业成本(百万元)	392	388	432	342	226	335	546	375
销售费用率	1.4%	1.6%	2.3%	1.9%	2.9%	1.1%	1.2%	0.9%
管理费用率	4.4%	6.8%	7.2%	13.9%	15.9%	10.3%	8.9%	9.4%
财务费用率	0.8%	1.6%	3.2%	3.1%	2.2%	0.6%	0.8%	0.3%
研发费用率	7.2%	9.5%	19.2%	6.9%	11.0%	7.8%	9.0%	8.1%
资产减值损失(百万元)	4.69	0.81	58.17	0.00	17.14	0.00	6.64	0.00
利润总额(百万元)	62	-51	-159	-32	-29	51	12	78
所得税费用(百万元)	5	-6	-43	1	-12	9	-13	6
归母净利润(百万元)	57	-45	-116	-33	-17	42	25	72
扣非归母净利(百万元)	60	-58	-110	-57	-34	15	-25	65
EPS(元)	0.06	-0.05	-0.13	-0.04	-0.02	0.05	0.03	0.08
毛利率	24.5%	3.4%	1.5%	11.6%	20.3%	25.3%	16.1%	32.1%
期间费用率	13.7%	19.6%	31.9%	25.7%	32.0%	19.8%	20.0%	18.8%
所得税率	8.2%	12.1%	26.9%	-4.4%	41.8%	17.5%	-106.7%	7.6%
净利润率	11.0%	-11.3%	-26.5%	-8.6%	-5.9%	9.3%	3.8%	13.1%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 公司业绩预测（百万元）

资产负债表							利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	807.01	1946.72	963.94	704.46	628.61	169.10	营业收入	1994.81	2259.13	1557.31	1988.71	2592.88	3381.96
应收票据及账款	117.59	837.03	547.70	653.82	831.14	1065.55	营业成本	1034.74	1567.75	1335.42	1568.80	2017.99	2596.06
预付账款	52.08	31.96	38.64	49.04	66.07	85.24	税金及附加	10.40	21.47	19.49	23.86	31.11	40.58
其他应收款	5.28	2.36	1.45	1.80	2.84	4.63	销售费用	6.76	22.88	30.24	29.83	41.49	50.73
存货	297.72	464.35	564.90	666.20	884.60	1330.03	管理费用	156.51	196.10	176.55	113.36	155.57	202.92
其他流动资产	1530.44	321.93	839.03	59.66	77.79	101.46	研发费用	154.77	205.75	176.71	153.13	207.43	270.56
流动资产总计	2810.12	3604.33	2955.67	2934.98	3251.04	3456.02	财务费用	20.92	1.03	35.16	82.52	61.28	55.49
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.00	-6.64	-75.31	5.97	0.00	0.00
固定资产	2688.10	4475.38	4530.65	4121.51	3993.84	4169.32	信用减值损失	-0.02	-4.46	-11.37	9.94	0.00	0.00
在建工程	1357.92	526.84	639.05	782.55	826.04	1069.53	其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	184.87	410.11	424.89	479.08	633.26	737.45	投资收益	20.54	8.90	6.15	5.00	4.60	5.70
长期待摊费用	37.97	34.49	24.85	22.42	12.50	15.00	公允价值变动损益	7.42	1.02	6.13	3.50	3.00	2.89
其他非流动资产	168.39	485.04	782.26	950.00	910.00	930.00	资产处置收益	0.00	0.00	-0.35	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	4437.25	5931.86	6401.70	6355.55	6375.64	6921.30	其他收益	37.54	84.37	122.15	100.00	120.00	140.00
资产总计	7247.37	9536.19	9357.37	9290.53	9626.68	10377.31	营业利润	676.18	327.33	-168.85	141.62	205.60	314.21
短期借款	253.38	288.02	156.17	0.00	0.00	395.80	营业外收入	0.72	2.28	0.39	0.50	0.30	0.20
应付票据及账款	881.36	1334.18	1073.51	1409.77	1758.14	2027.06	营业外支出	16.00	4.86	0.54	18.00	5.00	3.50
其他流动负债	160.75	478.99	498.05	537.50	692.17	869.17	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1295.49	2101.20	1727.74	2450.31	3292.02	3292.02	利润总额	660.90	324.74	-169.00	124.12	200.90	310.91
长期借款	1006.49	1770.52	2024.03	1606.28	1208.57	927.67	所得税	55.82	6.76	-44.62	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	328.30	819.41	980.33	1000.00	1050.00	960.00	净利润	605.08	317.98	-124.38	124.12	200.90	310.91
非流动负债合计	1334.80	2589.93	3004.36	2606.28	2258.57	1887.67	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	2630.29	4691.13	4732.09	4553.55	4708.88	5179.69	归属母公司股东净利润	605.08	317.98	-124.38	124.12	200.90	310.91
股本	900.00	900.00	900.00	900.00	900.00	900.00	EBITDA	854.88	592.61	193.67	1090.54	1327.10	1670.75
资本公积	2727.37	2727.37	2727.37	2727.37	2727.37	2727.37	NOPLAT	632.10	320.56	-102.65	220.64	263.88	366.82
留存收益	989.71	1217.69	997.91	1109.62	1290.43	1570.25	EPS (元)	0.67	0.35	-0.14	0.14	0.22	0.35
归属母公司权益	4617.08	4845.06	4625.28	4736.99	4917.80	5197.62							
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
股东权益合计	4617.08	4845.06	4625.28	4736.99	4917.80	5197.62							
负债和股东权益合计	7247.37	9536.19	9357.37	9290.53	9626.68	10377.31							

现金流量表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	605.08	317.98	-124.38	33.12	78.00	165.62
折旧与摊销	173.05	266.83	327.52	883.90	1064.91	1304.34
财务费用	20.92	1.03	35.16	82.52	61.28	55.49
投资损失	-20.54	-8.90	-6.15	-5.00	-4.60	-5.70
营运资金变动	60.91	-328.07	270.17	145.44	71.13	-278.57
其他经营现金流	-4.89	-7.69	34.59	87.50	119.90	142.40
经营性现金净流量	834.53	241.18	536.91	1227.48	1390.63	1383.59
资本支出	1099.11	699.47	532.70	800.33	1075.00	1920.00
长期投资	-1490.00	1190.00	-691.22	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-112.32	-476.59	-148.04	-17.78	87.60	48.59
投资性现金净流量	-2701.44	13.93	-1371.96	-818.10	-987.40	-1871.41
短期借款	-322.40	34.64	-131.85	-156.17	0.00	395.80
长期借款	-52.46	764.03	253.51	-417.75	-397.71	-280.90
普通股增加	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2676.68	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-63.55	76.92	-368.00	-94.93	-81.37	-86.58
筹资性现金净流量	2338.27	875.59	-246.34	-668.86	-479.08	28.31
现金流量净额	474.23	1132.55	-1080.39	-259.49	-75.85	-459.51

主要财务比率						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力						
营收增长率	70.00%	13.25%	-31.07%	27.70%	30.38%	30.43%
营业利润增长率	128.22%	-51.59%	-151.58%	183.87%	45.18%	52.83%
EBIT增长率	111.93%	-52.22%	-141.09%	254.39%	26.88%	39.75%
EBITDA增长率	107.68%	-30.68%	-67.32%	463.09%	21.69%	25.89%
归母净利润增长率	117.09%	-47.45%	-139.12%	199.79%	61.86%	54.76%
经营现金流增长率	177.43%	-71.10%	122.61%	128.62%	13.29%	-0.51%
盈利能力						
毛利率	48.13%	30.60%	14.25%	21.11%	22.17%	23.24%
净利率	30.33%	14.08%	-7.99%	6.24%	7.75%	9.19%
营业利润率	33.90%	14.49%	-10.84%	7.12%	7.93%	9.29%
ROE	13.11%	6.56%	-2.69%	2.62%	4.09%	5.98%
ROA	8.35%	3.33%	-1.33%	1.34%	2.09%	3.00%
ROIC	24.23%	8.72%	-2.15%	4.30%	5.34%	7.54%
估值倍数						
P/E	36.83	70.08	-179.16	179.54	110.92	71.67
P/S	11.17	9.86	14.31	11.21	8.59	6.59
P/B	4.83	4.60	4.82	4.70	4.53	4.29
股息率	0.40%	0.43%	0.00%	0.06%	0.09%	0.14%
EV/EBIT	55.60	83.50	-137.77	108.81	84.80	62.52
EV/EBITDA	44.35	45.91	95.21	20.62	16.75	13.71
EV/NOPLAT	59.98	84.86	-179.64	101.91	84.26	62.45

资料来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中国航空工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637