



买入（维持）

所属行业：化纤
当前价格(元)：46.53

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

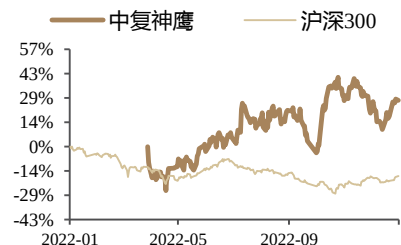
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

研究助理

王逸枫

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.56	-2.04	23.10
相对涨幅(%)	3.20	-9.08	17.62

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《中复神鹰(688295.SH)：龙头产能持续扩张，成长性有望持续兑现》，2023.1.3
- 《中复神鹰(688295.SH)：Q3业绩重回高增，产能扩张驱动高成长性》，2022.10.28
- 《中复神鹰(688295.SH)：业绩符合预期，产能释放支撑高成长》，2022.8.18
- 《中复神鹰(688295.SH)：行业延续高景气度，Q1业绩超预期》，2022.4.28
- 《中复神鹰(688295.SH)：民用碳纤维龙头，国产替代正当时》，2022.4.22

中复神鹰（688295.SH）：业绩符合预期，23 年待神鹰再展翅高飞

投资要点

事件：2023 年 1 月 9 日，公司发布 2022 年业绩预告，公司 2022 年预计实现归属于母公司所有者的净利润约 5.7 亿元至 6.2 亿元，较上年同期相比预计将增加约 2.9 亿元至 3.4 亿元，预计同比增长约 104.51%至 122.45%；同时，公司 2022 年预计实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润约 5.3 亿元至 5.8 亿元，较上年同期相比预计将增加约 2.7 亿元至 3.2 亿元，预计同比增长约 105.41%至 124.81%。

行业高景气叠加产能释放，助力鹰击长空业绩翻倍。根据公司公告，2022 年公司归母净利润和扣非归母净利润均有望实现翻倍增长，主要受益于：1) 下游航空航天、光伏、氢能、交通建设等应用领域景气延续，支撑碳纤维需求扩容；2) 公司西宁万吨项目全面投产，下游需求支撑叠加产能释放，公司产销量实现大幅增加；3) 公司不断优化产品结构、深化降本增效，夯实盈利能力。我们认为，公司 2022 年归母净利润有望实现翻倍增长，业绩增速符合预期。

碳纤维下游市场需求景气，2023 年国产替代有望加速。我们测算 2025 年国内碳纤维需求量有望达 12.5 万吨，行业规模 175 亿元，2021-2025 年 CAGR 达 15.8%。其中，风电作为目前碳纤维下游主要需求来源，2022 年风电招标超预期或为 2023 年风电装机提供有效支撑，进而利好上游原材料供应商，根据金风科技数据，截至 2022Q3 国内风电公开新增招标量约 76.3GW，同比增长 82.1%。我们认为，随着国内碳纤维核心工艺不断突破，叠加龙头产能扩张加速落地，碳纤维对于其他材料的替代以及国产替代不断提速，而疫情及海外技术封锁下国内供应占比逐步提升，国产替代加速叠加需求持续高增，国内碳纤维龙头有望率先受益。

产能保持快速增长，中期产能有望突破 5.8 万吨/年。碳纤维性能优异且行业进入壁垒高，资金密集和技术密集的特点导致行业供给难以快速上量。在下游需求维持高景气情况下，行业供需有望保持平衡。我们认为，当前公司产能扩张拉动销量增长是公司维持高成长性的主要驱动。公司作为民用碳纤维龙头，产能持续保持行业领先：1) **建成产能：**截至 2022H1 公司建成产能达 1.45 万吨/年，位居行业前列，包含连云港生产基地的 3500 吨/年产能和 2022 年 5 月建成并投产的西宁 11000 吨/年产能项目。2) **在建产能：**公司目前仍有西宁年产 1.4 万吨项目在建，且公司于 2023 年 1 月宣布在连云港新建年产 3 万吨高性能碳纤维项目。综合计算下，公司中期产能有望跨越式增长至 5.85 万吨/年，产能的扩张有利于公司持续巩固碳纤维龙头竞争优势，提升公司产品销量和市场占有率，并且有利于公司优化产品结构，进而支撑公司持续保持高成长性。

投资建议：我们认为，国产替代加速下公司产能持续扩张拉动销量增长，有望持续驱动公司高成长性，规模效应释放将有助于公司盈利能力持续优化，构筑规模和本护城河。在正式年报公布之前，我们维持此前盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 6.18、9.32 和 13.70 亿元，对应 EPS 分别为 0.69、1.04 和 1.52 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		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	72.72	营业收入(百万元)	532	1,173	2,037	2,843	3,820
52 周内股价区间(元):	27.14-51.43	(+/-)YOY(%)	28.2%	120.4%	73.6%	39.5%	34.4%
总市值(百万元):	41,877.00	净利润(百万元)	85	279	618	932	1,370
总资产(百万元):	6,752.61	(+/-)YOY(%)	225.9%	227.0%	121.9%	50.8%	47.0%
每股净资产(元):	4.93	全面摊薄 EPS(元)	0.14	0.35	0.69	1.04	1.52
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	43.0%	41.6%	47.9%	49.9%	50.9%
		净资产收益率(%)	8.9%	22.6%	12.9%	16.1%	19.0%
		资料来源: 公司年报 (2020-2021), 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	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.35	0.69	1.04	1.52
每股净资产	1.37	5.34	6.44	8.03
每股经营现金流	0.33	2.23	3.34	3.64
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	0.00	67.71	44.92	30.56
P/B	0.00	8.71	7.22	5.79
P/S	31.72	20.56	14.73	10.96
EV/EBITDA	4.08	22.68	14.18	12.52
股息率%	—	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	41.6%	47.9%	49.9%	50.9%
净利润率	23.8%	30.4%	32.8%	35.9%
净资产收益率	22.6%	12.9%	16.1%	19.0%
资产回报率	7.5%	8.3%	10.7%	13.0%
投资回报率	10.6%	10.3%	13.3%	16.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	120.4%	73.6%	39.5%	34.4%
EBIT 增长率	113.3%	111.1%	47.7%	46.0%
净利润增长率	227.0%	121.9%	50.8%	47.0%
偿债能力指标				
资产负债率	66.8%	35.3%	33.4%	31.5%
流动比率	0.6	2.6	2.9	3.0
速动比率	0.4	2.4	2.6	2.8
现金比率	0.3	2.3	2.5	2.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	81.8	81.8	81.8	81.8
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
固定资产周转率	0.6	0.7	1.0	1.3

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	279	618	932	1,370
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	90	1,124	1,824	1,608
非经营收益	28	22	15	7
营运资金变动	-96	242	233	290
经营活动现金流	301	2,005	3,004	3,276
资产	-1,164	-1,880	-1,913	-1,887
投资	0	0	0	0
其他	-7	1	1	2
投资活动现金流	-1,170	-1,879	-1,912	-1,886
债权募资	1,057	-226	-50	-20
股权募资	0	2,933	0	0
其他	-46	-25	-18	-16
融资活动现金流	1,011	2,682	-68	-36
现金净流量	142	2,808	1,025	1,355

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 9 日
资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,173	2,037	2,843	3,820
营业成本	685	1,061	1,424	1,875
毛利率%	41.6%	47.9%	49.9%	50.9%
营业税金及附加	10	18	25	33
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	4	7	10	13
营业费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	118	183	227	267
管理费用率%	10.1%	9.0%	8.0%	7.0%
研发费用	59	103	143	192
研发费用率%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
EBIT	322	680	1,005	1,467
财务费用	27	25	18	16
财务费用率%	2.3%	1.2%	0.6%	0.4%
资产减值损失	0	-33	-73	-63
投资收益	0	1	1	2
营业利润	296	652	985	1,444
营业外收支	-1	3	2	7
利润总额	295	655	987	1,451
EBITDA	322	1,771	2,756	3,012
所得税	16	36	55	81
有效所得税率%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	279	618	932	1,370

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	320	3,128	4,153	5,508
应收账款及应收票据	2	3	4	6
存货	154	238	319	420
其它流动资产	217	246	273	306
流动资产合计	693	3,615	4,749	6,239
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,130	2,795	2,818	3,043
在建工程	566	623	689	749
无形资产	190	249	308	367
非流动资产合计	3,032	3,813	3,961	4,305
资产总计	3,724	7,427	8,710	10,545
短期借款	576	350	300	280
应付票据及应付账款	539	835	1,121	1,476
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	124	184	241	312
流动负债合计	1,239	1,369	1,662	2,068
长期借款	1,059	1,059	1,059	1,059
其它长期负债	191	191	191	191
非流动负债合计	1,250	1,250	1,250	1,250
负债总计	2,489	2,619	2,912	3,318
实收资本	800	900	900	900
普通股股东权益	1,235	4,808	5,799	7,227
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	3,724	7,427	8,710	10,545

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

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； 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。	类 别	评 级	说 明
	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。
	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。