

中复神鹰（688295）2023年一季度报点评

## 西宁二期投产在即，产销高增助力新一轮成长

### 事项:

- ❖ 公司发布 2023 年一季度报告，23Q1 实现营收 5.68 亿元，同比/环比分别+23.68%/+4.60%；实现归母净利润 1.31 亿元，同比/环比分别+11.28%/-27.62%；实现扣非归母净利润 1.18 亿元，同比/环比分别+1.28%/-26.25%。23Q1 公司实现毛利率 40.85%，同比/环比分别-5.15/-7.67pcts；实现净利率 23.06%，同比/环比分别-2.58/-10.38pcts。

### 评论:

- ❖ **产能爬坡产品跌价短期影响利润率，行业景气度仍在。** 23Q1 公司毛利率和净利率环比下滑主要系：1) 新产线投放后，尚未达到稳定满产状态，带来生产及折旧等成本增加；2) 行业同类产品市场价格略有下滑，据百川，23Q1 国产 T700-12K 小丝束碳纤维均价 219 元/kg，同比/环比分别-15.94%/-5.60%。公司西宁二期投产在即，部分装置已陆续进入试运行阶段，有望带来产销增长和利润率回升。23 年以来，新能源装机保持高速增长，一季度国内新增光伏装机量 33.66GW，同比+154.81%；新增风电装机量 10.40GW，同比+31.65%，据百川，23Q1 国内碳纤维表观消费量近 1.7 万吨，同比+5.7%，行业景气度仍在。
- ❖ **原料价格下行带来成本边际优化，低成本+高性能产品布局渐有成效。** 进入二季度以来，丙烯腈均价跌至 9406 元/吨，较一季度均价跌超 980 元，按照单吨碳纤维行业平均 2 吨左右的丙烯腈单耗，预计将带来成本端的明显优化。公司深耕碳纤维技术攻关与工艺研发，围绕航空级预浸料、高强高模和大丝束碳纤维等技术领域已取得阶段性成果。近期公司推出基于 SYT55S（T800 级）的 24K、48K 大丝束产品，兼具性能及成本优势，有望在航空航天及高性能工业领域取得应用突破。
- ❖ **西宁二期年内有望贡献增量，产能扩张筑牢行业龙头地位。** 截至 23Q1，公司在建工程达 17.48 亿元，较年初增加 3.9 亿元。公司西宁二期 1.4 万吨项目正处于全面建设和陆续扫尾阶段，预计 2023 年上半年实现投产；同时连云港 3 万吨高性能碳纤维项目已开工建设，26 年公司总产能有望提升至 5.85 万吨，产能优势将进一步巩固公司行业龙头地位。目前国内小丝束行业产能释放仍集中于头部厂商，总体供给偏紧。据百川，23Q1 国内碳纤维进口量约 2083 吨，同比-20.2%，碳纤维行业国产化率正迅速提升。
- ❖ **投资建议：**我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测 9.30、13.02、17.19 亿元，对应 EPS 分别为 1.03、1.45、1.91 元，当前市值对应 PE 分别为 37x、26x、20x。采用相对估值法，参考同行业可比公司估值，维持公司 2023 年 45 倍 PE，对应目标价 46.35 元，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**原料和能源价格大幅波动风险、行业产能短期释放过快风险、下游需求不及预期、产能建设及释放进度不及预期

### 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	1,995	3,416	4,443	5,458
同比增速(%)	70.0%	71.2%	30.1%	22.8%
归母净利润(百万)	605	930	1,302	1,719
同比增速(%)	117.1%	53.7%	40.0%	32.1%
每股盈利(元)	0.67	1.03	1.45	1.91
市盈率(倍)	57	37	26	20
市净率(倍)	7.4	6.2	5.0	4.0

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价

## 推荐（维持）

目标价：46.35 元

当前价：39.10 元

### 华创证券研究所

#### 证券分析师：杨晖

邮箱：yanghui@hcyjs.com  
执业编号：S0360522050001

#### 证券分析师：王彬鹏

邮箱：wangbinpeng@hcyjs.com  
执业编号：S0360519060002

#### 联系人：侯星宇

邮箱：houxingyu@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	90,000.00
已上市流通股(万股)	12,574.10
总市值(亿元)	351.90
流通市值(亿元)	49.16
资产负债率(%)	38.20
每股净资产(元)	5.28
12 个月内最高/最低价	51.43/29.22

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《中复神鹰（688295）深度研究报告：民用碳纤维龙头，鹰击长空正当时》

2023-04-05

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	807	1,738	3,260	4,921
应收票据	0	6	3	4
应收账款	14	22	16	24
预付账款	52	52	72	89
存货	298	324	436	553
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,639	2,048	2,243	2,274
流动资产合计	2,810	4,190	6,030	7,865
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,676	3,120	3,524	4,021
在建工程	1,327	1,592	1,908	2,271
无形资产	185	209	219	226
其他非流动资产	249	252	255	260
非流动资产合计	4,437	5,173	5,906	6,778
<b>资产合计</b>	<b>7,247</b>	<b>9,363</b>	<b>11,936</b>	<b>14,643</b>
短期借款	253	253	253	253
应付票据	44	38	57	60
应付账款	838	1,292	1,817	1,949
预收款项	0	0	0	0
合同负债	23	39	51	62
其他应付款	9	9	9	9
一年内到期的非流动负债	23	23	23	23
其他流动负债	105	187	243	311
流动负债合计	1,295	1,841	2,453	2,667
长期借款	999	1,639	2,298	3,071
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	336	336	336	336
非流动负债合计	1,335	1,975	2,634	3,407
<b>负债合计</b>	<b>2,630</b>	<b>3,816</b>	<b>5,087</b>	<b>6,074</b>
归属母公司所有者权益	4,617	5,547	6,849	8,569
少数股东权益	0	0	0	0
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,617</b>	<b>5,547</b>	<b>6,849</b>	<b>8,569</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,247</b>	<b>9,363</b>	<b>11,936</b>	<b>14,643</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>835</b>	<b>1,257</b>	<b>1,859</b>	<b>2,051</b>
现金收益	799	1,150	1,553	1,998
存货影响	-144	-27	-112	-117
经营性应收影响	-43	-13	-12	-27
经营性应付影响	333	449	544	135
其他影响	-110	-303	-115	62
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,701</b>	<b>-943</b>	<b>-972</b>	<b>-1,139</b>
资本支出	-1,495	-929	-958	-1,122
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-1,206	-14	-14	-17
<b>融资活动现金流</b>	<b>2,338</b>	<b>617</b>	<b>635</b>	<b>749</b>
借款增加	-360	640	659	772
股利及利息支付	-65	-40	-40	-40
股东融资	2,787	0	0	0
其他影响	-24	17	16	17

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>1,995</b>	<b>3,416</b>	<b>4,443</b>	<b>5,458</b>
营业成本	1,035	1,757	2,185	2,470
税金及附加	10	34	44	55
销售费用	7	12	15	19
管理费用	157	307	400	546
研发费用	155	290	378	491
财务费用	21	24	24	24
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	7	0	0	0
投资收益	21	0	0	0
其他收益	38	40	40	40
<b>营业利润</b>	<b>676</b>	<b>1,031</b>	<b>1,437</b>	<b>1,893</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	16	16	16	16
<b>利润总额</b>	<b>661</b>	<b>1,016</b>	<b>1,422</b>	<b>1,878</b>
所得税	56	86	120	159
<b>净利润</b>	<b>605</b>	<b>930</b>	<b>1,302</b>	<b>1,719</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>605</b>	<b>930</b>	<b>1,302</b>	<b>1,719</b>
NOPLAT	624	952	1,324	1,741
EPS(摊薄) (元)	0.67	1.03	1.45	1.91

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	70.0%	71.2%	30.1%	22.8%
EBIT 增长率	111.9%	52.5%	39.1%	31.5%
归母净利润增长率	117.1%	53.7%	40.0%	32.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	48.1%	48.6%	50.8%	54.7%
净利率	30.3%	27.2%	29.3%	31.5%
ROE	13.1%	16.8%	19.0%	20.1%
ROIC	15.6%	17.5%	18.3%	18.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.3%	40.8%	42.6%	41.5%
债务权益比	34.9%	40.6%	42.5%	43.0%
流动比率	2.2	2.3	2.5	2.9
速动比率	1.9	2.1	2.3	2.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	1	2	2	1
应付账款周转天数	239	218	256	274
存货周转天数	79	64	63	72
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.67	1.03	1.45	1.91
每股经营现金流	0.93	1.40	2.07	2.28
每股净资产	5.13	6.16	7.61	9.52
<b>估值比率</b>				
P/E	57	37	26	20
P/B	7	6	5	4
EV/EBITDA	42	29	21	17

## 能源化工团队介绍

### 组长、首席分析师：杨晖

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4年化工实业工作经验，6年化工行业研究经验。曾任职于方正证券研究所、西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。2019年“新财富”化工行业最佳分析师入围，2021年新浪财经“金麒麟”新锐分析师基础化工行业第一名。

### 分析师：郑轶

清华大学化工学士、硕士，英国伦敦大学学院金工硕士，2年化工行业研究经验，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

### 分析师：王鲜俐

北京科技大学材料学士、清华大学材料硕士，2年新能源、化工行业研究经验，曾任职于开源证券研究所、西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：侯星宇

大连理工大学工学学士、硕士，香港中文大学经济学硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：王家怡

英国格拉斯哥大学金融硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：吴宇

同济大学管理学硕士。2022年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：陈俊新

清华大学工学学士、硕士。2023年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 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投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522