

全年高增、单吨盈利表现靓丽，小丝束龙头迈向黑金时代

2023 年 03 月 22 日

➤ **公司披露 2022 年报：**2022 年实现营收 19.95 亿元，同比+70%，归母净利 6.05 亿元，同比+117.09%，扣非净利 5.64 亿元，同比+119.1%。其中，22Q4 实现营收 5.43 亿元，同比+15.72%，归母净利 1.81 亿元，同比+129.74%，扣非净利 1.6 亿元，同比+101.83%。全年毛利率 48.13%，同比+6.51pct，净利率 30.33%，同比+6.58pct，其中，22Q4 毛利率 48.52%，同比+10.42pct、环比-3.18pct，净利率 33.44%，同比+16.59pct、环比-1.12pct。

➤ **2022 年全年量价齐升，规模效应显现，单吨盈利能力靓丽：**

(1) **量、价维度**，报告期内，公司碳纤维产量 1.06 万吨（同比+68%），销量 0.94 万吨（同比+53%），产销量大幅增长主因西宁一期 1.1 万吨项目产能释放。我们推算，全年公司碳纤维吨价格 21.12 万元，同比+2.18 万元。

(2) **单位成本维度**，公司碳纤维吨成本 11.02 万元，同比-0.13 万元。其中，吨直接材料 3.04 万元，同比-0.47 万元，同比下降幅度较大，预计主因丙烯腈价格下调幅度较大，根据 wind 数据，2022 年国内丙烯腈单价 1.07 万元/吨，同比-26.3%；吨直接人工 1.94 万元，同比+0.23 万元；吨制造费用 5.97 万元，同比+0.1 万元。21H1 公司电力、折旧、蒸汽分别占制造费用的 28%、24%、21%，我们预计 22 年全年折旧费用提升较多（22 年公司固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧合计 1.54 亿元，21 年 0.82 亿元）、燃料单价有所上涨、单位电价有所下调（西宁电价更低），**吨制造费用同比上升幅度不大，判断主因规模效应逐渐显现、碳纤维原辅料单耗持续降低。**

(3) **盈利能力维度**，吨毛利 10.11 万元，同比+2.31 万元。吨归母净利 6.45 万元，同比+1.92 万元，吨扣非净利 6.02 万元，同比+1.83 万元。

(4) **费用维度**，22 年期间费用率 17%，同比-0.73pct。其中管理、研发费用率分别为 7.85%、1.05%，同比分别下降 2.23pct、1.22pct。吨管理费用 1.67 万元，同比-0.26 万元；期末公司资产负债率 36.29%，21 年末为 66.83%。

➤ **拟投 3 万吨碳纤维产能，扩产迎接黑金时代：**

截至 2022 年末，公司碳纤维产能 1.45 万吨，连云港 3500 吨+西宁一期 1.1 万吨。西宁二期 1.4 万吨项目正处于全面建设和陆续扫尾阶段，**已有部分装置正在进行试运行，预计 23H1 实现投产。**1 月 3 日公司公告，计划在江苏连云港建设年产 3 万吨高性能碳纤维项目，2026 年底公司碳纤维总产能预计 5.85 万吨，**2023-2026 年产能 CAGR 有望达 42%。**

➤ **中小丝束持续高景气，国产替代进行时：**

中小丝束持续高景气。根据赛奥碳纤维数据，2022-2025 年国产碳纤维需求 CAGR 预计达 35%，压力容器、碳碳复材持续高增。**2022 年我国碳纤维需求国产化率达 61%，同比提升 14pct**，国产替代正当时。目前公司高性能碳纤维在国内碳/碳复材领域市占率约 60%、储氢气瓶领域市占率约 80%。航空航天领域收入占比 10%+，**2022 年公司研发费用 1.55 亿元，同比+162%**，主因加大 T800 级碳纤维规模化稳定性研究、航空级碳纤维及预浸料等研发支出。

➤ **投资建议：**①碳纤维需求多维成长，国产替代正当时，中小丝束高景气，②公司产品型号基本对标日本东丽，高端民品业务占比高，客户优质，③干喷湿纺龙头企业，单线产能全球居首，持续降本增效。我们预计 2023-2025 年归母净利为 10.01、13.58、17.58 亿元，现价对应动态 PE 分别为 37X、27X 和 21X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业新增产能投放的风险；需求增速不及预期；原材料价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1995	3219	4702	6041
增长率 (%)	70.0	61.3	46.1	28.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	605	1001	1358	1758
增长率 (%)	117.1	65.4	35.7	29.4
每股收益 (元)	0.67	1.11	1.51	1.95
PE	61	37	27	21
PB	8.0	6.7	5.5	4.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 21 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

40.80 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

研究助理 赵铭

执业证书：S0100122070043

邮箱：zhaoming_yj@mszq.com

相关研究

1.中复神鹰 (688295.SZ) 事件点评：拟投 3 万吨碳纤维产能，扩产迎接黑金时代-2023/01/04

2.中复神鹰 (688295.SH) 2022 年三季报点评：进击的黑金“小巨人”，持续降本控费潜力大-2022/10/20

3.中复神鹰 (688295.SH) 2022 年三季报预告点评：Q3 销量同环比高增，“氢”“光”持续高景气-2022/10/17

4.中复神鹰 (688295.SH) 2022 年半年报点评：中小丝束高景气延续，T800 级碳纤维获商飞预批准-2022/08/18

5.中复神鹰 (688295.SH) 2022 年一季报点评：中小丝束持续高景气，规模效应开始释放-2022/04/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1995	3219	4702	6041
营业成本	1035	1702	2601	3342
营业税金及附加	10	11	19	24
销售费用	7	6	12	15
管理费用	157	209	296	368
研发费用	155	251	367	482
EBIT	669	1097	1478	1894
财务费用	21	26	21	13
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	21	32	38	48
营业利润	676	1103	1494	1930
营业外收支	-15	-15	-15	-15
利润总额	661	1088	1479	1915
所得税	56	87	121	157
净利润	605	1001	1358	1758
归属于母公司净利润	605	1001	1358	1758
EBITDA	843	1329	1830	2382

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	807	1740	2598	4056
应收账款及票据	14	10	18	29
预付款项	52	58	101	137
存货	298	348	621	814
其他流动资产	1639	1719	1737	1847
流动资产合计	2810	3875	5076	6883
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2676	3541	4476	5397
无形资产	185	185	184	183
非流动资产合计	4437	4848	5328	5792
资产合计	7247	8723	10404	12674
短期借款	253	253	253	253
应付账款及票据	881	1517	2194	2881
其他流动负债	161	348	396	484
流动负债合计	1295	2119	2843	3618
长期借款	999	799	599	599
其他长期负债	336	336	336	336
非流动负债合计	1335	1135	935	935
负债合计	2630	3254	3778	4553
股本	900	900	900	900
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4617	5469	6625	8121
负债和股东权益合计	7247	8723	10404	12674

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	70.00	61.34	46.08	28.48
EBIT 增长率	107.58	63.87	34.75	28.19
净利润增长率	117.09	65.40	35.70	29.41
盈利能力 (%)				
毛利率	48.13	47.12	44.68	44.68
净利润率	30.33	31.10	28.89	29.10
总资产收益率 ROA	8.35	11.47	13.05	13.87
净资产收益率 ROE	13.11	18.30	20.50	21.64
偿债能力				
流动比率	2.17	1.83	1.79	1.90
速动比率	1.87	1.62	1.52	1.63
现金比率	0.62	0.82	0.91	1.12
资产负债率 (%)	36.29	37.30	36.32	35.92
经营效率				
应收账款周转天数	2.64	1.01	1.29	1.65
存货周转天数	105.02	74.69	87.17	88.96
总资产周转率	0.36	0.40	0.49	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	0.67	1.11	1.51	1.95
每股净资产	5.13	6.08	7.36	9.02
每股经营现金流	0.93	2.15	2.36	2.97
每股股利	0.10	0.17	0.22	0.29
估值分析				
PE	61	37	27	21
PB	8.0	6.7	5.5	4.5
EV/EBITDA	44.13	27.14	19.12	14.07
股息收益率 (%)	0.25	0.41	0.55	0.71

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	605	1001	1358	1758
折旧和摊销	174	232	352	488
营运资金变动	61	691	405	426
经营活动现金流	835	1939	2128	2672
资本开支	-1236	-657	-846	-967
投资	-1490	0	0	0
投资活动现金流	-2701	-625	-809	-918
股权募资	2787	0	0	0
债务募资	-362	-200	-223	0
筹资活动现金流	2338	-382	-461	-296
现金净流量	475	933	858	1458

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026