

天宜上佳 (688033.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

多业务复苏回暖，业绩符合预期

业绩简评

4月28日，公司发布22年年报及23年一季报。22年公司实现收入9.87亿元(同比+47.05%)、归母净利润1.79亿元(同比+2.40%)。23Q1公司实现收入3.11亿元(同比+79.45%)、归母净利润0.45亿元(同比+32.16%)、扣非后归母净利润0.39亿元(同比+19.99%)，符合预期。

经营分析

轨交修复，热场、石英坩埚放量，23Q1收入、业绩高增长。根据公告，023Q1公司实现收入和归母净利润分别实现3.11、0.45亿元，同比+79.5%、32.2%，主要得益于：1)轨交板块逐步修复：随着疫情影响逐步消散，看好公司轨交板块收入复苏；2)碳碳热场：根据公告，公司碳基复合材料年化产能达3500吨，随着产能逐步落地，碳碳热场业务收入高速增长；3)石英坩埚：公司收购晶熠阳后开始进军石英坩埚业务，并规划在徐州和江油扩产，随着产能逐步释放，我们预计全年石英坩埚业务有望实现7亿元收入。

碳陶盘：比亚迪U9亮相车展，有望催生行业碳陶盘需求，看好公司碳陶盘在23年放量。4月18日，上海车展中比亚迪超跑U9亮相，该款车型搭载国内自主研发的高性能碳陶制动盘，公司碳陶盘产品性能优异，顺利推进多家车企合作，随着行业碳陶盘需求逐步释放，我们预计未来三年公司碳陶盘业务有望爆发增长，预计23-25年公司在碳陶盘领域收入为1/4/8亿元。

军工板块增速亮眼，有望受益行业高景气度。22年国防装备业务实现收入1.57亿元，同比+71.3%，主要得益于：1)天仁道和部分产品完成批量交付；2)瑞合科技积极拓展军方客户，产品交付顺利。

盈利预测、估值与评级

我们根据22年报调整盈利预测，预计2023-2025年公司营业收入为21.10/28.61/39.29亿元，归母净利润为4.53/5.57/6.89亿元，对应PE为24/19/16X，维持“买入”评级。

风险提示

原材料短缺风险、募投项目进展不及预期、高端产品拓展不及预期、限售股解禁风险、汇率波动风险。

机械组

分析师：满在朋 (执业S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：19.27元

相关报告：

- 《天宜上佳公司点评：多项业务稳步推进，全年业绩符合预期》，2023.2.28
- 《收购优质石英坩埚企业，强化协同效应-天宜上佳事件点评》，2022.11.6
- 《轨交板块明显修复，碳基复材稳扎稳打-天宜上佳22年三季报点评》，2022.10.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	671	987	2,110	2,861	3,929
营业收入增长率	61.68%	47.05%	113.76%	35.61%	37.31%
归母净利润(百万元)	175	179	453	557	689
归母净利润增长率	53.05%	2.40%	152.62%	23.10%	23.71%
摊薄每股收益(元)	0.390	0.319	0.806	0.993	1.228
每股经营性现金流净额	0.03	-0.06	0.18	1.18	0.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.76%	3.50%	8.41%	9.74%	11.24%
P/E	84.76	68.21	23.90	19.42	15.69
P/B	5.73	2.39	2.01	1.89	1.76

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	415	671	987	2,110	2,861	3,929
增长率		61.7%	47.1%	113.8%	35.6%	37.3%
主营业务成本	-107	-256	-486	-1,160	-1,664	-2,349
%销售收入	25.7%	38.1%	49.2%	55.0%	58.2%	59.8%
毛利	308	416	501	950	1,197	1,580
%销售收入	74.3%	61.9%	50.8%	45.0%	41.8%	40.2%
营业税金及附加	-8	-7	-11	-23	-29	-39
%销售收入	1.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%
销售费用	-29	-33	-32	-42	-57	-79
%销售收入	6.9%	4.9%	3.2%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-90	-106	-134	-179	-243	-354
%销售收入	21.6%	15.8%	13.6%	8.5%	8.5%	9.0%
研发费用	-70	-69	-94	-148	-186	-255
%销售收入	16.8%	10.3%	9.5%	7.0%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	113	200	230	557	682	853
%销售收入	27.2%	29.7%	23.3%	26.4%	23.8%	21.7%
财务费用	33	19	-9	-40	-57	-79
%销售收入	-7.9%	-2.8%	0.9%	1.9%	2.0%	2.0%
资产减值损失	-5	-8	-39	-15	-6	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	-2	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	143	218	199	503	619	766
营业利润率	34.4%	32.5%	20.2%	23.8%	21.6%	19.5%
营业外收支	-6	0	-2	0	0	0
税前利润	137	218	197	503	619	766
利润率	33.1%	32.5%	19.9%	23.8%	21.6%	19.5%
所得税	-27	-38	-7	-50	-62	-77
所得税率	19.7%	17.3%	3.6%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	110	180	190	453	557	689
少数股东损益	-4	5	11	0	0	0
归属于母公司的净利润	114	175	179	453	557	689
净利率	27.5%	26.1%	18.2%	21.4%	19.5%	17.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	110	180	190	453	557	689
少数股东损益	-4	5	11	0	0	0
非现金支出	41	74	156	256	301	350
非经营收益	0	3	-13	110	81	103
营运资金变动	40	-243	-368	-716	-275	-827
经营活动现金净流	190	15	-35	102	664	316
资本开支	-162	-611	-987	-814	-499	-378
投资	-9	-131	-355	-30	10	0
其他	-4	-7	8	0	0	0
投资活动现金净流	-176	-749	-1,333	-844	-489	-378
股权募资	0	8	2,311	0	0	0
债权募资	30	206	664	300	-252	879
其他	-43	-31	-150	-256	-304	-379
筹资活动现金净流	-13	184	2,825	44	-556	500
现金净流量	2	-550	1,457	-698	-381	438

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,170	628	2,075	1,364	974	1,406
应收款项	430	658	1,175	2,084	2,120	2,911
存货	52	175	294	716	1,028	1,450
其他流动资产	74	116	174	248	332	459
流动资产	1,726	1,577	3,718	4,413	4,454	6,226
%总资产	66.6%	47.3%	54.2%	54.6%	53.5%	61.4%
长期投资	23	72	92	92	92	92
固定资产	657	1,224	2,283	2,813	3,001	3,026
%总资产	25.3%	36.7%	33.3%	34.8%	36.0%	29.9%
无形资产	135	291	538	556	575	593
非流动资产	867	1,760	3,139	3,669	3,873	3,909
%总资产	33.4%	52.7%	45.8%	45.4%	46.5%	38.6%
资产总计	2,592	3,337	6,857	8,081	8,326	10,135
短期借款	30	77	364	744	491	1,371
应付款项	63	194	359	1,080	1,228	1,669
其他流动负债	40	61	240	193	215	297
流动负债	133	332	963	2,016	1,935	3,337
长期贷款	0	190	590	590	590	590
其他长期负债	47	170	132	32	23	17
负债	180	693	1,684	2,638	2,548	3,944
普通股股东权益	2,417	2,587	5,112	5,384	5,718	6,132
其中：股本	449	449	561	561	561	561
未分配利润	592	733	893	1,164	1,499	1,912
少数股东权益	-5	57	60	60	60	60
负债股东权益合计	2,592	3,337	6,857	8,081	8,326	10,135

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.255	0.390	0.319	0.806	0.993	1.228
每股净资产	5.385	5.764	9.107	9.591	10.186	10.923
每股经营现金净流	0.424	0.033	-0.062	0.181	1.182	0.563
每股股利	0.000	0.040	0.040	0.322	0.397	0.491
回报率						
净资产收益率	4.73%	6.76%	3.50%	8.41%	9.74%	11.24%
总资产收益率	4.41%	5.24%	2.61%	5.60%	6.69%	6.80%
投入资本收益率	3.71%	5.66%	3.61%	7.40%	8.95%	9.42%
增长率						
主营业务收入增长率	-28.65%	61.68%	47.05%	113.76%	35.61%	37.31%
EBIT 增长率	-62.36%	76.85%	15.00%	142.76%	22.41%	25.07%
净利润增长率	-57.77%	53.05%	2.40%	152.62%	23.10%	23.71%
总资产增长率	1.37%	28.73%	105.48%	17.86%	3.03%	21.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	333.0	256.1	284.2	350.0	260.0	260.0
存货周转天数	154.6	162.1	176.2	230.0	230.0	230.0
应付账款周转天数	296.3	175.3	202.7	330.0	260.0	250.0
固定资产周转天数	459.0	494.5	633.6	332.5	265.6	193.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-47.25%	-13.64%	-21.66%	-0.56%	1.85%	8.96%
EBIT 利息保障倍数	-3.4	-10.7	25.4	14.0	12.0	10.8
资产负债率	6.96%	20.76%	24.57%	32.64%	30.60%	38.91%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-23	买入	25.05	N/A
2	2022-08-13	买入	28.70	N/A
3	2022-09-20	买入	22.82	N/A
4	2022-09-28	买入	23.63	N/A
5	2022-10-18	买入	22.26	N/A
6	2022-10-29	买入	19.89	N/A
7	2022-11-06	买入	25.26	N/A
8	2023-02-28	买入	21.94	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

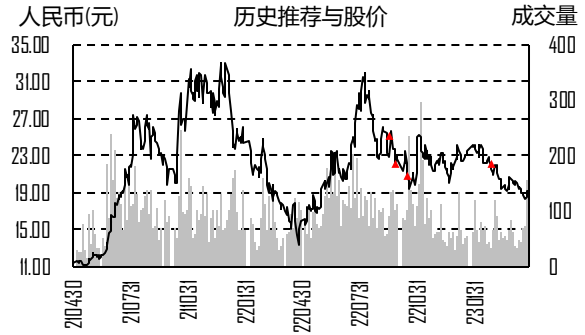
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402