

天宜上佳 (688033.SH)

Q4 收入快速增长，外延并购推动企业长足发展

疫情缓解下，去年下半年公司业绩回暖。2020年公司实现营收和归母净利润为4.15和1.14亿元，同比下降28.65%和57.77%，全年净利率为26.55%，同比下降19.95%。公司收入下降的原因主要在于2020年受新冠疫情的影响，境内人员流动大幅减少，全国铁路客运服务受到了较大的冲击。根据国家铁路数据，2020年国家铁路旅客发送量完成21.67亿人次，同比2019年下降了39.4%。然而，随着疫情的缓解，公司下半年的盈利情况得以明显反转。其中公司在Q4实现的营收和归母净利润分别为1.79和0.51亿元，同比增长26.09%和-14.36%，Q4归母净利润下降的主要原因在于研发投入以及子公司计提折旧费用的增加导致成本的增多。Q4单季度实现的营收和归母净利润占全年的比重为43.01%和44.66%，单季度净利率为27.90%。

公司是国内高铁动车组粉末冶金闸片领航人，具有强先发优势。粉末冶金闸片作为技术含量极高的高铁零部件，2012年前一直被国际龙头垄断。2013年，公司抓住哈大线高寒动车组进口闸片的机会，开启粉末冶金闸片国产替代。截至2020年末，公司共拥有11张CRCC核发的正式《铁路产品认证证书》，是时速350公里复兴号标准动车组核心供货商，也是时速250公里复兴号标准动车组闸片的唯一供货商，占领新车型闸片市场绝大部分份额。公司是持有CRCC证书覆盖车型最多的国产厂商，具有较强的先发优势。

类耗材属性，公司闸片收入有进一步上行空间。公司闸片市场有新造整车市场和后续检修市场，其中后续检修市场为公司盈利的主要来源。新车下线市场公司作为复兴号核心供应商占据较高的份额，后续检修市场公司与各个地方路局合作稳步推进。根据公司招股说明书的指引，以每动车组标准组装配闸片160片、平均每年闸片更换量为2.5次进行测算，则2021-2023年，国内动车组闸片的需求量为142.71、174.32和189.12万片，对应公司闸片销量为29.63、36.03和39.29万片，公司闸片收入空间为5.92、7.21和7.85亿元。我们预计公司闸片营收有进一步的上行空间。

内生外延拓宽公司产品线，大交通领域新材料供应商逐步显现。为了提升公司业务布局的多样性，公司制定了“一四四一”的企业发展战略，即“一个集团公司”、“四大材料领域”、“四大运营中心”和“一个‘产学研用金’联盟平台”。为实现业务的加速突破，公司在3月2日发布了收购瑞合科技的公告，作为“成飞”的金牌供应商，与瑞合科技的协同发展可促进公司在军用民用航空领域的布局，并增厚公司的业绩表现。

盈利预测与估值。考虑公司主业的业绩反转以及“一四四一”战略逐步推进，预计2021-2023年公司归母净利润为2.25、2.71、3.12亿元，对应当前PE为24.9、20.7、17.9倍，维持“增持”评级。

风险提示：疫情控制不及预期；客户采购限价进一步下降的风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	582	415	599	730	914
增长率 yoy (%)	4.3	-28.6	44.3	21.9	25.2
归母净利润(百万元)	271	114	225	271	312
增长率 yoy (%)	2.9	-57.8	96.9	20.4	15.2
EPS最新摊薄(元/股)	0.60	0.25	0.50	0.60	0.70
净资产收益率(%)	11.5	4.6	8.5	9.4	9.8
P/E(倍)	20.7	49.0	24.9	20.7	17.9
P/B(倍)	2.4	2.3	2.1	2.0	1.8

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月15日收盘价

增持(维持)

股票信息

行业	运输设备
前次评级	增持
04月15日收盘价	12.48
总市值(百万元)	5,600.24
总股本(百万股)	448.74
其中自由流通股(%)	68.12
30日日均成交量(百万股)	2.20

股价走势



作者

分析师 姚健

执业证书编号：S0680518040002

邮箱：yaojian@gszq.com

相关研究

- 1、《天宜上佳(688033.SH)：闸片王者归来，内生外延打造大交通领域新材料领先供应商》2021-03-30



免责声明

国盛证券有限责任公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com