

量利双升，业绩基本符合市场预期

买入（维持）

2021年08月26日

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	472	1183	2209	3517
同比（%）	22.1%	150.6%	86.8%	59.2%
归母净利润（百万元）	107	345	636	1010
同比（%）	-3%	221%	84%	59%
每股收益（元/股）	0.46	1.49	2.74	4.36
P/E（倍）	365.34	113.68	61.63	38.79

投资要点

- 2021年H1归母净利润1.2亿元，同比增长267.37%，处于业绩预告中值偏下，基本符合市场预期。2021年H1公司营收5.23亿元，同比增长224.88%；归母净利润1.2亿元，同比增长267.37%；扣非净利润1.03亿元，同比增长380.71%；2021年上半年毛利率为35.78%，同比降低1.18pct；2021年上半年净利率为23.05%，同比增加2.81pct。此前公司预告上半年归母净利润1.1-1.5亿元，处于业绩预告中值偏下，基本符合市场预期。
- 2021年Q2公司归母净利润达0.67亿元，环增26.2%，略低于市场预期。2021年Q2公司实现营收3.04亿元，同比增加202.37%，环比增长39.06%；归母净利润0.67亿元，同比增长236.87%，环比增长26.2%，扣非归母净利润0.58亿元，同比增长300.3%，环比增长29.27%。盈利能力方面，Q2毛利率为34.37%，同比降低2.65pct，环比降低3.39pct；归母净利率22.11%，同比增长2.26pct，环比降低2.25pct；Q2扣非净利率19.18%，同比提升4.69pct，环比降低1.46pct。
- 碳纳米管导电浆料收入高增，毛利率持平微降。2021年上半年公司碳纳米管导电浆料收入5.19亿元，同比增长228%，毛利率35.65%，同比下降1.16pct；碳纳米管粉体实现收入0.02亿元，毛利率83.4%，同比提升39.98pct，盈利能力大幅提高；NMP加工实现营收0.01亿元，毛利率0.89%。分公司看，2021H1常州天奈亏损30.35万元，同比下降148%；新纳材料亏损135.2万元，同比下降132%。
- 需求高增，公司盈利能力基本维持。公司现有浆料产能3万吨，下游景气度持续，公司满产满销，上半年出货1.3万吨左右，同比增长157.18%，其中Q2出货近0.75万吨，环比增长30%+，随着下半年新增产能释放，全年我们预计出货3万吨+，同比高增150%左右。盈利方面，2021年3月公司定价方式改为与NMP价格联动，传导原料上涨压力，Q2 NMP价格波动，造成部分库存损失，我们预计Q2单吨利润近0.9万元/吨，扣非单吨净利近0.8万元/吨，环比持平微降（Q1单吨利润9.5k元左右，扣非单吨净利0.8万元/吨左右）。为平滑原材料波动影响，子公司新纳环保布局4.5万吨NMP回收项目，已开始逐步投产，后续原材料自供比例将提升，且下半年NMP价格进入上涨通道，我们预计公司2021年全年单吨净利将有进一步上升空间。
- 投资建议：我们维持公司2021年-2023年盈利预测，预计归母净利润为3.5/6.4/10.1亿元，同比增长221%/84%/59%，对应PE为114x/62x/39x，考虑到碳纳米管加速渗透，行业高速发展，公司作为龙头，布局规模加成本优势，给予2022年75倍PE，目标价205.5元，维持“买入”评级。
- 风险提示：政策不及预期、销量不及预期、竞争加剧。

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	169.00
一年最低/最高价	37.27/183.87
市净率(倍)	22.06
流通A股市值(百万元)	29836.95

基础数据

每股净资产(元)	7.66
资产负债率(%)	19.48
总股本(百万股)	231.86
流通A股(百万股)	176.55

相关研究

- 1、《天奈科技（688116）：天奈科技中报预告：碳纳米管导电剂需求加速，优势龙头量利双升超预期》2021-07-02
- 2、《天奈科技（688116）：十年磨一剑，导电剂龙头利刃出鞘》2021-05-13

2021年H1归母净利润1.2亿元，同比增长267.37%，处于业绩预告中值偏下，基本符合市场预期。2021年H1公司营收5.23亿元，同比增长224.88%；归母净利润1.2亿元，同比增长267.37%；扣非净利润1.03亿元，同比增长380.71%；2021年上半年毛利率为35.78%，同比降低1.18pct；2021年上半年净利率为23.05%，同比增加2.81pct。此前公司预告上半年归母净利润1.1-1.5亿元，处于业绩预告中值偏下，基本符合市场预期。

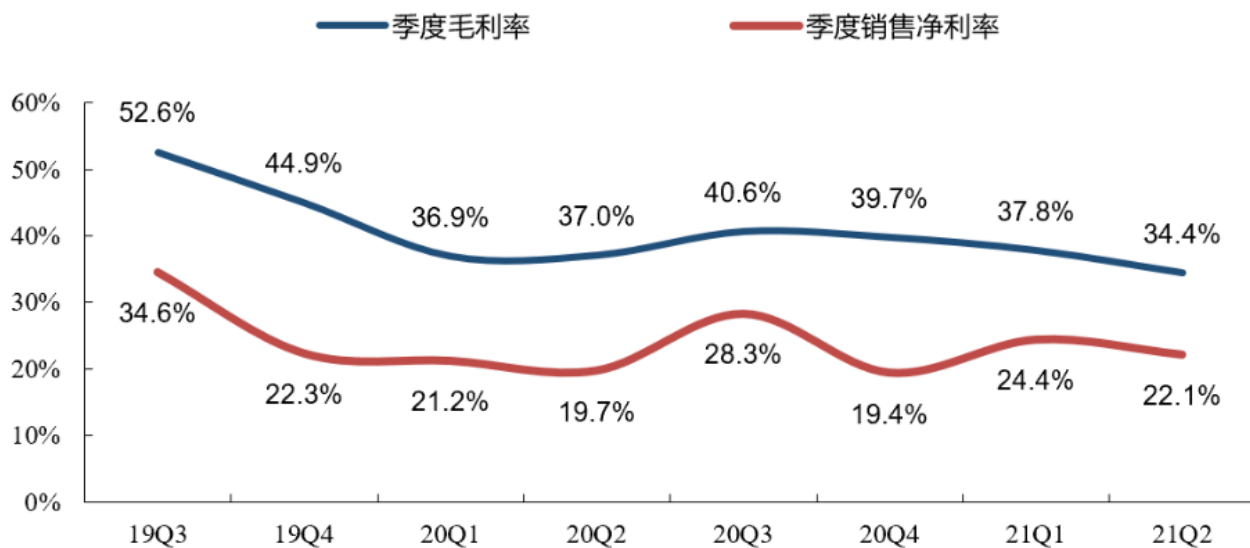
2021年Q2公司归母净利润达0.67亿元，环增26.2%，略低于市场预期。2021年Q2公司实现营收3.04亿元，同比增加202.37%，环比增长39.06%；归母净利润0.67亿元，同比增长236.87%，环比增长26.2%，扣非归母净利润0.58亿元，同比增长300.3%，环比增长29.27%。盈利能力方面，Q2毛利率为34.37%，同比降低2.65pct，环比降低3.39pct；归母净利率22.11%，同比增长2.26pct，环比降低2.25pct；Q2扣非净利率19.18%，同比提升4.69pct，环比降低1.46pct。

表 1: 公司分季度业绩拆分情况 (百万元)

	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入 (百万元)	304.0	218.6	156.2	154.9	100.5	60.3
-同比	202.37%	262.40%	82.40%	37.82%	8.67%	-37.09%
毛利率	34.37%	37.76%	39.74%	40.61%	37.02%	36.86%
归母净利润 (百万元)	67.2	53.3	30.5	44.0	20.0	12.8
-同比	236.87%	314.75%	59.59%	12.69%	-24.85%	-49.46%
归母净利率	22.11%	24.36%	19.50%	28.41%	19.85%	21.29%
扣非归母净利润 (百万元)	58.3	45.1	20.63	34.28	14.57	6.95
-同比	300.30%	549.33%	46.73%	-8.28%	-35.63%	-68.32%
扣非归母净利率	19.18%	20.64%	13.21%	22.13%	14.49%	11.52%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1: 天奈科技季度盈利能力 (%)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

碳纳米管导电浆料收入高增, 毛利率持平微降。2021年上半年公司碳纳米管导电浆料收入 5.19 亿元, 同比增长 228%, 毛利率 35.65%, 同比下降 1.16pct; 碳纳米管粉体实现收入 0.02 亿元, 毛利率 83.4%, 同比提升 39.98pct, 盈利能力大幅提高; NMP 加工实现营收 0.01 亿元, 毛利率 0.89%。分公司看, 2021H1 常州天奈亏损 30.35 万元, 同比下降 148%; 新纳材料亏损 135.2 万元, 同比下降 132%。

表 2: 公司分业务营业收入 (亿元)

	2021H1				2020H2		2020H1	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
碳纳米管导电浆料	5.19	228%	36%	-1pct	3.08	40%	1.59	37%
碳纳米管粉体	0.02	0%	83%	40pct	0.03	72%	0.02	43%
NMP加工	0.01		1%					
其他	0.00		53%					

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表 3: 子公司拆分 (万元)

公司名称	2021H1		2020			2020H2	2020H1
	净利润 (万元)	同比	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	净利率	净利润 (万元)	净利润 (万元)
常州天奈	-30.35	-147.96%		-65.32		-53.08	-12.24
新纳材料	-135.20	-132.16%	1,089.36	696.82	63.97%	276.38	420.44
BVI天奈	798.17						
新纳环保	-59.46	20%	26.55	-209.57	-789.34%	-135.14	-74.43
江南石墨烯	78.90	-39.38%		162.49		32.34	130.15

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

需求高增，公司盈利能力基本维持。公司现有浆料产能 3 万吨，下游景气度持续，公司满产满销，上半年出货 1.3 万吨左右，同比增长 157.18%，其中 Q2 出货近 0.75 万吨，环比增长 30%+，随着下半年新增产能释放，全年我们预计出货 3 万吨+，同比高增 150%左右。盈利方面，2021 年 3 月公司定价方式改为与 NMP 价格联动，传导原料上涨压力，Q2 NMP 价格波动，造成部分库存损失，我们预计 Q2 单吨利润近 0.9 万元/吨，扣非单吨净利近 0.8 万元/吨，环比持平微降（Q1 单吨利润 9.5k 元左右，扣非单吨净利 0.8 万元/吨左右）。为平滑原材料波动影响，子公司新纳环保布局 4.5 万吨 NMP 回收项目，已开始逐步投产，后续原材料自供比例将提升，且下半年 NMP 价格进入上涨通道，我们预计公司 2021 年全年单吨净利将有进一步上升空间。

赛道优质，“双提升”打开成长空间，增速超越行业。CNT 享受电动车行业高增长的同时，一方面铁锂及高镍中均需添加导电剂，受益于能量密度提升需求，CNT 添加比例逐步增加，从 1.5%有望逐步提升至 2%，另一方面 CNT 加速对传统导电剂替代，国内 CNT 份额 2021 年 40%、海外不足 20%，份额加速提升。我们预计 21 年全球 CNT 需求 11 万吨，市场空间超 30 亿元，同+80%，2021 年-2025 年复合增速超 40%。且竞争格局稳定，产能基本集中国内，公司市占率超 30%，行业具备高增速+高壁垒特质，赛道优质。

技术+一体化优势领先，产能加速建设，公司龙头地位强化。公司可量产第一至第三代产品，2021 年一代产品出货量在 20%左右，二代产品占比 70%左右，三代产品接近 10%，且随着高镍放量三代产品份额快速提升。2021 年公司已储备第四至第六代产品，四代产品已出样品，与竞争对手形成显著技术代差，并向上游原材料 NMP 布局，一体化强化优势，毛利率维持 40%以上，较同行高 10pct，充分享受技术领先的超额收益。公司前三大客户为比亚迪、宁德、ATL，已进入 LG 和松下，同时在导电塑料领域和 SABIC 公司、Total 等合作。公司全球化扩产，2021 年 CNT 浆料 3 万吨年产能，Q3 我们预计新增 2 万吨产能，同时将在常州及美国新建基地，分别贡献 5 万吨和 0.8 万吨产能，完善全球化布局，2022 年年底产能有望达 8 万吨以上，随着新增产能逐步释放，我

们预计明年产量有望达 7 万吨，连续翻番以上增长。

表 4: 公司产能规划布局

	项目	时间	产能
现有产能	-	-	纯碳纳米管导电浆料 3 万吨，碳纳米管 1500 吨
规划产能	募投项目	2022 年底	导电浆料 1.8 万吨产能、碳纳米管 6000 吨、导电母粒 2000 吨、300 吨石墨烯及年收集 900 吨副产物氢
	常州天奈	2025 年	年产 5 万吨导电浆料、5000 吨导电母粒和 3000 吨碳管纯化加工产能
	美国天奈	2024 年	年产 8000 吨的导电浆料

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司费用控制良好，同比下降显著。2021 年 H1 公司期间费用合计 0.61 亿元，同比增长 93.63%，费用率为 11.72%，同比降低 7.95pct。2021Q2 期间费用合计 0.34 亿元，同比增长 86.55%，环比增 22.96%，期间费用率为 11.11%，同比降 6.9pct，环比降 1.46pct；销售费用 0.08 亿元，销售费用率 2.51%，同比增 0pct，环比增 0.1pct；管理费用 0.15 亿元，管理费用率 4.94%，同比降 3.14pct，环比降 1.23pct；财务费用 0.01 亿元，财务费用率 0.18%，同比降 0.29pct，环比增 0.07pct；研发费用 0.11 亿元，研发费用率 3.49%，同比降 2.51pct，环比降 0.39pct。

表 5: 天奈科技季度费用情况

单位: 百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
销售费用	2.93	3.50	4.94	5.54	5.26	7.62
-销售费用率	4.86%	3.48%	3.19%	3.55%	2.41%	2.51%
管理费用	5.50	8.12	7.45	13.60	13.49	15.02
-管理费用率	9.11%	8.08%	4.81%	8.71%	6.17%	4.94%
研发费用	4.76	6.02	7.06	10.34	8.47	10.60
-研发费用率	7.89%	5.99%	4.56%	6.62%	3.88%	3.49%
财务费用	0.34	0.47	0.92	0.45	0.25	0.55
-财务费用率	0.57%	0.47%	0.60%	0.29%	0.11%	0.18%
期间费用	13.53	18.11	20.36	29.93	27.48	33.79
-期间费用率	22.43%	18.01%	13.15%	19.16%	12.57%	11.11%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-0.01	-1.10	0.41	-6.39	-0.48	-0.33

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经营和投资现金流同比增长，账面现金显著增加。2021 年 H1 公司存货为 0.6 亿元，较年初增长 8.88%；应收账款 2.21 亿元，较年初增长 60.32%；2021 年公司经营活动净

现金流为 0.43 亿元，同比上升 32.25%，主要由于当期收到客户回款增加；投资活动净现金流为 0.91 亿元，去年同期为-1.27 亿元；资本开支为 0.56 亿元，同比降低 38.06%；账面现金为 3.4 亿元，较年初增长 72.82%，短期借款 0.53 亿元，较年初增长 307.47%。

投资建议：我们维持公司 2021 年-2023 年盈利预测，预计归母净利润为 3.5/6.4/10.1 亿元，同比增长 221%/84%/59%，对应 PE 为 114x/62x/39x，考虑到碳纳米管加速渗透，行业高速发展，公司作为龙头，布局规模加成本优势，给予 2022 年 75 倍 PE，目标价 205.5 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不及预期、销量不及预期、竞争加剧。

天奈科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,311	1,605	2,622	3,660	营业收入	472	1,183	2,209	3,517
现金	197	118	221	352	减: 营业成本	288	599	1,124	1,806
应收账款	138	248	463	737	营业税金及附加	6	14	27	42
存货	55	197	370	594	销售费用	17	40	68	106
其他流动资产	921	1042	1568	1977	管理费用	63	118	216	334
非流动资产	570	792	1,018	1,132	财务费用	2	4	21	35
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	7	14	24	30
固定资产	255	377	538	637	加: 投资净收益	33	2	2	2
无形资产	152	168	183	198	其他收益	-1	0	0	0
其他非流动资产	163	247	297	297	营业利润	124	398	736	1,172
资产总计	1,881	2,377	3,601	4,734	加: 营业外净收支	-1	3	3	3
流动负债	145	390	1,151	1,549	利润总额	123	401	739	1,175
短期借款	25	143	688	806	减: 所得税费用	16	56	104	164
应付账款	64	133	249	400	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	56	114	214	343	归属母公司净利润	107	345	636	1,010
非流动负债	55	55	55	55	EBITDA	156	434	800	1,262
长期借款	24	24	24	24					
其他非流动负债	31	31	31	31					
负债合计	200	444	1,206	1,604	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	20	20	20	20	每股收益(元)	0.46	1.49	2.74	4.36
归属母公司股东权益	1,661	1,912	2,375	3,110	每股净资产(元)	7.16	8.25	10.24	13.41
负债和股东权益	1,881	2,377	3,601	4,734	发行在外股份(百万股)	232	232	232	232
					ROIC (%)	13.7%	26.2%	28.0%	32.6%
					ROE (%)	6.5%	18.0%	26.8%	32.5%
					毛利率 (%)	39.1%	49.3%	49.1%	48.7%
					销售净利率 (%)	22.6%	29.1%	28.8%	28.7%
					资产负债率 (%)	10.6%	18.7%	33.5%	33.9%
					收入增长率 (%)	22.1%	150.6%	86.8%	59.2%
					净利润增长率 (%)	1%	221%	85%	59%
					P/E	365.34	113.68	61.63	38.79
					P/B	23.59	20.49	16.50	12.60
					EV/EBITDA	251	90	49	31

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>