

2021 年三季报点评：产能顺利释放，公司业绩符合市场预期

买入（维持）

2021 年 10 月 30 日

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

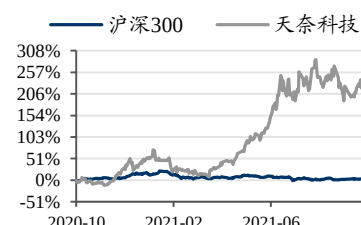
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	472	1432	2730	4223
同比（%）	22%	203%	91%	55%
归母净利润（百万元）	139	314	663	1008
同比（%）	7%	193%	111%	52%
每股收益（元/股）	0.60	1.35	2.86	4.35
P/E（倍）	270.57	120.11	56.84	37.42

投资要点

- **公司 Q3 归母净利 0.83 亿元，环增 24%，符合市场预期。**2021 年前三季度公司营收 9.12 亿元，同比增长 188.72%；归母净利润 2.04 亿元，同比增长 165.27%；扣非净利润 1.76 亿元，同比增长 215.25%，其中 Q3 公司实现营收 3.89 亿元，同比增加 151.17%，环比增长 27.98%；归母净利润 0.83 亿元，同比增长 89.17%，环比增长 23.84%，扣非归母净利润 0.72 亿元，同比增长 111.39%，环比增长 24.25%，非经常性损益主要为政府补助及投资收益与公允价值变动损益。盈利能力方面，Q3 毛利率为 32.5%，同比下滑 8.11pct，环比下滑 1.86pct；归母净利率 21.39%，同比下滑 7.01pct，环比下滑 0.72pct；Q3 扣非净利率 18.62%，同比下滑 3.51pct，环比下滑 0.56pct。
- **产能顺利释放，出货环比增长，公司盈利能力基本维持。**公司 21 年上半年末有浆料产能 3 万吨，我们预计 Q3 新增 2 万吨产能顺利释放，公司满产满销，考虑 9 月限电影响小部分产能，我们预计 Q3 公司出货 0.95 万吨左右，环比增长 25%左右，新增产能顺利释放，Q1-Q3 累计出货 2.2-2.3 万吨左右，全年我们预计出货 3-3.5 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，Q3NMP 价格波动，造成部分损失，我们预计 Q3 单吨利润 0.85-0.9 万元/吨，扣非单吨净利 0.75-0.8 万元/吨，环比基本持平。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，后续原材料自供比例将提升，且后续定价方式将更好体现原材料价格波动，我们预计公司未来单吨净利将有进一步上升空间。
- **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，毛利率维持 30% 以上，充分享受技术领先的超额收益。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，2022 年年底产能有望达 8 万吨以上。
- **投资建议：**考虑到 nmp 价格波动影响，我们将公司 2021 年-2023 年归母净利润由 3.5/6.4/10.1 亿元调整至 3.1/6.6/10.1 亿元，同比增长 193%/111%/52%，对应 PE 为 120x/57x/37x，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 70 倍 PE，目标价 200.2 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	160.88
一年最低/最高价	40.16/184.00
市净率(倍)	19.98
流通 A 股市值(百万元)	28805.23

基础数据

每股净资产(元)	8.05
资产负债率(%)	24.40
总股本(百万股)	231.86
流通 A 股(百万股)	179.05

相关研究

- 1、《天奈科技 (688116) 中报点评：量利双升，业绩基本符合市场预期》2021-08-26
- 2、《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
- 3、《天奈科技 (688116)：十年磨一剑，导电剂龙头利刃出鞘》2021-05-13

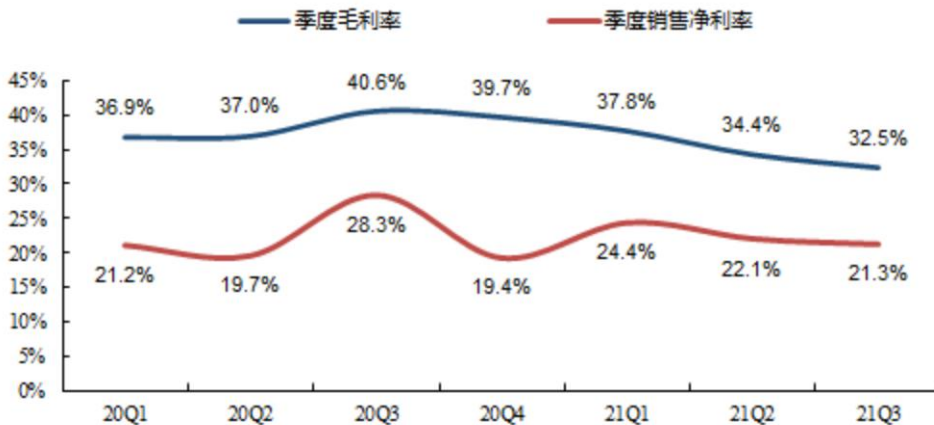
公司 Q3 归母净利 0.83 亿元，环增 24%，符合市场预期。2021 年前三季度公司营收 9.12 亿元，同比增长 188.72%；归母净利润 2.04 亿元，同比增长 165.27%；扣非净利润 1.76 亿元，同比增长 215.25%，其中 Q3 公司实现营收 3.89 亿元，同比增加 151.17%，环比增长 27.98%；归母净利润 0.83 亿元，同比增长 89.17%，环比增长 23.84%，扣非归母净利润 0.72 亿元，同比增长 111.39%，环比增长 24.25%，非经常性损益主要为政府补助及投资收益与公允价值变动损益。盈利能力方面，Q3 毛利率为 32.5%，同比下滑 8.11pct，环比下滑 1.86pct；归母净利率 21.39%，同比下滑 7.01pct，环比下滑 0.72pct；Q3 扣非净利率 18.62%，同比下滑 3.51pct，环比下滑 0.56pct。

图 1：公司分季度业绩拆分情况（百万元）

	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	389.1	304.0	218.6	156.2	154.9	100.5	60.3
-同比	151.17%	202.37%	262.40%	82.40%	37.82%	8.67%	-37.09%
毛利率	32.50%	34.37%	37.76%	39.74%	40.61%	37.02%	36.86%
归母净利润(百万)	83.2	67.2	53.3	30.5	44.0	20.0	12.8
-同比	89.17%	236.87%	314.75%	59.59%	12.69%	-24.85%	-49.46%
归母净利率	21.39%	22.11%	24.36%	19.50%	28.41%	19.85%	21.29%
扣非归母净利润(百万)	72.5	58.3	45.11	20.63	34.28	14.57	6.95
-同比	111.39%	300.30%	549.33%	46.73%	-8.28%	-35.63%	-68.32%
扣非归母净利率	18.62%	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 2：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

产能顺利释放，出货环比增长，公司盈利能力基本维持。公司 21 年上半年末有浆料产能 3 万吨，我们预计 Q3 新增 2 万吨产能顺利释放，公司满产满销，考虑 9 月限电影响小部分产能，我们预计 Q3 公司出货 0.95 万吨左右，环比增长 25%左右，新增产能顺利释放，Q1-Q3 累计出货 2.2-2.3 万吨左右，全年我们预计出货 3-3.5 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，Q3NMP 价格波动，造成部分损失，我们预计 Q3 单吨利润 0.85-0.9 万元/吨，扣非单吨净利 0.75-0.8 万元/吨，环比基本持平（Q2 单吨利润 0.9 万元左右，扣非单吨净利

接近 0.8 万元/吨)。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,后续原材料自供比例将提升,且后续定价方式将更好体现原材料价格波动,我们预计公司未来单吨净利将有进一步上升空间。

产能顺利释放,出货环比增长,公司盈利能力基本维持。公司 21 年上半年未有浆料产能 3 万吨,我们预计 Q3 新增 2 万吨产能顺利释放,公司满产满销,考虑 9 月限电影响小部分产能,我们预计 Q3 公司出货 0.95 万吨左右,环比增长 25%左右,新增产能顺利释放,Q1-Q3 累计出货 2.2-2.3 万吨左右,全年我们预计出货 3-3.5 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,Q3NMP 价格波动,造成部分损失,我们预计 Q3 单吨利润 0.85-0.9 万元/吨,扣非单吨净利 0.75-0.8 万元/吨,环比基本持平(Q2 单吨利润 0.9 万元左右,扣非单吨净利接近 0.8 万元/吨)。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,后续原材料自供比例将提升,且后续定价方式将更好体现原材料价格波动,我们预计公司未来单吨净利将有进一步上升空间。

铁锂及高镍中均须添加 CNT,“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,毛利率维持 30%以上,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。

公司费用控制良好,Q3 费用率降低明显。2021 年前三季度公司期间费用合计 0.92 亿元,同比增长 76.13%,费用率为 10.05%,同比下降 6.42pct。2021Q3 期间费用合计 0.3 亿元,同比增长 48.93%,环比降 10.24%,期间费用率为 7.79%,同比降 5.35pct,环比降 3.32pct;销售费用 0.06 亿元,销售费用率 1.6%,同比降 1.58pct,环比降 0.9pct;管理费用 0.15 亿元,管理费用率 3.86%,同比降 0.94pct,环比降 1.08pct;财务费用-0.05 亿元,财务费用率-1.34%,同比降 1.94pct,环比降 1.52pct;研发费用 0.14 亿元,研发

费用率 3.67%，同比降 0.88pct，环比增 0.18pct。公司 2021Q3 计提信用减值损失-0.05 亿元。

图 3：天奈科技季度费用情况

单位：百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
销售费用	2.93	3.50	4.94	5.54	5.26	7.62	6.24
-销售费用率	4.86%	3.48%	3.19%	3.55%	2.41%	2.51%	1.60%
管理费用	5.50	8.12	7.45	13.60	13.49	15.02	15.03
-管理费用率	9.11%	8.08%	4.81%	8.71%	6.17%	4.94%	3.86%
研发费用	4.76	6.02	7.06	10.34	8.47	10.60	14.28
-研发费用率	7.89%	5.99%	4.56%	6.62%	3.88%	3.49%	3.67%
财务费用	0.34	0.47	0.92	0.45	0.25	0.55	-5.22
-财务费用率	0.57%	0.47%	0.60%	0.29%	0.11%	0.18%	-1.34%
期间费用	13.53	18.11	20.36	29.93	27.48	33.79	30.33
-期间费用率	22.43%	18.01%	13.15%	19.16%	12.57%	11.11%	7.79%
资产减值损失	0.00	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	-4.65

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

经营现金流同比下降，资本开支显著增加。2021 年前三季度公司存货为 1.05 亿元，较年初增长 91.06%；应收账款 3.41 亿元，较年初增长 94.71%；期末公司合同负债 0.07 亿元，较年初增长 409.49%。2021 年 Q3 公司经营活动净现金流为 0.37 亿元，同比降低 33.16%，主要系生产规模扩大，原料采购大幅增长所致；投资活动净现金流为 0.87 亿元；资本开支为 2.1 亿元，同比上升 96.52%；账面现金为 3.33 亿元，较年初增长 69.05%，短期借款 0.4 亿元，较年初增 207.62%。

投资建议：考虑到 nmp 价格波动影响，我们将公司 2021 年-2023 年归母净利润由 3.5/6.4/10.1 亿元调整至 3.1/6.6/10.1 亿元，同比增长 193%/111%/52%，对应 PE 为 120x/57x/37x，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 70 倍 PE，目标价 200.2 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)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,311	1,828	3,126	4,362	营业收入	472	1,432	2,730	4,223
现金	197	143	273	422	减: 营业成本	288	904	1,653	2,579
应收账款	138	300	572	885	营业税金及附加	6	17	33	51
存货	55	297	543	848	销售费用	17	36	55	84
其他流动资产	914	1,067	1,700	2,149	管理费用	35	129	232	350
非流动资产	570	772	979	1,074	财务费用	2	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	19	30	35
固定资产	255	377	538	637	加: 投资净收益	33	2	2	2
无形资产	152	148	144	140	其他收益	-1	0	0	0
其他非流动资产	163	247	297	297	营业利润	156	358	760	1,155
资产总计	1,881	2,600	4,105	5,437	加: 营业外净收支	-1	3	3	3
流动负债	145	636	1,657	2,256	利润总额	155	361	763	1,158
短期借款	25	274	992	1,219	减: 所得税费用	16	47	99	151
应付账款	64	200	366	571	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	56	162	299	465	归属母公司净利润	139	314	663	1,008
非流动负债	55	55	55	55	EBITDA	188	390	803	1,210
长期借款	24	24	24	24					
其他非流动负债	31	31	31	31					
负债合计	200	690	1,711	2,310	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)	0.60	1.35	2.86	4.35
归属母公司股东权益	1,661	1,890	2,373	3,106	每股净资产 (元)	7.16	8.15	10.23	13.40
负债和股东权益	1,881	2,600	4,105	5,437	发行在外股份 (百万股)	232	232	232	232
					ROIC (%)	17.7%	21.8%	25.1%	28.0%
					ROE (%)	8.4%	16.6%	28.0%	32.4%
					毛利率 (%)	39.1%	36.8%	39.5%	38.9%
					销售净利率 (%)	29.4%	21.9%	24.3%	23.9%
					资产负债率 (%)	10.6%	26.5%	41.7%	42.5%
					收入增长率 (%)	22.1%	203.3%	90.7%	54.7%
					净利润增长率 (%)	7.4%	192.8%	111.3%	51.9%
					P/E	270.57	120.11	56.84	37.42
					P/B	22.71	19.96	15.89	12.14
					EV/EBITDA	242	97	47	31
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	65	15	-160	344					
投资活动现金流	-44	-232	-248	-148					
筹资活动现金流	-30	164	538	-47					
现金净增加额	-10	-54	130	149					
折旧和摊销	30	32	43	55					
资本开支	123	250	250	150					
营运资本变动	-83	-348	-895	-751					

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>