新能源与汽车研究中心

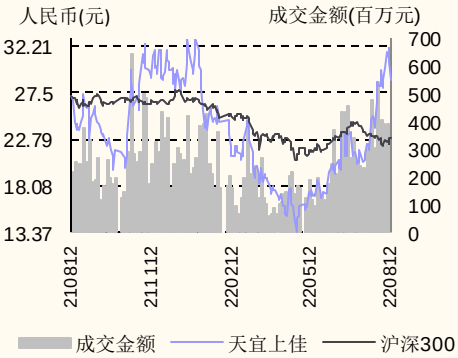
天宜上佳 (688033.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）: 28.70 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.50
已上市流通 A 股(亿股)	4.50
总市值(亿元)	129.13
年内股价最高最低(元)	33.28/13.49
沪深 300 指数	4191
上证指数	3277



相关报告

1.《下游客户认证顺利，碳基复材持续发力-天宜上佳 22H1 业绩预告...》，2022.7.23

2.《公司更新定增预案，碳基复材成长可期-天宜上佳定增项目点评》，2022.5.8

3.《平台化高端材料供应商，碳基复材进入爆发期-天宜上佳首次覆盖报...》，2022.5.4

满在朋 分析师 SAC 执业编号：S1130522030002
manzaipeng@gjzq.com.cn

碳基复材持续发力，多项业务进展顺利

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	415	671	1,234	1,820	2,440
营业收入增长率	-28.65%	61.68%	83.84%	47.51%	34.06%
归母净利润(百万元)	114	175	353	500	671
归母净利润增长率	-57.77%	53.05%	101.78%	41.75%	34.15%
摊薄每股收益(元)	0.255	0.390	0.785	1.112	1.492
每股经营性现金流净额	0.42	0.03	0.70	0.61	1.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.73%	6.76%	12.62%	16.15%	19.17%
P/E	56.25	84.76	36.58	25.80	19.23
P/B	2.66	5.73	4.61	4.17	3.69

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8 月 12 日，公司发布 2022 年半年报，2022 年上半年实现收入 4.03 亿元，同比增长 80.62%；归母净利润 0.72 亿元，同比增长 28.14%；扣非后归母净利润为 0.70 亿元，同比增长 28.85%，符合预期。

经营分析

- **碳基复材持续发力，收入占比超 6 成。**22H1 公司碳基复材、轨交闸片两大业务分别实现 2.64/0.77 亿元收入，收入占比分别为 65.63%/19.05%，其中碳基复材业务发展顺利，22Q2 碳基复材业务实现收入为 1.45 亿元，环比 22Q1 提升 22%。随着公司大型沉积设备在下半年逐步落地，碳基复材产能有望进一步提升，预计 22-24 年碳基复合材料年产量为 1020/1740/2250 吨，对应收入 6.2/10.3/13.0 亿元。
- **碳基复材下游客户认证顺利，已向多家头部硅片厂商供货，盈利能力维持高位。**22H1 公司在下游光伏制造商产品认证顺利，已向包括高景太阳能、晶科能源、晶澳能源、包头美科等 11 家光伏硅片制造商正式供货，另有 5 家光伏硅片企业正在试验验证中。根据近期公告披露，22 年 4-5 月光伏硅片厂商的订单比例接近 25%，下游光伏厂商验证顺利。从盈利能力来看，22H1 公司碳基复材业务毛利率达到 56.68%，继续维持较高盈利能力。
- **碳陶制动盘产品继续推进，已向多家车企完成样件交付。**根据公告披露，22H1 公司已与五家车企签定保密/合作协议，并已完成四家汽车厂商的样件交付，碳陶盘业务持续推进，根据公司前期测算，碳陶盘长期年产能有望达到 15 万套，对应年收入超 20 亿元。
- **军工板块喉衬业务顺利推进，子公司天力新陶与兵器集团签定协议。**根据公司公告，近日子公司天力新陶与兵器集团下属某单位签定《某型号碳基复合材料喉衬项目合作开发协议》，军工喉衬产品有望进入放量阶段。

投资建议

- 公司碳基复材业务持续发力，收入占比不断提升，我们看好公司未来业绩的高成长性，预计 2022-2024 年公司营业收入为 12.34/18.20/24.40 亿元，归母净利润为 3.53/5.00/6.71 亿元，对应 PE37/26/19X，维持“买入”评级。

风险提示

- 碳基复材投产不及预期风险、商誉减值风险、限售股解禁风险。

敬请参阅最后一页特别声明

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	**582**	**415**	**671**	**1,234**	**1,820**	**2,440**
增长率		-28.6%	61.7%	83.8%	47.5%	34.1%
主营业务成本	-138	-107	-256	-486	-741	-1,004
%销售收入	23.7%	25.7%	38.1%	39.4%	40.7%	41.1%
毛利	444	308	416	748	1,079	1,437
%销售收入	76.3%	74.3%	61.9%	60.6%	59.3%	58.9%
营业税金及附加	-7	-8	-7	-12	-18	-24
%销售收入	1.3%	1.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-34	-29	-33	-53	-77	-99
%销售收入	5.9%	6.9%	4.9%	4.3%	4.2%	4.0%
管理费用	-61	-90	-106	-152	-221	-293
%销售收入	10.5%	21.6%	15.8%	12.3%	12.1%	12.0%
研发费用	-41	-70	-69	-111	-164	-212
%销售收入	7.1%	16.8%	10.3%	9.0%	9.0%	8.7%
息税前利润（EBIT）	300	113	200	420	599	809
%销售收入	51.6%	27.2%	29.7%	34.0%	32.9%	33.1%
财务费用	19	33	19	-10	-22	-35
%销售收入	-3.2%	-7.9%	-2.8%	0.8%	1.2%	1.4%
资产减值损失	-1	-5	-8	-4	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-1	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	322	143	218	406	575	772
营业利润率	55.3%	34.4%	32.5%	32.9%	31.6%	31.6%
营业外收支	-5	-6	0	0	0	0
税前利润	317	137	218	406	575	772
利润率	54.5%	33.1%	32.5%	32.9%	31.6%	31.6%
所得税	-46	-27	-38	-53	-75	-100
所得税率	14.6%	19.7%	17.3%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	271	110	180	353	500	671
少数股东损益	0	-4	5	0	0	0
归属于母公司的净利润	**271**	**114**	**175**	**353**	**500**	**671**
净利率	46.5%	27.5%	26.1%	28.6%	27.5%	27.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	271	110	180	353	500	671
少数股东损益	0	-4	5	0	0	0
非现金支出	15	41	74	139	168	186
非经营收益	1	0	3	21	30	44
营运资金变动	-77	40	-243	-199	-426	-451
经营活动现金净流	**210**	**190**	**15**	**314**	**272**	**450**
资本开支	-185	-162	-611	-269	-276	-226
投资	0	-9	-131	0	0	0
其他	-3	-4	-7	0	0	0
投资活动现金净流	**-188**	**-176**	**-749**	**-269**	**-276**	**-226**
股权募资	975	0	8	0	0	0
债权募资	0	30	206	-130	330	107
其他	-139	-43	-31	-161	-231	-313
筹资活动现金净流	**836**	**-13**	**184**	**-291**	**99**	**-206**
现金净流量	**859**	**2**	**-550**	**-247**	**96**	**19**

资产负债表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,168	1,170	628	367	453	465
应收款项	491	430	658	914	1,349	1,808
存货	38	52	175	209	318	431
其他流动资产	66	74	116	95	144	195
流动资产	1,763	1,726	1,577	1,585	2,264	2,899
%总资产	68.9%	66.6%	47.3%	45.6%	53.1%	58.7%
长期投资	27	23	72	72	72	72
固定资产	629	657	1,224	1,467	1,560	1,585
%总资产	24.6%	25.3%	36.7%	42.2%	36.6%	32.1%
无形资产	113	135	291	311	330	349
非流动资产	794	867	1,760	1,890	2,000	2,042
%总资产	31.1%	33.4%	52.7%	54.4%	46.9%	41.3%
资产总计	**2,557**	**2,592**	**3,337**	**3,476**	**4,265**	**4,941**
短期借款	0	30	77	64	394	501
应付款项	129	63	194	249	379	513
其他流动负债	37	40	61	80	119	159
流动负债	166	133	332	393	892	1,173
长期贷款	0	0	190	190	190	190
其他长期负债	48	47	170	37	27	19
负债	**214**	**180**	**693**	**620**	**1,108**	**1,382**
普通股股东权益	**2,343**	**2,417**	**2,587**	**2,799**	**3,099**	**3,502**
其中：股本	449	449	449	449	449	449
未分配利润	538	592	733	944	1,245	1,647
少数股东权益	0	-5	57	57	57	57
负债股东权益合计	**2,557**	**2,592**	**3,337**	**3,476**	**4,265**	**4,941**

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.603	0.255	0.390	0.785	1.112	1.492
每股净资产	5.222	5.385	5.764	6.220	6.887	7.783
每股经营现金净流	0.469	0.424	0.033	0.699	0.606	1.004
每股股利	0.000	0.040	0.040	0.315	0.446	0.598
回报率						
净资产收益率	11.55%	4.73%	6.76%	12.62%	16.15%	19.17%
总资产收益率	10.59%	4.41%	5.24%	10.16%	11.73%	13.59%
投入资本收益率	10.93%	3.71%	5.66%	11.74%	13.94%	16.55%
增长率						
主营业务收入增长率	4.29%	-28.65%	61.68%	83.84%	47.51%	34.06%
EBIT增长率	-0.31%	-62.36%	76.85%	110.28%	42.77%	34.91%
净利润增长率	2.89%	-57.77%	53.05%	101.78%	41.75%	34.15%
总资产增长率	88.30%	1.37%	28.73%	4.16%	22.71%	15.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	207.0	333.0	256.1	260.0	260.0	260.0
存货周转天数	115.5	154.6	162.1	160.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	227.6	296.3	175.3	175.0	175.0	175.0
固定资产周转天数	241.1	459.0	494.5	320.1	225.6	157.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.84%	-47.25%	-13.64%	-3.96%	4.15%	6.35%
EBIT利息保障倍数	-16.1	-3.4	-10.7	43.0	27.3	23.3
资产负债率	8.37%	6.96%	20.76%	17.83%	25.99%	27.97%

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
买入	1	6	7	9	16
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.00**	**1.00**	**1.00**	**1.00**

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	2022-05-04	买入	16.00	22.28 ~ 22.28
2	2022-05-08	买入	15.60	22.28
3	2022-07-23	买入	25.05	N/A

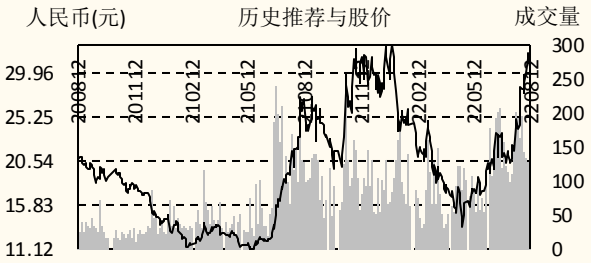
来源：国金证券研究所

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



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。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402