

天宜上佳 (688033.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

多项业务稳步推进,全年业绩符合预期

业绩简评

2月27日,公司发布22年全年业绩快报,22年公司实现收入9.85亿元(同比+46.73%)、归母净利润1.80亿元(同比+2.60%)、扣非后归母净利润1.31亿元(同比-21.46%);单Q4实现收入3.29亿元(同比+11%)、单Q4实现归母净利润0.56亿元(同比-26%),符合预期。

经营分析

受疫情反复、热场价格下行等因素影响,全年业绩增速放缓。根据公告,22年公司实现归母净利润1.80亿元,同比增长2.60%,增速下滑主要系:1)疫情影响轨交闸片需求:22年全国多个地区疫情反复,铁路旅客量大幅下滑,公司粉末冶金闸片属于车辆运营的耗材产品,高铁开行量减少会影响轨交闸片需求,进而影响轨交闸片业务收入。2)光伏热场领域碳基复材价格下行:根据我们测算,22年公司碳碳热场材料全年出货平均价格约为40万元/吨,相比21Q4下降约20万元/吨,碳碳热场价格下行对公司热场毛利率水平产生影响,影响业绩释放。3)德国联营公司受疫情影响计提减值费用。

收购晶熠阳进军石英坩埚行业,看好23年石英坩埚业务放量带来业绩增长。根据公告,22年11月公司出资2.7亿收购晶熠阳90%股权,正式进军石英坩埚赛道。子公司晶熠阳目前已经供货弘元新材料、晶澳科技、通威股份、晶科能源、高景太阳能等多家头部单晶硅厂商,根据公司的扩产规划,我们预计23年石英坩埚业务有望贡献5.5亿元收入。石英坩埚行业竞争格局良好,预计公司石英坩埚业务有望实现较好的盈利能力,石英坩埚产品放量有望为公司贡献业绩增量。

盈利预测、估值与评级

根据公告,我们调整公司收入、归母净利润预测,预计2022-2024年公司营业收入为9.85/19.97/27.01亿元,归母净利润为1.80/4.52/6.09亿元,对应PE为68/27/20X,维持“买入”评级。

风险提示

疫情反复导致高铁客运量下滑风险、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、新业务拓展不及预期风险。

机械组

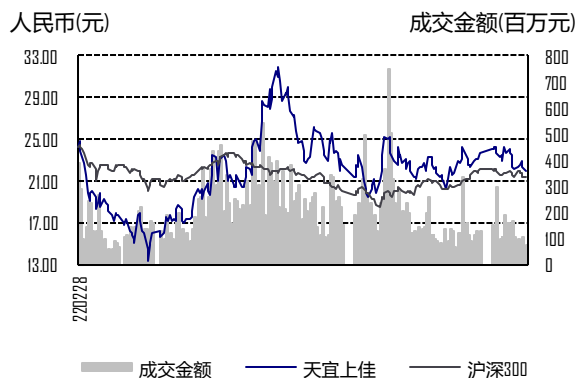
分析师:满在朋(执业S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价(人民币):21.94元

相关报告:

- 1.《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
- 2.《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
- 3.《轨交板块明显修复,碳基复材稳扎稳打-天宜上佳前三季度业绩预告...》,2022.10.18



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	985	1,997	2,701
营业收入增长率	-28.65%	61.68%	46.75%	102.71%	35.25%
归母净利润(百万元)	114	175	180	452	609
归母净利润增长率	-57.77%	53.05%	2.97%	151.04%	34.71%
摊薄每股收益(元)	0.255	0.390	0.321	0.806	1.085
每股经营性现金流净额	0.42	0.03	0.44	0.22	0.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.73%	6.76%	3.61%	8.59%	10.82%
P/E	56.25	84.76	68.36	27.23	20.21
P/B	2.66	5.73	2.46	2.34	2.19

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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	582	415	671	985	1,997	2,701
增长率		-28.6%	61.7%	46.7%	102.7%	35.3%
主营业务成本	-138	-107	-256	-427	-900	-1,243
%销售收入	23.7%	25.7%	38.1%	43.4%	45.1%	46.0%
毛利	444	308	416	558	1,097	1,458
%销售收入	76.3%	74.3%	61.9%	56.6%	54.9%	54.0%
营业税金及附加	-7	-8	-7	-11	-20	-27
%销售收入	1.3%	1.8%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%
销售费用	-34	-29	-33	-45	-80	-108
%销售收入	5.9%	6.9%	4.9%	4.6%	4.0%	4.0%
管理费用	-61	-90	-106	-177	-280	-351
%销售收入	10.5%	21.6%	15.8%	18.0%	14.0%	13.0%
研发费用	-41	-70	-69	-108	-180	-230
%销售收入	7.1%	16.8%	10.3%	11.0%	9.0%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	300	113	200	216	537	742
%销售收入	51.6%	27.2%	29.7%	21.9%	26.9%	27.5%
财务费用	19	33	19	6	1	-21
%销售收入	-3.2%	-7.9%	-2.8%	-0.6%	0.0%	0.8%
资产减值损失	-1	-5	-8	-5	-6	-4
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	217	532	717
营业利润率	55.3%	34.4%	32.5%	22.0%	26.6%	26.5%
营业外收支	-5	-6	0	0	0	0
税前利润	317	137	218	217	532	717
利润率	54.5%	33.1%	32.5%	22.0%	26.6%	26.5%
所得税	-46	-27	-38	-37	-80	-108
所得税率	14.6%	19.7%	17.3%	17.0%	15.0%	15.0%
净利润	271	110	180	180	452	609
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	180	452	609
净利率	46.5%	27.5%	26.1%	18.3%	22.7%	22.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	271	110	180	180	452	609
少数股东损益	0	-4	5	0	0	0
非现金支出	15	41	74	149	203	248
非经营收益	1	0	3	24	45	62
营运资金变动	-77	40	-243	-109	-576	-524
经营活动现金净流	210	190	15	244	124	396
资本开支	-185	-162	-611	-822	-499	-378
投资	0	-9	-131	-30	10	0
其他	-3	-4	-7	0	0	0
投资活动现金净流	-188	-176	-749	-852	-489	-378
股权募资	975	0	8	2,302	0	0
债权募资	0	30	206	46	491	-31
其他	-139	-43	-31	-96	-226	-306
筹资活动现金净流	836	-13	184	2,253	265	-337
现金净流量	859	2	-550	1,645	-99	-319

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	2,260	2,151	1,824
应收款项	491	430	658	973	1,479	2,001
存货	38	52	175	264	556	768
其他流动资产	66	74	116	112	193	258
流动资产	1,763	1,726	1,577	3,609	4,379	4,851
%总资产	68.9%	66.6%	47.3%	59.7%	61.5%	62.8%
长期投资	27	23	72	72	72	72
固定资产	629	657	1,224	1,851	2,135	2,256
%总资产	24.6%	25.3%	36.7%	30.6%	30.0%	29.2%
无形资产	113	135	291	311	330	349
非流动资产	794	867	1,760	2,434	2,736	2,870
%总资产	31.1%	33.4%	52.7%	40.3%	38.5%	37.2%
资产总计	2,557	2,592	3,337	6,043	7,115	7,721
短期借款	0	30	77	241	732	700
应付款项	129	63	194	401	670	890
其他流动负债	37	40	61	120	171	230
流动负债	166	133	332	762	1,573	1,820
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	989	1,790	2,030
普通股股东权益	2,343	2,417	2,587	4,997	5,268	5,634
其中：股本	449	449	449	561	561	561
未分配利润	538	592	733	841	1,112	1,478
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	6,043	7,115	7,721

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.603	0.255	0.390	0.321	0.806	1.085
每股净资产	5.222	5.385	5.764	8.901	9.385	10.036
每股经营现金净流	0.469	0.424	0.033	0.435	0.222	0.705
每股股利	0.000	0.040	0.040	0.128	0.322	0.434
回报率						
净资产收益率	11.55%	4.73%	6.76%	3.61%	8.59%	10.82%
总资产收益率	10.59%	4.41%	5.24%	2.98%	6.36%	7.89%
投入资本收益率	10.93%	3.71%	5.66%	3.27%	7.31%	9.58%
增长率						
主营业务收入增长率	4.29%	-28.65%	61.68%	46.75%	102.71%	35.25%
EBIT 增长率	-0.31%	-62.36%	76.85%	8.26%	148.67%	38.03%
净利润增长率	2.89%	-57.77%	53.05%	2.97%	151.04%	34.71%
总资产增长率	88.30%	1.37%	28.73%	81.09%	17.74%	8.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	207.0	333.0	256.1	350.0	260.0	260.0
存货周转天数	115.5	154.6	162.1	230.0	230.0	230.0
应付账款周转天数	227.6	296.3	175.3	330.0	260.0	250.0
固定资产周转天数	241.1	459.0	494.5	449.9	268.9	211.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.84%	-47.25%	-13.64%	-36.19%	-23.07%	-16.41%
EBIT 利息保障倍数	-16.1	-3.4	-10.7	-34.2	-839.8	35.9
资产负债率	8.37%	6.96%	20.76%	16.36%	25.15%	26.29%

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	2022-05-08	买入	15.60	22.28
2	2022-07-23	买入	25.05	N/A
3	2022-08-13	买入	28.70	N/A
4	2022-09-20	买入	22.82	N/A
5	2022-09-28	买入	23.63	N/A
6	2022-10-18	买入	22.26	N/A
7	2022-10-29	买入	19.89	N/A
8	2022-11-06	买入	25.26	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。

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	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：北京市东城区建国门内大街 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