

2023 年 11 月 14 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

饰面材料起家，内生外延打造健康人居生态链

—天安新材（603725.SH）公司事件点评报告

买入（首次）事件

分析师：黎江涛 S1050521120002
lijt@cfsc.com.cn
联系人：潘子扬 S1050122090009
panzy@cfsc.com.cn

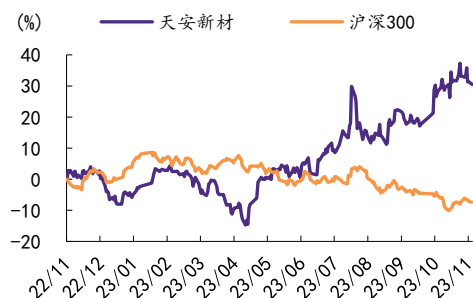
天安新材 10 月 20 日发布 2023 年三季报：前三季度实现营业收入 22.28 亿元/yoy+14.26%，实现归母净利润 0.75 亿元/yoy+302.58%。

基本数据

2023-11-14

当前股价（元）	10.04
总市值（亿元）	22
总股本（百万股）	218
流通股本（百万股）	205
52 周价格范围（元）	6.28-10.61
日均成交额（百万元）	33.2

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

投资要点

■ 业绩触底回升，拐点已现

公司 2023 年第三季度实现营收 8.63 亿元/yoy+21%/qoq+4%，实现归母净利润 0.38 亿元/yoy+1258%/qoq+31%，公司业绩高速增长，主要由于公司 2022 年同期受地产大客户影响，计提信用减值损失 0.29 亿元，刨除该项影响，公司第三季度归母净利润同比增长 19%，与收入增速保持同步。

公司收入自 2020 年以来高速增长，由 2020 年 8.7 亿元增长至 2022 年 27.2 亿元，主要得益于公司于 2021 年并表浙江瑞欣、鹰牌公司。然而公司归母净利润在过去两年持续亏损，核心原因在于对地产大客户计提大额信用减值，此外，收购的鹰牌公司受疫情及地产行业下行影响业绩不及预期，公司计提部分商誉减值。展望未来，公司信用及商誉减值已计提充分，轻装上阵，且各子公司协同效应有望逐步显现，公司经营拐点已现，有望迎中长期向上机会。

■ 内生外延扩张产品品类，健康人居生态布局渐成

公司成立于 2000 年，并于 2004 年进入家居饰面材料市场，2010 年进入汽车内饰市场，以高分子复合饰面材料为主体的业务格局初步形成。公司上市后成立天安集成向泛家居领域探索延伸，并于 2021 年收购浙江瑞欣、鹰牌陶瓷，2023 年成立天汇建科，全生态布局正式打通，以饰面材料为基点，由墙板/地板等部品部件横向延伸至线，以鹰牌、瑞欣成熟渠道拓宽至面，实现泛家具领域产业链闭环融合。展望未来，天安新材各子公司有望协同发展、相互赋能，不断拓展公司在产品、研发、品牌、服务等方面的广度、深度，助力公司实现“打造健康人居生活的消费者品牌”的战略规划，实现盈利的中长期稳定增长。

■ 汽车内饰稳健发展，绑定优质客户保障中长期成长

公司 2023 上半年汽车内饰饰面材料业务实现营收 2 亿元/yoy+2.6%，占公司收入约 15%。公司汽车内饰业务主要产品

为 PVC、TPO 等饰面材料，广泛应用于乘用车、客车等的座椅革、仪表板、门板、遮阳板、排挡罩、装饰板、顶棚、遮物帘等，与比亚迪、奇瑞、江淮、长安、埃安、小鹏、吉利、长城、Smart 等国内外知名车企保持稳定合作。我们认为，公司汽车内饰业务未来有望迎来众多市场机遇，助力公司持续增长：1) 公司凭借服务、价格等优势，在合资主机厂中逐步替代外资，获得份额提升；2) 新势力在车型更新换代时内饰材料或将切换至 PVC，带动 PVC 材料在内饰材料中占比提升；3) 公司份额较高的自主品牌新能源板块迅速增长，带动公司整体市占率提升。综合而言，公司汽车内饰业务与优质客户深度合作，有望凭借市场端机遇，获得较高速增长。

■ 盈利预测

预计 2023/2024/2025 年公司归母净利润分别为 1.1/2.2/2.7 亿元，EPS 为 0.49/1.0/1.24 元，对应 PE 分别为 20/10/8 倍。基于公司打造健康人居生态链，汽车内饰迎发展良机，业绩拐点已现，我们看好公司中长期发展机会，给予“买入”评级。

■ 风险提示

汽车行业销量不及预期；汽车内饰业务增长不及预期；陶瓷行业需求不及预期；原材料价格超预期上行；竞争加剧风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	2,716	3,144	3,687	4,166
增长率（%）	31.6%	15.7%	17.3%	13.0%
归母净利润（百万元）	-165	108	217	271
增长率（%）	186.8%		101.6%	24.8%
摊薄每股收益（元）	-0.80	0.49	1.00	1.24
ROE（%）	-27.8%	13.7%	20.0%	18.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：					营业收入	2,716	3,144	3,687	4,166
现金及现金等价物	449	261	475	778	营业成本	2,155	2,467	2,874	3,242
应收款	555	646	758	856	营业税金及附加	19	22	27	30
存货	517	600	699	789	销售费用	218	198	221	250
其他流动资产	92	155	171	186	管理费用	155	157	173	183
流动资产合计	1,613	1,662	2,103	2,608	财务费用	47	27	21	13
非流动资产：					研发费用	104	116	136	150
金融类资产	10	60	60	60	费用合计	524	499	552	596
固定资产	646	626	600	567	资产减值损失	-90	-30	0	0
在建工程	25	26	10	4	公允价值变动	4	0	0	0
无形资产	187	178	168	160	投资收益	-13	10	5	5
长期股权投资	13	8	8	8	营业利润	-236	151	255	318
其他非流动资产	380	380	380	380	加：营业外收入	5	1	1	1
非流动资产合计	1,251	1,219	1,168	1,119	减：营业外支出	2	1	1	1
资产总计	2,864	2,881	3,271	3,727	利润总额	-232	151	255	318
流动负债：					所得税费用	-28	18	31	38
短期借款	666	466	466	466	净利润	-204	133	224	280
应付账款、票据	497	574	667	753	少数股东损益	-39	25	7	8
其他流动负债	657	657	657	657	归母净利润	-165	108	217	271
流动负债合计	1,821	1,698	1,791	1,877					
非流动负债：					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	331	301	301	301	成长性				
其他非流动负债	93	93	93	93	营业收入增长率	31.6%	15.7%	17.3%	13.0%
非流动负债合计	425	395	395	395	归母净利润增长率	186.8%		101.6%	24.8%
负债合计	2,246	2,093	2,186	2,271	盈利能力				
所有者权益					毛利率	20.7%	21.5%	22.1%	22.2%
股本	208	218	218	218	四项费用/营收	19.3%	15.9%	15.0%	14.3%
股东权益	619	788	1,085	1,456	净利率	-7.5%	4.2%	6.1%	6.7%
负债和所有者权益	2,864	2,881	3,271	3,727	ROE	-27.8%	13.7%	20.0%	18.6%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	78.4%	72.6%	66.8%	60.9%
净利润	-204	133	224	280	营运能力				
少数股东权益	-39	25	7	8	总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.1
折旧摊销	105	52	51	48	应收账款周转率	5.0	4.9	4.9	4.9
公允价值变动	4	0	0	0	存货周转率	4.4	4.1	4.1	4.1
营运资金变动	408	-110	-134	-117	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	274	101	147	220	EPS	-0.80	0.49	1.00	1.24
投资活动现金净流量	-49	-27	42	40	P/E	-12.6	20.3	10.1	8.1
筹资活动现金净流量	-149	-194	73	91	P/S	0.8	0.7	0.6	0.5
现金流量净额	77	-120	262	351	P/B	4.0	3.3	2.3	1.7

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 新能源组介绍

黎江涛：新能源组长，上海财经大学数量经济学硕士，曾就职于知名 PE 公司，从事一级及一级半市场，参与过新能源行业多个知名项目的投融资。2017 年开始从事新能源行业二级市场研究，具备 5 年以上证券从业经验，2021 年加入华鑫证券，深度覆盖电动车、锂电、储能、氢能、锂电新技术、钠电等方向。

潘子扬：伦敦大学学院硕士，2021 年加入华鑫证券。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。