

# 天宜上佳 (688033.SH)

## 成本优势兑现，多极发力业绩弹性可期

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	671	987	2,249	3,117	3,886
增长率 yoy (%)	61.7	47.1	127.8	38.6	24.7
归母净利润(百万元)	175	179	448	754	933
增长率 yoy (%)	53.1	2.4	150.1	68.4	23.7
ROE (%)	6.8	3.7	8.1	12.1	13.2
EPS 最新摊薄(元)	0.31	0.32	0.80	1.34	1.66
P/E(倍)	63.7	62.2	24.9	14.8	11.9
P/B(倍)	4.3	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

**事件:** 4月28日, 公司发布 2022 年年报与 2023 年一季度报, 2022 年公司实现营收 9.87 亿元, 同比增长 47.05%, 实现归母净利润 1.79 亿元, 同比增长 2.4%, 实现扣非归母净利润 1.38 亿元, 同比下降 17.64%, 全年表现符合预期。23 年一季度公司实现营收 3.11 亿元, 同比上升 79.45%, 实现归母净利润 0.45 亿元, 同比增长 32.16%, 业绩向好趋势渐显。

**成本优势兑现, 碳碳热场业务加速放量。**2022 年碳碳热场行业进入供需宽松阶段, 加上价格战影响, 光伏碳碳热场行情快速回落, 产品价格腰斩至当下的 35-40 万元/吨, 行业整体高毛利难以持续。公司作为碳碳热场领域的新兵, 积极采用大尺寸规格沉积炉设备, 叠加自身对于碳纤维处理以及自动化工艺的积累, 成本优势后发而至, 在产品价格下行周期, 全年碳基复合材料实现毛利率 51.87%, 达到行业领先水平。优秀的性价比支撑公司加速开拓客户, 目前已向高景太阳能、晶科能源、晶澳科技、阿特斯等 14 家光伏硅片制造商正式供货, 2022 年全年实现碳碳复合材料销量 1332 吨, 同比增长 526.95%, 量利表现均超预期。23 年一季度虽然受到行业淡季影响, 规划效应下降导致盈利承压, 但考虑到下游光伏硅片新产能将从 Q2 逐步落地, 我们对于后续碳碳热场的需求仍然保持信心, 公司的成本优势是行业下行周期中最重要的竞争因素, 在大尺寸设备、工艺持续升级的带动下, 乐观看好碳碳热场板块今年出货以及盈利表现。

**石英坩埚景气运行, 业绩贡献有望独占鳌头。**公司于 2022 年 11 月完成对光伏石英坩埚企业晶熠阳(现更名为新熠阳)的收购, 协同碳碳热场为客户提供更为全面综合的辅材服务, 形成差异化竞争优势。在上游高纯石英砂紧缺的影响下, 高质量的石英坩埚价格水涨船高, 预计一季度公司石英坩埚均价约为 1.3 万元, 单只净利超 3000 元, 而如今单只 36 寸石英坩埚价格已突破 2 万元, 以此测算单只坩埚净利可达 4000-5000 元, 产品盈利弹性继续放大。公司扩产节奏稳步推进彰显锁砂信心, 新熠阳计划从 4 条石英坩埚生产线扩至 8 条, 年化设计产能可达 8.6 万只, 同时计划内在四川江油完成 20 条石英坩埚生产线建设, 达产后江油石英坩埚年化设计产能为 21.6 万只, 预计公司光伏辅材全年产销两旺, 石英坩埚有望成为今年利润贡献最大的板块。

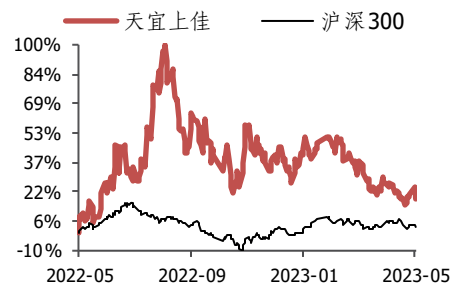
**轨交闸片修复可期, 静候碳陶刹车盘产业落地。**在新冠疫情反复扰动的影

### 买入 (维持评级)

#### 股票信息

行业	机械
2023 年 5 月 5 日收盘价(元)	18.93
总市值(百万元)	10,626.71
流通市值(百万元)	10,626.71
总股本(百万股)	561.37
流通股本(百万股)	561.37
近 3 月日均成交额(百万元)	118.13

#### 股价走势



#### 作者

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

联系人 吴念峻

执业证书编号: S1070122070011

邮箱: wunianjun@cgws.com

联系人 于振洋

执业证书编号: S1070122080010

邮箱: yuzhenyang@cgws.com

#### 相关研究

1、《光伏辅材协同共振, 碳陶刹车卡位先发, 多极增长蓄势腾飞—天宜上佳(688033)公司深度报告》  
2023-02-03

下，2022年高铁开行量及出行旅客人数明显下滑，公司传统轨交闸片业务表现承压，全年实现营收 2.26 亿元，同比下滑 46.53%，毛利率下滑 11.11 个 pct 至 58.07%。逆势之下公司持续强化技术与产品先发优势，在国铁集团组织的高铁动车组用粉末冶金闸片联合采购中获得较大份额，保持产品市场份额处于行业头部位置，有望充分享受高铁出行回暖的行业红利。碳陶刹车盘方面，新能源汽车推陈出新以及轻量化需求的迫切驱动车企加速相关布局，2022 年，公司已与 15 家汽车主机厂商及供应链客户建立碳陶制动盘项目合作关系，获得头部新能源车企重点车型碳陶盘量产项目定点，并取得两家车企合格供应商资格以及一家车企试制供应商资格。碳陶刹车在国内正处于由 0 到 1 的阶段，公司产能、技术、客户兼备，先发优势显著，看好天宜上佳在碳陶刹车盘领域的持续领先与长期成长。

**投资建议：**预计公司 2023-2025 年实现营收分别为 22.49 亿元、31.17 亿元和 38.86 亿元，实现归母净利润分别为 4.48 亿元、7.54 亿元和 9.33 元，同比增长 150.1%、68.4%、23.7%。对应 EPS 分别为 0.80、1.34、1.66，当前股价对应的 PE 倍数分别为 25X、15X、12X，维持“买入”评级。

**风险提示：**产能扩张不及预期；行业竞争加剧；下游需求不及预期；原材料价格波动风险等。

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1577	3718	4052	4478	5101
现金	628	2075	2212	2301	2586
应收票据及应收账款	599	1126	1299	1450	1721
其他应收款	9	24	41	55	60
预付账款	74	28	47	57	73
存货	175	294	311	488	495
其他流动资产	92	172	142	127	166
<b>非流动资产</b>	1760	3139	4080	4782	5391
长期投资	17	0	-0	-1	-1
固定资产	909	1714	2297	2835	3358
无形资产	161	177	182	189	200
其他非流动资产	673	1248	1601	1758	1834
<b>资产总计</b>	3337	6857	8132	9260	10492
<b>流动负债</b>	332	963	1697	2007	2350
短期借款	54	298	496	651	753
应付票据及应付账款	193	347	753	846	1027
其他流动负债	86	318	448	511	570
<b>非流动负债</b>	360	722	832	906	858
长期借款	190	590	742	805	754
其他非流动负债	170	132	90	101	104
<b>负债合计</b>	693	1684	2529	2914	3209
少数股东权益	57	60	65	76	103
股本	449	561	561	561	561
资本公积	1272	3492	3492	3492	3492
留存收益	865	1026	1421	2096	2936
归属母公司股东权益	2587	5112	5538	6270	7181
<b>负债和股东权益</b>	3337	6857	8132	9260	10492

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	15	-35	752	673	1006
净利润	180	190	453	766	959
折旧摊销	61	107	104	136	168
财务费用	-19	9	-16	15	24
投资损失	1	2	-0	1	1
营运资金变动	-243	-387	237	-216	-105
其他经营现金流	34	45	-26	-28	-42
<b>投资活动现金流</b>	-749	-1333	-1045	-838	-777
资本支出	611	987	1080	825	784
长期投资	-50	0	0	0	0
其他投资现金流	-88	-346	35	-13	6
<b>筹资活动现金流</b>	184	2825	430	255	56
短期借款	24	244	198	155	102
长期借款	190	400	152	63	-51
普通股增加	0	113	0	0	0
资本公积增加	12	2219	0	0	0
其他筹资现金流	-42	-150	79	37	5
<b>现金净增加额</b>	-550	1457	137	90	285

**利润表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	671	987	2249	3117	3886
营业成本	256	486	1210	1599	1967
营业税金及附加	7	11	25	35	43
销售费用	33	32	76	109	140
管理费用	106	134	281	351	400
研发费用	69	94	214	268	361
财务费用	-19	9	-16	15	24
资产和信用减值损失	-2	-19	-26	-49	-53
其他收益	9	18	7	8	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	-2	0	-1	-1
资产处置收益	0	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	218	199	509	825	1054
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	3	3	2	3
<b>利润总额</b>	218	197	506	824	1051
所得税	38	7	53	58	92
<b>净利润</b>	180	190	453	766	959
少数股东损益	5	11	5	11	26
<b>归属母公司净利润</b>	175	179	448	754	933
EBITDA	276	298	600	960	1222
EPS (元/股)	0.31	0.32	0.80	1.34	1.66

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	61.7	47.1	127.8	38.6	24.7
营业利润 (%)	52.5	-8.6	155.6	62.1	27.7
归属母公司净利润 (%)	53.1	2.4	150.1	68.4	23.7
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	61.9	50.8	46.2	48.7	49.4
净利率 (%)	26.8	19.2	20.2	24.6	24.7
ROE (%)	6.8	3.7	8.1	12.1	13.2
ROIC (%)	6.0	3.0	6.3	9.5	10.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	20.8	24.6	31.1	31.5	30.6
净负债比率 (%)	-9.2	-20.1	-13.2	-8.5	-9.9
流动比率	4.7	3.9	2.4	2.2	2.2
速动比率	3.9	3.4	2.1	1.9	1.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	1.4	1.3	2.0	2.3	2.5
应付账款周转率	2.1	1.8	2.2	2.0	2.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.31	0.32	0.80	1.34	1.66
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.03	-0.06	1.34	1.20	1.79
每股净资产 (最新摊薄)	4.61	9.11	9.87	11.17	12.79
<b>估值比率</b>					
P/E	63.7	62.2	24.9	14.8	11.9
P/B	4.3	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	39.8	34.1	17.4	11.1	8.6

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126  
传真：021-31829681  
网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编：100044  
传真：86-10-88366686