

天奈科技 (688116)

证券研究报告

2023年04月23日

23Q1 利润率下降明显，看好后续单壁管放量

22年：实现收入18.4亿元，YOY+40%，归母净利润4.2亿元，YOY+43%，扣非净利润3.9亿元，YOY+51%，综合毛利率35%，同比增加1.1pct，净利率23%，同比增加0.9pct，经营活动现金流量净额1.1亿元，YOY+270%。

23Q1：实现收入2.8亿元，YOY-42%，QOQ-30%，归母净利润0.4亿元，YOY-60%，QOQ-59%，扣非净利润0.32亿元，YOY-66%，QOQ-63%，综合毛利率31%，同比下降1.0pct，环比下降6.4pct，净利率15%，同比下降6pct，环比下降10pct，经营活动现金流量净额0.4亿元，YOY+617%，QOQ-73%。

22年公司实现碳纳米管导电浆料销量4.6万吨，YOY+40%，收入18.05亿元，YOY+38%，碳管浆料单价3.9万元/吨，YOY-1%，毛利率35%，同比提升1pct，碳粉销量40吨，YOY+182%，单价18万元/吨，YOY-28%，毛利率58%，同比下降17pct。

23Q1 公司收入、毛利率、净利率同环比均下降明显。公司表示收入明显下滑系新能源汽车购置税补贴政策于上年年末到期，部分购车需求已于去年提前释放，本年一季度消费信心仍处于逐渐恢复的过程，新能源汽车销售较上年同期均出现了一定程度的下滑，从而导致动力锂电池等领域对碳纳米管导电浆料产品的需求出现下滑。利润率的下滑，我们认为原因或系：1) 销量下滑带来产能利用率下滑，影响毛利率；2) 收入下滑+期间费用正常增长，使得期间费用率明显增长。

往后看，单壁管放量可期，有望增强公司盈利能力。公司通过多年的技术研发积累，已掌握单壁碳纳米管规模化制备的工艺技术，公司将有效提升自身产能，提升产品质量，并实现单壁碳纳米管产品的产业化，有利于进一步加强公司在产品、技术、产能等各方面的优势，稳固自身在碳纳米管材料领域的领先地位。

考虑到公司23Q1业绩低于预期，我们下调公司23年归母净利润至4.2亿元（此前预测12亿元），预计24-25年实现归母净利润6.5、10亿元，同比增长53%，61%，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，碳纳米管渗透率提升不及预期，行业价格战超预期，新产品放量不及预期

投资评级

| | |
|-------|----------|
| 行业 | 电力设备/电池 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 54.62元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|--------------|
| A股总股本(百万股) | 232.52 |
| 流通A股股本(百万股) | 232.52 |
| A股总市值(百万元) | 12,700.30 |
| 流通A股市值(百万元) | 12,700.30 |
| 每股净资产(元) | 10.20 |
| 资产负债率(%) | 37.81 |
| 一年内最高/最低(元) | 183.00/54.21 |

作者

孙潇雅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《天奈科技-半年报点评:单吨盈利维稳，看好CNT技术迭代和强赛道延展性》2021-08-30
- 《天奈科技-季报点评:一季度表现亮眼，看好明年量利齐升》2021-04-30
- 《天奈科技-公司深度研究:深度2:核心问题解答》2020-08-22

| 财务数据和估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,319.96 | 1,841.53 | 2,507.31 | 3,745.00 | 5,205.55 |
| 增长率(%) | 179.68 | 39.51 | 36.15 | 49.36 | 39.00 |
| EBITDA(百万元) | 428.99 | 642.73 | 597.93 | 875.73 | 1,357.61 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 295.88 | 424.20 | 422.88 | 647.35 | 1,043.84 |
| 增长率(%) | 175.88 | 43.37 | (0.31) | 53.08 | 61.25 |
| EPS(元/股) | 1.27 | 1.82 | 1.82 | 2.78 | 4.49 |
| 市盈率(P/E) | 42.92 | 29.94 | 30.03 | 19.62 | 12.17 |
| 市净率(P/B) | 6.40 | 5.07 | 4.50 | 3.74 | 2.94 |
| 市销率(P/S) | 9.62 | 6.90 | 5.07 | 3.39 | 2.44 |
| EV/EBITDA | 79.13 | 27.17 | 20.96 | 13.81 | 8.96 |

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 218.01 | 689.86 | 1,920.50 | 2,742.12 | 2,985.69 | 营业收入 | 1,319.96 | 1,841.53 | 2,507.31 | 3,745.00 | 5,205.55 |
| 应收票据及应收账款 | 458.22 | 385.35 | 763.21 | 952.31 | 1,432.26 | 营业成本 | 872.86 | 1,197.50 | 1,692.21 | 2,516.64 | 3,487.72 |
| 预付账款 | 22.49 | 1.52 | 32.41 | 18.05 | 51.89 | 营业税金及附加 | 7.85 | 11.05 | 15.04 | 22.47 | 31.23 |
| 存货 | 162.38 | 215.57 | 318.52 | 475.78 | 625.01 | 销售费用 | 11.93 | 16.19 | 30.09 | 44.19 | 41.64 |
| 其他 | 738.46 | 1,149.74 | 948.77 | 997.40 | 1,034.45 | 管理费用 | 58.63 | 55.80 | 127.87 | 188.00 | 208.22 |
| 流动资产合计 | 1,599.56 | 2,442.04 | 3,983.42 | 5,185.66 | 6,129.30 | 研发费用 | 51.96 | 88.11 | 160.47 | 237.81 | 249.87 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 财务费用 | (4.18) | 32.52 | 30.00 | 32.00 | 35.00 |
| 固定资产 | 466.96 | 920.61 | 1,062.53 | 1,262.60 | 1,474.54 | 资产/信用减值损失 | (14.21) | 3.57 | (3.00) | (4.00) | (5.20) |
| 在建工程 | 345.28 | 395.07 | 499.70 | 618.74 | 709.90 | 公允价值变动收益 | 0.07 | 0.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 148.14 | 260.96 | 307.31 | 351.11 | 410.67 | 投资净收益 | 20.64 | 23.84 | 25.00 | 30.00 | 40.00 |
| 其他 | 30.33 | 44.06 | 31.16 | 34.80 | 36.31 | 其他 | (18.28) | (64.45) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 990.71 | 1,620.69 | 1,900.70 | 2,267.25 | 2,631.42 | 营业利润 | 332.68 | 476.49 | 473.63 | 729.89 | 1,186.67 |
| 资产总计 | 2,590.27 | 4,062.73 | 5,884.12 | 7,452.91 | 8,760.72 | 营业外收入 | 5.91 | 0.01 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 短期借款 | 40.04 | 90.06 | 1,200.00 | 1,400.00 | 1,500.00 | 营业外支出 | 1.25 | 1.66 | 1.45 | 6.54 | 6.54 |
| 应付票据及应付账款 | 429.01 | 455.79 | 463.04 | 1,061.42 | 1,109.10 | 利润总额 | 337.34 | 474.85 | 473.18 | 724.35 | 1,181.13 |
| 其他 | 69.18 | 36.55 | 68.71 | 68.66 | 78.64 | 所得税 | 42.57 | 47.53 | 47.32 | 72.44 | 129.92 |
| 流动负债合计 | 538.24 | 582.39 | 1,731.75 | 2,530.08 | 2,687.74 | 净利润 | 294.78 | 427.32 | 425.86 | 651.92 | 1,051.20 |
| 长期借款 | 0.00 | 100.02 | 1,000.00 | 1,100.00 | 1,200.00 | 少数股东损益 | (1.10) | 3.12 | 2.98 | 4.56 | 7.36 |
| 应付债券 | 0.00 | 752.07 | 250.69 | 334.26 | 445.67 | 归属于母公司净利润 | 295.88 | 424.20 | 422.88 | 647.35 | 1,043.84 |
| 其他 | 39.48 | 98.32 | 56.13 | 64.65 | 73.03 | 每股收益(元) | 1.27 | 1.82 | 1.82 | 2.78 | 4.49 |
| 非流动负债合计 | 39.48 | 950.42 | 1,306.82 | 1,498.90 | 1,718.71 | | | | | | |
| 负债合计 | 587.92 | 1,534.17 | 3,038.57 | 4,028.98 | 4,406.45 | 主要财务比率 | | | | | |
| 少数股东权益 | 19.35 | 22.47 | 25.07 | 29.06 | 35.48 | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 股本 | 232.23 | 232.52 | 232.52 | 232.52 | 232.52 | 成长能力 | | | | | |
| 资本公积 | 1,266.34 | 1,298.21 | 1,298.21 | 1,298.21 | 1,298.21 | 营业收入 | 179.68% | 39.51% | 36.15% | 49.36% | 39.00% |
| 留存收益 | 485.60 | 893.78 | 1,263.09 | 1,828.45 | 2,740.08 | 营业利润 | 168.31% | 43.23% | -0.60% | 54.11% | 62.58% |
| 其他 | (1.17) | 81.59 | 26.64 | 35.69 | 47.97 | 归属于母公司净利润 | 175.88% | 43.37% | -0.31% | 53.08% | 61.25% |
| 股东权益合计 | 2,002.35 | 2,528.57 | 2,845.54 | 3,423.93 | 4,354.27 | 获利能力 | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 2,590.27 | 4,062.73 | 5,884.12 | 7,452.91 | 8,760.72 | 毛利率 | 33.87% | 34.97% | 32.51% | 32.80% | 33.00% |
| | | | | | | 净利率 | 22.42% | 23.04% | 16.87% | 17.29% | 20.05% |
| | | | | | | ROE | 14.92% | 16.93% | 14.99% | 19.07% | 24.17% |
| | | | | | | ROIC | 39.12% | 36.36% | 22.30% | 25.87% | 39.02% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 22.70% | 37.76% | 51.64% | 54.06% | 50.30% |
| | | | | | | 净负债率 | -7.90% | 10.00% | 19.01% | 2.99% | 3.84% |
| | | | | | | 流动比率 | 2.92 | 4.18 | 2.30 | 2.05 | 2.28 |
| | | | | | | 速动比率 | 2.62 | 3.81 | 2.12 | 1.86 | 2.05 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 4.17 | 4.37 | 4.37 | 4.37 | 4.37 |
| | | | | | | 存货周转率 | 12.14 | 9.74 | 9.39 | 9.43 | 9.46 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.59 | 0.55 | 0.50 | 0.56 | 0.64 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 1.27 | 1.82 | 1.82 | 2.78 | 4.49 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 0.12 | 0.46 | 0.89 | 4.23 | 2.32 |
| | | | | | | 每股净资产 | 8.53 | 10.78 | 12.13 | 14.60 | 18.57 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 42.92 | 29.94 | 30.03 | 19.62 | 12.17 |
| | | | | | | 市净率 | 6.40 | 5.07 | 4.50 | 3.74 | 2.94 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 79.13 | 27.17 | 20.96 | 13.81 | 8.96 |
| | | | | | | EV/EBIT | 87.17 | 29.81 | 24.64 | 15.73 | 9.88 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 净利润 | 294.78 | 427.32 | 422.88 | 647.35 | 1,043.84 |
| 折旧摊销 | 39.75 | 57.16 | 89.30 | 106.83 | 126.75 |
| 财务费用 | 2.79 | 35.70 | 30.00 | 32.00 | 35.00 |
| 投资损失 | (21.49) | (24.18) | (25.00) | (30.00) | (40.00) |
| 营运资金变动 | (388.83) | (646.17) | (312.19) | 222.99 | (632.39) |
| 其它 | 102.06 | 257.68 | 2.98 | 4.56 | 7.36 |
| 经营活动现金流 | 29.06 | 107.50 | 207.98 | 983.74 | 540.55 |
| 资本支出 | 441.48 | 614.41 | 424.39 | 461.23 | 481.01 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (470.23) | (1,158.53) | (781.58) | (900.98) | (930.42) |
| 投资活动现金流 | (28.76) | (544.12) | (357.20) | (439.75) | (449.40) |
| 债权融资 | 14.96 | 850.38 | 1,488.75 | 351.16 | 273.28 |
| 股权融资 | 26.62 | 114.92 | (108.89) | (73.53) | (120.86) |
| 其他 | (49.61) | (34.41) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | (8.03) | 930.88 | 1,379.86 | 277.63 | 152.42 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (7.73) | 494.27 | 1,230.64 | 821.62 | 243.57 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |