

天宜上佳 (688033.SH)

强烈推荐 (维持)

22、23Q1 业绩符合预期，毛利承压，费用率优化

4月28日公司发布2022年报和2023Q1报告，2022年实现营收9.87亿元，同比+47.1%，归母净利润1.79亿元，同比+2.4%；其中第四季度，实现营收3.31亿元，同比+11.8%；归母净利润0.55亿元，同比-26.1%；2023Q1实现营收3.11亿元，同比+79.5%，归母净利润0.45亿元，同比+32.2%。

□ 2022Q4:

分别实现营收、归母净利润、扣非归母净利润3.31亿、0.55亿、0.20亿，同比+11.83%、-26.1%、-71.1%，环比+30.49%、+7.1%、-57.4%；

毛利率43.4%，同比-14.1pct，环比-10.1pct；

净利率17.4%，同比-9.6pct，环比-4.6pct。

□ 2022年:

分别实现营收、归母净利润、扣非归母净利润9.87亿、1.79亿、1.38亿，同比+47.1%、+2.4%、-17.6%；

毛利率50.8%，同比-11.1pct；

净利率19.2%，同比-7.6pct；

□ 非经常损益 4165万元:

1C/1CT股权投资全年减值1700万，其中Q4为1100万；

海淀场区搬迁+CRCC认证费用1200万，未来再发生是5年后；

股权激励费用1600万，其中Q4为300多万，23/24/25年分别为1300万、550万、110万。

□ 2023Q1:

分别实现营收、归母净利润、扣非归母净利润3.11亿、0.45亿、0.39亿，同比+79.5%、+32.2%、+20.0%，环比-5.9%、-18.1%、+90.2%；

毛利率36.3%，同比-21.7pct；

净利率16.6%，同比-4.0pct；

□ 轨交板块:

我们预计23年轨交出行恢复，收入+20%以上，毛利率回归60%以上。

□ 碳碳热场:

我们预计23年：①产能：约5000吨；其中3000吨23Q1末释放，2000吨23Q4释放；②出货目标：2500-3000吨；③价格：单吨30-35万，净利率30%。

□ 石英坩埚:

我们预计23年：①23M2出货3000只；②产能：徐州6条线，单线产能4.5-5万只；江油8条线下半年路线投产；新矸阳计划扩至8条线，年化设计产能8.6万只；③售价：36寸3月预计破2万，32/33寸1.3万左右，全年均价预计1.5万，净利率25%以上；④石英砂：徐州产线能够满足，继续拓展满足江油需求。

□ 国防军工:

我们预计23年瑞合科技能继续完成业绩对赌。

□ 天仁道和:

我们预计23年天仁道和实现微利，喉衬、树脂基构件放量。

□ 碳陶制动盘:

我们预计23年装车，并产生收入，23年是公司碳陶制动盘0-1元年。

□ 投资建议：轨交业务逐步恢复；热场价格战接近尾声、后发优势更加明显；石英坩埚盈高景气，盈利优异、首次年度并表；喉衬和树脂基结构件今年放量；碳陶制动盘有望于今年2季度末上车。目前来看公司基本面都在显著向好，一次性费用将显著减少，2023/2024/2025年预计盈利5.09/7.32/10.23亿元，分别对应21.2/14.8/10.6X PE，业绩弹性大，强烈推荐！

□ 风险提示：1、热场价格战超预期；2、石英坩埚涨价不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
------	------	------	-------	-------	-------

汽车零部件/机械
当前股价：19.27元

基础数据

总股本(万股)	56137
已上市流通股(万股)	56137
总市值(亿元)	108
流通市值(亿元)	108
每股净资产(MRQ)	9.2
ROE(TTM)	3.7
资产负债率	24.4%
主要股东	吴佩芳
主要股东持股比例	22.31%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-7	30
相对表现	-4	-21	27



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《天宜上佳(688033)——新材料应用专家，进军碳陶蓝海》2022-12-06

汪刘胜 S1090511040037

✉ wangls@cmschina.com.cn

胡小禹 S1090522050002

✉ huxiaoyu1@cmschina.com.cn

陆乾隆 研究助理

✉ luqianlong@cmschina.com.cn

营业总收入(百万元)	671	987	2073	3109	4353
同比增长	62%	47%	110%	50%	40%
营业利润(百万元)	218	199	562	806	1125
同比增长	53%	-9%	182%	44%	40%
归母净利润(百万元)	175	179	509	732	1023
同比增长	53%	2%	184%	44%	40%
每股收益(元)	0.31	0.32	0.91	1.30	1.82
PE	61.8	60.4	21.2	14.8	10.6
PB	4.2	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1577	3718	3724	5417	7530
现金	628	2075	2567	2890	3250
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	11	176	370	555	777
应收款项	588	950	1953	2930	4102
其它应收款	9	24	49	74	104
存货	175	294	623	953	1334
其他	166	200	422	635	889
非流动资产	1760	3139	3852	4516	5133
长期股权投资	17	0	0	0	0
固定资产	909	1714	2481	3194	3855
无形资产商誉	287	531	477	430	387
其他	546	895	893	892	891
资产总计	3337	6857	7576	9933	12663
流动负债	332	963	1165	2769	4439
短期借款	54	298	305	456	625
应付账款	193	347	755	1154	1616
预收账款	2	2	4	6	9
其他	83	316	406	560	737
长期负债	360	722	722	722	722
长期借款	190	590	590	590	590
其他	170	132	132	132	132
负债合计	693	1684	1887	3491	5161
股本	449	561	561	561	561
资本公积金	1272	3492	3492	3492	3492
留存收益	866	1060	1546	2256	3256
少数股东权益	57	60	90	133	193
归属于母公司所有者权益	2587	5112	5599	6309	7309
负债及权益合计	3337	6857	7576	9933	12663

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	15	(35)	(492)	(172)	(62)
净利润	180	190	539	775	1083
折旧摊销	61	107	179	229	276
财务费用	7	26	9	9	9
投资收益	0	0	(18)	(18)	(18)
营运资金变动	(229)	(318)	(1238)	(1203)	(1452)
其它	(4)	(40)	38	36	41
投资活动现金流	(749)	(1333)	(881)	(881)	(881)
资本支出	(611)	(987)	(900)	(900)	(900)
其他投资	(138)	(346)	18	18	18
筹资活动现金流	184	2825	(396)	1018	997
借款变动	33	565	(364)	1049	1029
普通股增加	0	113	0	0	0
资本公积增加	12	2219	0	0	0
股利分配	0	(18)	(22)	(22)	(22)
其他	139	(53)	(9)	(9)	(9)
现金净增加额	(550)	1457	(1768)	(36)	54

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	671	987	2073	3109	4353
营业成本	256	486	1057	1617	2264
营业税金及附加	7	11	23	35	49
营业费用	33	32	67	101	141
管理费用	106	134	207	311	435
研发费用	69	94	166	249	348
财务费用	(19)	9	9	9	9
资产减值损失	(8)	(38)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	9	18	18	18	18
投资收益	(1)	(2)	0	0	0
营业利润	218	199	562	806	1125
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	3	3	3	3
利润总额	218	197	559	804	1123
所得税	38	7	20	29	40
少数股东损益	5	11	30	43	60
归属于母公司净利润	175	179	509	732	1023

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	62%	47%	110%	50%	40%
营业利润	53%	-9%	182%	44%	40%
归母净利润	53%	2%	184%	44%	40%
获利能力					
毛利率	61.9%	50.8%	49.0%	48.0%	48.0%
净利率	26.1%	18.2%	24.6%	23.6%	23.5%
ROE	7.0%	4.7%	9.5%	12.3%	15.0%
ROIC	6.2%	4.4%	8.9%	11.0%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	20.8%	24.6%	24.9%	35.1%	40.8%
净负债比率	8.0%	13.9%	7.8%	16.5%	21.1%
流动比率	4.7	3.9	3.2	2.0	1.7
速动比率	4.2	3.6	2.7	1.6	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
存货周转率	2.3	2.1	2.3	2.1	2.0
应收账款周转率	1.4	1.1	1.2	1.1	1.0
应付账款周转率	2.1	1.8	1.9	1.7	1.6
每股资料(元)					
EPS	0.31	0.32	0.91	1.30	1.82
每股经营净现金	0.03	-0.06	-0.88	-0.31	-0.11
每股净资产	4.61	9.11	9.97	11.24	13.02
每股股利	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04
估值比率					
PE	61.8	60.4	21.2	14.8	10.6
PB	4.2	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	49.9	41.1	16.7	12.0	8.9

分析师承诺

敬请阅读末页的重要说明

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于同济大学。7年产业经历，2006年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续11年新财富最佳分析师入围。2008年获金融时报与Starmine全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010年获水晶球奖并获新财富第三名；2014年水晶球第一名、新财富第二名；2015年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016年金牛奖第二名；2017年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

陆乾隆，清华大学硕士，中南大学学士，4年金融从业经验，2年证券行业研究经验。2021年加入招商证券，重点覆盖新能源乘用车、零部件板块。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。