

天奈科技 (688116)

22 年报&23 年一季报点评: 低端产品竞争加剧, 业绩低于市场预期

买入 (维持)

2023 年 04 月 20 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,842	2,670	3,817	5,656
同比	40%	45%	43%	48%
归属母公司净利润 (百万元)	424	448	635	904
同比	43%	6%	42%	42%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.82	1.93	2.73	3.89
P/E (现价&最新股本摊薄)	37.01	35.05	24.72	17.37

关键词: #业绩不及预期

投资要点

- **公司年报符合预期、一季报低于预期。**公司 22 年营收 18 亿元, 同增 40%, 归母净利 4 亿元, 同增 43%, 扣非净利 4 亿元, 同增 51%, 毛利率 35%, 同增 1.1pct; 其中 Q4 营收 4 亿元, 环减 20%; 归母净利 1 亿元, 环减 20%, 毛利率 37%, 环增 1.3pct, 与业绩快报基本一致, 符合市场预期; 23 年 Q1 营收 2.8 亿元, 同减 42%, 归母净利 0.4 亿元, 同减 60%, 扣非净利 0.3 亿元, 同减 66%, 毛利率 31%, 低于市场预期。
- **22 年出货同增 40%、23 年预计增长 50%+、单位盈利承压。**公司 22 年浆料出货 4.6 万吨, 同增 40%, 其中 Q4 出货近 1.3 万吨, 环比微增, 23 年 Q1 出货 1.1 万吨, 环比下降 5-10%, 全年出货预计 7-8 万吨, 同增 50%+。盈利方面, 22 年单吨价格 3.9 万元(含税), 同比微降, 单吨扣非净利 0.85 万元, 同增 7%, 其中 Q4 单吨扣非净利 0.6-0.7 万元, 环降 20%, 主要受产品降价影响。公司 Q1 由于比亚迪需求好于行业, 一代产品收入占比提升至 40%, 导致 Q1 单吨价格环降 18%, 达 2.9 万吨(含税), 且产能利用率低, 单吨扣非净利 0.3 万元, 环降 60%。随二三代产品占比恢复, 预计 Q2 起盈利预计逐步恢复, 全年单吨利润预期 0.5 万元/吨+。
- **单壁碳管即将放量、布局新型正极贡献新增长点。**单壁碳管性能更优, 适配硅碳负极, 22 年公司单壁碳纳米管及其相关产品已实现部分出货, 目前将加快 2 万吨单壁导电浆料+500 吨单壁材料产能建设, 预计 24 年可大批量量产, 开始贡献利润。同时公司开发出将碳纳米管生长在磷酸铁锂、磷酸锰铁锂中形成新型正极材料, 拟与上海锦源晟、国城矿业合资规划 10 万吨产能, 总投资 30 亿元, 公司持股 70%, 其中一期 2 万将于 1H24 年投产, 未来有望成为新增长点。
- **22 年经营性现金流高增、存货维持高位。**22 年公司期间费用 1.9 亿元, 期间费用率 10%, 同增 1.5pct。22 年底存货 2.2 亿元, 较 Q3 末增长 42%, 公司 22 年年底粉体库存 0.1 万吨, 浆料库存 0.37 万吨, 整体维持高位; 应收账款 3.9 亿元, 较 22 年初减少 16%; 22 年经营活动净现金流净额 1 亿元, 同增 270%, 其中 Q4 经营性现金流 1.5 亿元, 同增 1938%。23 年 Q1 公司期间费用 0.5 亿元, 期间费用率 18%, 同增 10pct, 经营活动净现金流净额 0.4 亿元, 同增 617%。
- **盈利预测与投资评级:** 由于市场竞争加剧, 我们下调公司 23-25 年归母净利预测至 4.5/6.4/9 亿元 (原 23-24 年预测 5.0/9.1 亿元), 同比 +6%/42%/42%, 4 月 19 日收盘价对应 35/25/17xPE, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 下游需求不及预期; 2) 产品竞争加剧; 3) 新技术进展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	67.52
一年最低/最高价	63.51/183.00
市净率(倍)	6.62
流通 A 股市值(百万元)	15,699.82
总市值(百万元)	15,699.82

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.20
资产负债率(% ,LF)	37.81
总股本(百万股)	232.52
流通 A 股(百万股)	232.52

相关研究

《天奈科技(688116): 2022 年三季报点评: 三季度业绩符合预期, 碳管龙头盈利稳定》

2022-10-24

《天奈科技(688116): 2022Q3 预告点评: 三季度业绩符合预期, 碳管龙头盈利稳定【勘误版】》

2022-10-21

2022 年归母净利润 4.24 亿元，同比增长 43.37%，符合市场预期。2022 年公司营收 18.42 亿元，同比增长 39.51%；归母净利润 4.24 亿元，同比增长 43.37%；扣非净利润 3.95 亿元，同比增长 50.52%；公司此前快报 22 年归母净利润 4.11 亿元，年报业绩与业绩快报基本一致，符合市场预期。2022 年毛利率为 34.97%，同比增加 1.1pct；净利率为 23.2%，同比增加 0.87pct。

2022 年 Q4 公司归母净利润 0.96 亿元，环比减少 22.13%，符合市场预期。2022 年 Q4 公司实现营收 3.99 亿元，同比减少 2.22%，环比减少 20.33%；归母净利润 0.96 亿元，同比增长 4.52%，环比减少 22.13%，扣非归母净利润 0.87 亿元，同比增长 0.17%，环比减少 25.19%。盈利能力方面，Q4 毛利率为 37.49%，同比增长 4.76pct，环比增长 1.31pct；归母净利率 24.13%，同比增长 1.56pct，环比减少 0.55pct；Q4 扣非净利率 21.7%，同比提升 0.52pct，环比减少 1.41pct。

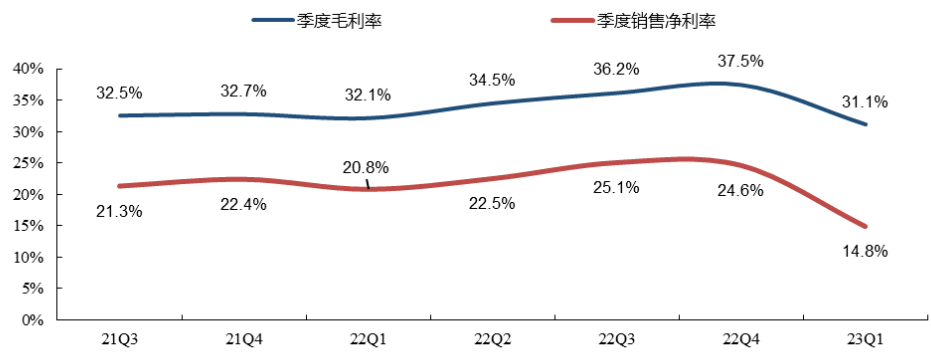
2023 年 Q1 公司归母净利润 0.4 亿元，同比减少 60.25%，不及市场预期。2023 年 Q1 公司实现营收 2.79 亿元，同比减少 41.99%，环比减少 30.18%；归母净利润 0.4 亿元，同比减少 60.25%，环比减少 58.76%，扣非归母净利润 0.32 亿元，同比减少 66.06%，环比减少 62.58%。盈利能力方面，Q1 毛利率为 31.06%，同比减少 1.03pct，环比减少 6.43pct；归母净利率 14.26%，同比减少 6.55pct，环比减少 9.88pct；Q1 扣非净利率 11.63%，同比减少 8.24pct，环比减少 10.07pct。

图1: 公司季度经营情况 (百万元)

	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	278.7	399.2	501.1	460.8	480.5
-同比	-41.99%	-2.22%	28.79%	51.57%	119.77%
毛利率	31.06%	37.49%	36.18%	34.49%	32.09%
归母净利润(百万)	39.7	96.3	123.7	104.2	100.0
-同比	-60.25%	4.52%	48.61%	55.04%	87.67%
归母净利率	14.26%	24.13%	24.69%	22.62%	20.80%
扣非归母净利润(百万)	32.4	86.6	115.77	97.03	95.49
-同比	-66.06%	0.17%	59.77%	66.39%	111.67%
扣非归母净利率	11.63%	21.70%	23.10%	21.06%	19.87%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2: 公司季度盈利能力 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

碳纳米管导电浆料收入保持增长, 碳纳米管粉体毛利率大幅下降。2022 年公司碳纳米管导电浆料收入 18.05 亿元, 同比增长 38%, 对应单吨均价 3.89 万元, 毛利率 34.9%, 同比增加 0.98pct; 碳纳米管粉体实现收入 0.07 亿元, 对应单吨均价 18.15 万元, 毛利率 58.4%, 同比减少 17.12pct, 盈利能力大幅下降。分公司看, BVI 天奈盈利 2983 万元, 同比上升 31.1%, BVI 天奈全资子公司江苏新纳盈利 124.53 万元, 同比增加 270.5%。

图3: 公司分业务拆分情况

	2022年				2021年	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	毛利率
碳纳米管导电浆料	18.05	38%	34.9%	0.98pct	13.08	33.91%
碳纳米管粉体	0.07	75%	58.4%	-17.12pct	0.04	75.56%
其他	0.25	400%	37.1%	41.36pct	0.05	-4.31%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 子公司经营情况

	2022年		2022H2	2022H1
	净利润 (万元)	同比	净利润 (万元)	净利润 (万元)
常州天奈	192.13	261.2%	90.67	101.46
新纳材料	1015.74	279.0%	669.34	346.40
BVI天奈	2983.27	31.1%	1553.80	1429.47
新纳环保	969.77	382.6%	1156.68	-186.91
江南石墨烯	-185.43	-224.9%	-187.56	2.13
江苏新纳	124.53	270.5%	57.47	67.06
深圳新源邦	-158.76	-	-158.76	0.00
成都天奈	-4.41	-	-4.41	0.00
眉山天奈	-11.05	-	-11.05	0.00
欧洲天奈	-21.07	-	-21.07	0.00

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2022年出货同增40%、2023年预计增长50%+、单位盈利承压。公司22年浆料出货4.6万吨，同增40%，其中Q4出货近1.3万吨，环比微增，23年Q1出货1.1万吨，环比下降5-10%，全年出货预计7-8万吨，同增50%+。盈利方面，22年单吨价格3.9万元(含税)，同比微降，单吨扣非净利0.85万元，同增7%，其中Q4单吨扣非净利0.6-0.7万元，环降20%，主要受产品降价影响。公司Q1由于比亚迪需求好于行业，一代产品收入占比提升至40%，导致Q1单吨价格环降18%，达2.9万吨(含税)，且产能利用率低，单吨扣非净利0.3万元，环降60%。随二三代产品占比恢复，预计Q2起盈利预计逐步恢复，全年单吨利润预期0.5万元/吨+。

单壁碳管即将放量、布局新型正极贡献新增长点。单壁碳管性能更优，适配硅碳负极，22年公司单壁碳纳米管及其相关产品已实现部分出货，目前将加快2万吨单壁导电浆料+500吨单壁材料产能建设，预计24年可大批量量产，开始贡献利润。同时公司开发出将碳纳米管生长在磷酸铁锂、磷酸锰铁锂中形成新型正极材料，拟与上海锦源晟、国城矿业合资规划10万吨产能，总投资30亿元，公司持股70%，其中一期2万将于1H24年投产，未来有望成为新增长点。

2022年公司期间费用合计1.93亿元，同比增长62.77%，费用率为10.46%，同比增长1.49pct。2022年销售费用0.16亿元，销售费用率0.88%，同比减少0.02pct；管理费用0.56亿元，管理费用率3.03%，同比减少1.41pct；财务费用0.33亿元，财务费用率1.77%，同比增加2.08pct；研发费用0.88亿元，研发费用率4.78%，同比增加0.85pct。公司2022年计提信用减值损失0.19亿元。

2023年Q1公司期间费用合计0.51亿元，同比增长28.08%，费用率为18.36%，同比增长10.04pct。2023年Q1销售费用0.03亿元，销售费用率1.18%，同比增0.77pct；管理费用0.16亿元，管理费用率5.91%，同比增3.16pct；财务费用0.09亿元，财务费用率3.27%，同比增2.1pct；研发费用0.22亿元，研发费用率7.99%，同比增4.01pct。公司2023年Q1计提信用减值损失0.05亿元。

图5：公司分季度费用率

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
销售费用	2.01	3.36	3.75	7.06	3.30
-销售费用率	0.42%	0.73%	0.75%	1.77%	1.18%
管理费用	13.21	10.08	13.27	19.24	16.48
-管理费用率	2.75%	2.19%	2.65%	4.82%	5.91%
研发费用	19.13	18.72	23.73	26.53	22.28
-研发费用率	3.98%	4.06%	4.74%	6.65%	7.99%
财务费用	5.59	9.22	8.81	8.89	9.11
-财务费用率	1.16%	2.00%	1.76%	2.23%	3.27%
期间费用	39.94	41.38	49.56	61.73	51.16
-期间费用率	8.31%	8.98%	9.89%	15.46%	18.36%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-1.37	1.75	2.34	0.85	5.05

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2022 年公司存货为 2.16 亿元，较年初增长 32.76%；应收账款 3.85 亿元，较年初减少 15.9%；期末公司合同负债 0.01 亿元，较年初减少 86.71%。2022 年公司经营活动净现金流净额为 1.08 亿元，同比上升 269.96%；投资活动净现金流净额为-5.44 亿元，同比减少 1792%；账面现金为 6.9 亿元，较年初增长 216.44%，在建工程 3.95 亿元，较年初增长 14%，短期借款 0.9 亿元，较年初增长 124.91%。

2023 年 Q1 公司存货为 2.23 亿元，较 23 年初增长 3.58%；应收账款 2.88 亿元，较 23 年初减少 25.18%；合同负债 0.01 亿元，较 23 年初减少 6.31%。2023 年 Q1 公司经营活动净现金流净额为 0.39 亿元，同比减少 617.08%；投资活动净现金流净额为 0.34 亿元，同比减少 105.86%；账面现金为 6.6 亿元，较年初减少 4.35%，在建工程 4.77 亿元，较年初增长 21%，短期借款 0.7 亿元，较年初减少 22.21%。

投资建议：由于市场竞争加剧，我们下调公司 23-25 年归母净利预测至 4.5/6.4/9 亿元(原 23-24 年预测 5.0/9.1 亿元)，同比+6%/42%/42%，4 月 19 日收盘价对应 35/25/17xPE，维持“买入”评级。

风险提示：1) 下游需求不及预期；2) 产品竞争加剧；3) 新技术进展不及预期。

天奈科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,442	2,589	3,264	4,501	营业总收入	1,842	2,670	3,817	5,656
货币资金及交易性金融资产	1,395	1,460	1,669	2,139	营业成本(含金融类)	1,197	1,942	2,798	4,219
经营性应收款项	809	691	975	1,438	税金及附加	11	16	23	34
存货	216	372	537	809	销售费用	16	21	30	43
合同资产	0	0	0	0	管理费用	56	75	103	141
其他流动资产	23	65	84	114	研发费用	88	107	149	212
非流动资产	1,621	2,273	2,954	3,589	财务费用	33	53	62	76
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	8	11	15	23
固定资产及使用权资产	922	1,419	1,936	2,398	投资净收益	24	32	38	57
在建工程	395	495	595	695	公允价值变动	1	0	10	10
无形资产	261	306	360	423	减值损失	4	-6	-11	-16
商誉	0	10	20	30	资产处置收益	0	3	4	6
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	476	496	708	1,009
其他非流动资产	43	43	43	43	营业外净收支	-2	4	5	5
资产总计	4,063	4,862	6,219	8,089	利润总额	475	500	713	1,014
流动负债	584	953	1,723	2,760	减:所得税	48	50	71	101
短期借款及一年内到期的非流动负债	91	100	498	919	净利润	427	450	642	913
经营性应付款项	456	739	1,065	1,606	减:少数股东损益	3	2	6	9
合同负债	1	4	6	8	归属母公司净利润	424	448	635	904
其他流动负债	36	110	154	226	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.82	1.93	2.73	3.89
非流动负债	950	950	950	950	EBIT	484	510	714	1,007
长期借款	100	100	100	100	EBITDA	544	628	912	1,263
应付债券	752	752	752	752	毛利率(%)	34.97	27.29	26.68	25.41
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	23.04	16.77	16.64	15.98
其他非流动负债	98	98	98	98	收入增长率(%)	39.51	45.01	42.92	48.21
负债合计	1,534	1,903	2,674	3,711	归母净利润增长率(%)	43.37	5.59	41.78	42.31
归属母公司股东权益	2,506	2,934	3,514	4,338					
少数股东权益	22	25	31	40					
所有者权益合计	2,529	2,959	3,545	4,379					
负债和股东权益	4,063	4,862	6,219	8,089					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	108	863	753	1,031	每股净资产(元)	10.44	12.28	14.77	18.32
投资活动现金流	-544	-731	-833	-823	最新发行在外股份(百万股)	233	233	233	233
筹资活动现金流	931	-67	278	252	ROIC(%)	15.73	12.43	14.59	16.41
现金净增加额	498	65	199	460	ROE-摊薄(%)	16.93	15.27	18.07	20.83
折旧和摊销	59	118	199	256	资产负债率(%)	37.76	39.15	42.99	45.87
资本开支	-424	-763	-871	-879	P/E (现价&最新股本摊薄)	37.01	35.05	24.72	17.37
营运资本变动	-416	242	-129	-206	P/B (现价)	6.47	5.50	4.57	3.69

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

