

天宜上佳 (688033. SH) / 新材料

证券研究报告/公司点评

2023年4月30日

**评级：增持（维持）**

市场价格：19.27

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师：韩宇

执业证书编号：S0740522040003

Email: hanyu@zts.com.cn

## 公司盈利预测及估值

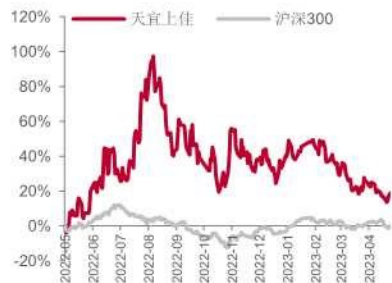
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	671	987	2,131	2,984	3,794
增长率 yoy	62%	47%	116%	40%	27%
净利润（百万元）	175	179	436	619	802
增长率 yoy	53%	2%	143%	42%	30%
每股收益（元）	0.31	0.32	0.78	1.10	1.43
净资产收益率	7%	3%	8%	10%	12%
P/E	61.8	60.4	24.8	17.5	13.5
P/B	4.2	2.1	2.0	1.8	1.6

备注：股价取自 2023 年 4 月 28 日收盘价

## 基本状况

总股本(百万股)	561
流通股本(百万股)	561
市价(元)	19.27
市值(百万元)	10,818
流通市值(百万元)	10,818

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

【公司点评】天宜上佳点评：国铁部署 23 年高增长目标；轨交闸片困境反转可期 20230105

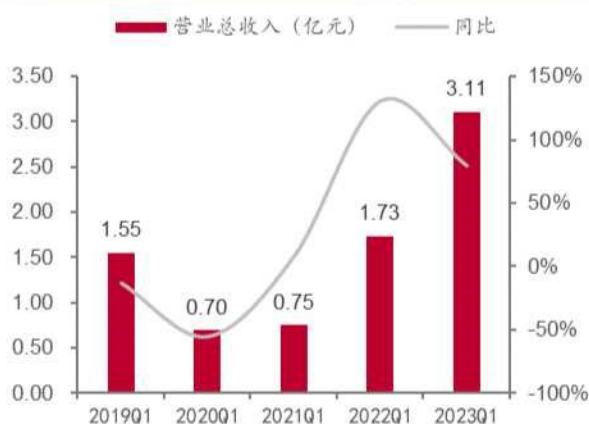
【公司深度】天宜上佳深度：三足鼎立的新材料平台，多业务协同与景气共振向上 20221226

## 投资要点

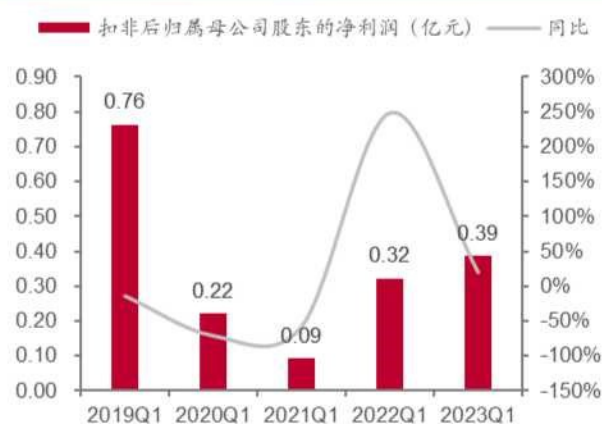
- **事件 1:** 公司发布 2022 年年报，报告期内实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 9.87、1.79、1.38 亿元，分别同比+47.05%、+2.4%、-17.64%。
- **事件 2:** 公司发布 2023 年一季报，报告期内实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 3.11、0.45、0.39 亿元，分别同比+79.45%、+32.16%、+19.99%。
- **碳碳热场：成本竞争力验证；成公司业绩主要贡献；23 年量增弹性大。** 22 年公司碳碳热场实现出货量、出货价格以及吨成本分别为 1332 吨、43.94 万元/吨、21.15 万元/吨，分别同比+ 526.95%、-28.11%、-13.11%。**出货量方面**，22 年公司 2000 吨热场产线稳定运行，已向高景太阳能、晶科能源、晶澳科技、美科太阳能、永祥光伏、宇泽半导体、阿特斯等 14 家光伏硅片制造商正式供货，热场出货量同比翻倍式大幅提升。**价格方面**，由于行业供给端提升速度较快，造成供需有所失衡，叠加下游硅片厂降本诉求，热场价格全年出现一定程度下降。**成本方面**，公司作为光伏热场行业的后起之秀，充分利用后发优势，推进沉积装备大型化、高温设备连续化、关键工序智能化、工序连接自动化等降本措施落地实施，产业链延伸方面，公司 22 年着力提升预制体自给率，并推进预制体智能化生产，将过往传统单点针刺升级为多点多工位智能针刺，有效提升了生产效率。**22 年碳碳热场实现收入 5.85 亿元，占公司营收的比例 59.29%，毛利率 51.87%，已成为对公司收入和利润贡献最大的板块。**展望 23 年内，在硅料降价的驱动之下，下游光伏装机及硅片生产依然将展现较高需求弹性（2023 年 1-3 月国内新增光伏装机 33.66GW，同比+155%），公司继续推进热场扩产，截止 23Q1 末产能已达 3500 吨，同时基于大规模沉积设备占比高的后发优势，能更好匹配热场大型化趋势，满足产品升级需要。伴随着产能落地、产品结构优化以及客户拓展，公司 23 年热场量增弹性将领先行业。
- **轨交闸片：困境反转在途，23 年量增带来盈利弹性。** 22 年轨交闸片业务板块销量、出货价和片成本分别为 16.08 万片、1402.92 元/片、588.18 元/片，分别同比-56.28%、-16.44%、+13.69%。销量大幅下滑主要是 22 年国内疫情强封控+多点频发，影响高铁出行需求，吨售价下滑一方面是受下游需求下滑影响，另一方面是行业价格竞争加剧。片成本有较明显上升，我们判断背后是产能利用率降低拉高生产成本，叠加 22 年原材料大幅涨价。22 年公司底部坚持投入，进一步拓宽了产品认证范围，截止 22 年末拥有 10 张 CRCC 核发的《铁路产品认证证书》及 7 张《铁路产品试用证书》，产品覆盖国内时速 160-350 公里动车组 33 个车型及交流传动机车车型，保持了在这一领域的市场龙头地位。23 年年初以来，疫情防控解除后居民出行需求大幅提升，随着高铁客流量的恢复，公司轨交闸片业务下游需求明显增长，作为行业龙头将充分受益国内出行需求的强复苏。
- **石英坩埚：行业高景气依旧，看好新熠阳 23 年量价齐升。** 22 年 11 月公司以 2.7 亿元收购新熠阳 90% 股权，切入光伏石英坩埚领域，新熠阳 22 年实现收入 1.51 亿，毛利率 44.47%，已纳入公司合并报表。23 年初以来，随着高纯石英砂价格的持续紧缺和价格上调，石英坩埚价格有进一步提升，行业处高景气阶段。收购新熠阳后公司一方面着力扩产建线，计划将产线由 4 条扩至 8 条，建成后总年化设计产能可达 8.6 万只，实现翻倍式产能扩张，另一方面，公司利用自身作为上市公司的经营管理优势，

推进新矽阳产品质量与经营能力提升，截止 23Q1 末新矽阳坩埚的使用寿命及单产排名已经位居行业头部水平，并且可与热场业务实现较强协同。行业高景气下公司推进产能翻倍式扩张，看好 23 年新矽阳量价齐升。

- **公司核心逻辑：**1) 碳碳复材行业供需格局偏宽松，公司凭借低成本、大尺寸产品以及领先行业的产能增幅攫取稳健高水平的盈利增长；2) 新进入高景气石英坩埚领域，大尺寸产品结构优势和原料保供能力共同保障新业务贡献高盈利弹性；3) 轨交闸片行业地位稳固，确定性受益 23 年铁路客运量修复；4) 碳陶制动盘百亿市场 23 年有望从 0 到 1，公司凭技术和成本优势掘第一桶金。
- **投资建议：**公司公布 22 年业绩，我们引入 25 年盈利预测，预计 23-25 年归母净利分别为 4.36、6.19、8.02 亿（调整前的 23-24 年归母净利润分别为 4.25、6.01 亿），调整前后的 23-24 年业绩基本相当。对应当前股价的 23-25 年 PE 分别为 25、17 和 13 倍。维持公司评级为“增持”。
- **风险提示：**热场产能扩张超预期；出行复苏不及预期；高纯石英砂供应风险；光伏装机不及预期；市场空间测算偏差；参考信息更新不及时；碳陶刹车盘渗透不及预期等。

**图表 1: 23Q1 营收 3.11 亿元, 同比+79.45%**


资料来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 2: 23Q1 扣非归母净利润 0.39 亿元**


资料来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 3: 23Q1 毛利率 36.26%, 同比-21.27pct**


资料来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 4: 19-23Q1 三大费用率**


资料来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 5: 23Q1 收现比为 99.76%**


资料来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 6: 23Q1 资产负债率 24.45%, 同比-4.28pct**


资料来源: wind, 中泰证券研究所

**图表7：天宜上佳核心财务数据**

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,075	1,960	1,740	1,890	营业收入	987	2,131	2,984	3,794
应收票据	176	0	0	0	营业成本	486	1,029	1,439	1,845
应收账款	950	1,157	1,596	2,021	税金及附加	11	23	33	42
预付账款	28	59	82	105	销售费用	32	70	98	125
存货	294	528	825	1,096	管理费用	134	301	421	536
合同资产	8	39	68	65	研发费用	94	213	298	341
其他流动资产	196	444	635	786	财务费用	9	-7	-9	1
流动资产合计	3,718	4,148	4,878	5,898	信用减值损失	-20	-20	-20	-20
其他长期投资	3	6	8	10	资产减值损失	-19	-19	-19	-19
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,714	1,889	1,901	1,863	投资收益	-2	-1	-1	-1
在建工程	569	769	919	1,169	其他收益	18	18	18	18
无形资产	177	190	203	213	营业利润	199	481	682	883
其他非流动资产	676	677	677	678	营业外收入	1	0	1	1
非流动资产合计	3,139	3,531	3,709	3,933	营业外支出	3	3	3	3
<b>资产合计</b>	<b>6,857</b>	<b>7,679</b>	<b>8,587</b>	<b>9,830</b>	利润总额	197	478	680	881
短期借款	298	20	20	20	所得税	7	17	25	32
应付票据	0	0	0	0	净利润	190	461	655	849
应付账款	347	734	1,028	1,317	少数股东损益	11	26	36	47
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	179	435	619	802
合同负债	2	38	54	68	NOPLAT	198	454	646	850
其他应付款	12	12	12	12	EPS (按最新股本摊薄)	0.32	0.78	1.10	1.43
一年内到期的非流动负债	66	66	66	66					
其他流动负债	238	436	585	731	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	963	1,307	1,765	2,214	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	590	640	570	650	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	47.1%	115.9%	40.1%	27.1%
其他非流动负债	132	132	132	132	EBIT增长率	3.3%	129.0%	42.3%	31.4%
非流动负债合计	722	772	702	782	归母公司净利润增长率	2.4%	143.2%	42.1%	29.5%
<b>负债合计</b>	<b>1,684</b>	<b>2,079</b>	<b>2,467</b>	<b>2,996</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	5,112	5,514	5,998	6,666	毛利率	50.8%	51.7%	51.8%	51.4%
少数股东权益	60	85	122	169	净利率	19.2%	21.6%	22.0%	22.4%
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,172</b>	<b>5,599</b>	<b>6,120</b>	<b>6,834</b>	ROE	3.5%	7.8%	10.1%	11.7%
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,857</b>	<b>7,679</b>	<b>8,587</b>	<b>9,830</b>	ROIC	3.7%	8.2%	10.8%	12.6%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	24.6%	27.1%	28.7%	30.5%
					债务权益比	21.0%	15.3%	12.9%	12.7%
					流动比率	3.9	3.2	2.8	2.7
					速动比率	3.6	2.8	2.3	2.2
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.1	0.3	0.3	0.4
					应收账款周转天数	280	178	166	172
					应付账款周转天数	200	189	220	229
					存货周转天数	174	144	169	187
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.32	0.78	1.10	1.43
					每股经营现金流	-0.06	1.14	0.55	1.05
					每股净资产	9.11	9.82	10.69	11.87
					<b>估值比率</b>				
					P/E	60	25	17	13
					P/B	2	2	2	2
					EV/EBITDA	115	58	43	35

来源：公司财报，中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。