

# 天奈科技（688116.SH）-2022 年报及 2023 年一季报点评

## 一季度盈利能力承压，单壁碳管放量在即

增持

### 核心观点

公司 2022 年实现净利润 4.24 亿元，同比+43%；2023Q1 实现净利润 0.40 亿元，同比-66%。公司 2022 年实现营收 18.42 亿元，同比+40%，对应 Q4 实现营收 3.99 亿元，同比-2%，环比-20%。公司 2022 年实现归母净利润 4.24 亿元，同比+43%，对应 Q4 实现归母净利润 0.96 亿元，同比+5%，环比-22%。公司 2023Q1 实现营收 2.79 亿元，同比-42%，环比-30%；实现归母净利润 0.40 亿元，同比-66%，环比-63%。

公司碳纳米管浆料销量稳步增长，储能场景营收具有较高增速。公司 2022 年碳纳米管浆料销量为 4.63 万吨，同比+40%；Q4 销量接近 1.3 万吨，环比略增。2022 年公司产品在动力电池场景营收 12.86 亿元，同比+34%；储能电池场景营收 3.29 亿元，同比+238%。我们估计 2023Q1 公司碳纳米管浆料销量约为 1.1 万吨，环比下降 12%以上。展望 2023 年，我们预计公司碳纳米管浆料销量有望达到 7 万吨以上，同比增长超 50%。

公司 2022Q4 以来降价策略导致盈利能力明显下滑。2022 年公司碳纳米管浆料吨净利约为 0.91 万元，同比+0.02 万元；Q4 碳纳米管浆料吨净利约为 0.77 万元，环比下降 0.2 万元以上。我们估计 2023Q1 公司碳纳米管浆料吨净利约为 0.36 万元，环比下滑明显。展望 2023 后续季度，伴随二三代产品销售占比回升，我们预计公司 2023 年浆料单吨净利有望达到近 0.5 万元/吨。

公司单壁碳管量产在即，有望成为新的业绩增长点。单壁碳管具有更优的电化学、力学性能，有望在硅负极体系、高端动力电池等领域广泛应用。公司是全球极少数具备单壁碳管量产能力的企业之一，目前已经实现部分出货，并有望在 2023Q3 开始大批量供应，该业务有望成为公司新的业绩增长点。

公司积极布局磷酸锰铁锂等新型正极业务，拓宽业务布局。4 月 20 日，公司控股子公司四川天奈锦城（持股 70%）投资 30 亿元建设年产 10 万吨正极基地，一二期分别规划 2/8 万吨。公司将碳纳米管制备技术和正极材料相结合，形成新型复合正极材料，进而提升锂电池性能，以此拓宽碳纳米管发展方向。

**风险提示：**电动车销量不及预期；投产进度不及预期；原材料涨价超预期。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“增持”评级。基于新能源车销量增速放缓的变化，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 4.38/6.99/9.84 亿元（原预测 2023-2024 年净利润为 8.73/13.98 亿元），同比+3/+60/+41%，EPS 分别为 1.88/3.01/4.23 元，当前 PE 为 29/18/13 倍，维持“增持”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,320	1,842	2,269	3,871	5,244
(+/-%)	179.7%	39.5%	23.2%	70.6%	35.5%
净利润(百万元)	296	424	438	699	984
(+/-%)	175.9%	43.4%	3.3%	59.5%	40.8%
每股收益(元)	1.27	1.82	1.88	3.01	4.23
EBIT Margin	24.0%	25.7%	19.9%	21.4%	23.4%
净资产收益率 (ROE)	14.8%	16.8%	14.8%	19.5%	22.2%
市盈率 (PE)	42.9	29.94	28.99	18.17	12.91
EV/EBITDA	37.2	26.9	26.4	16.5	12.3
市净率 (PB)	6.33	5.02	4.28	3.54	2.86

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

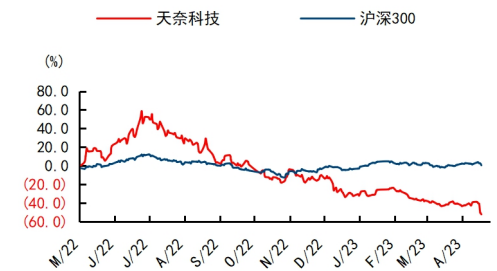
#### 电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺 联系人：李全  
010-88005313 021-60375434  
wangweiqi2@guosen.com.cn liquan2@guosen.com.cn  
S0980520080003

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	54.62 元
总市值/流通市值	12700/12700 百万元
52 周最高价/最低价	183.00/54.21 元
近 3 个月日均成交额	301.20 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

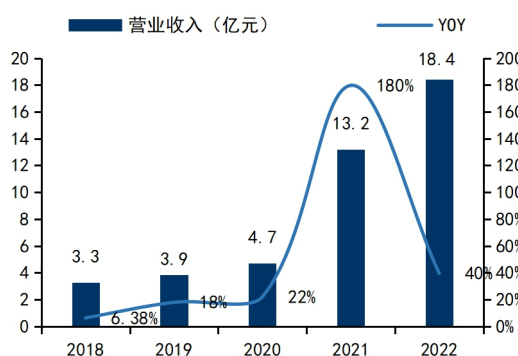
#### 相关研究报告

- 《天奈科技（688116.SH）-2022 年三季度业绩点评-销量稳步增长，高代产品销售占比逐步提升》——2022-10-24
- 《天奈科技（688116.SH）-2022 年中报业绩点评-产品结构持续优化，碳纳米管出货稳步提升》——2022-08-26
- 《天奈科技-688116-2021 年一季报点评：CNT 龙头护城河稳固，Q1 盈利超预期》——2021-04-29

公司 2022 年实现营收 18.42 亿元，同比+40%，对应 Q4 实现营收 3.99 亿元，同比-2%，环比-20%。公司 2022 年实现归母净利润 4.24 亿元，同比+43%，对应 Q4 实现归母净利润 0.96 亿元，同比+5%，环比-22%。公司 2022 年毛利率为 34.97%，同比+1.10pct；对应 Q4 毛利率为 37.49%，同比+4.76pct，环比+1.31pct。

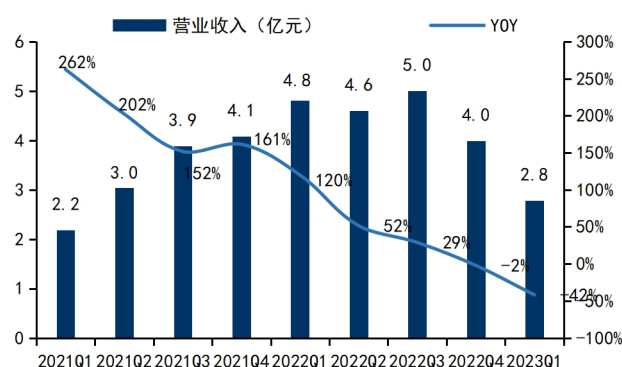
公司 2023Q1 实现营收 2.79 亿元，同比-42%，环比-30%；实现归母净利润 0.40 亿元，同比-66%，环比-63%。公司 2023Q1 毛利率为 31.06%，同比-1.03pct，环比-6.43pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



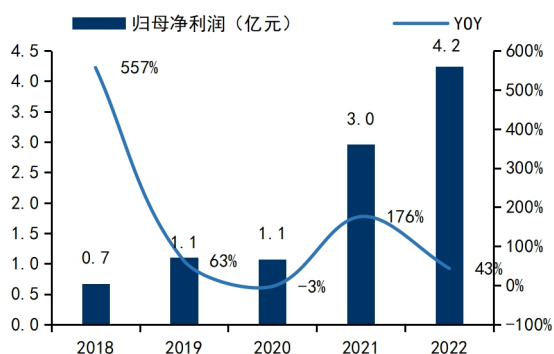
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



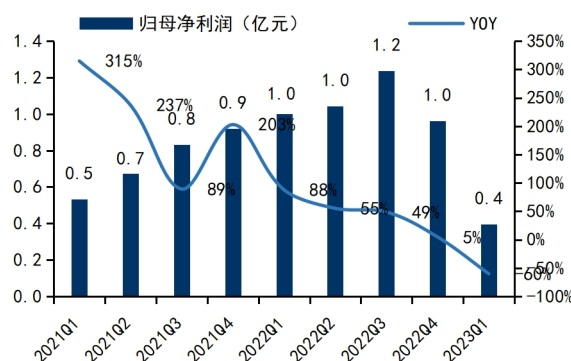
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

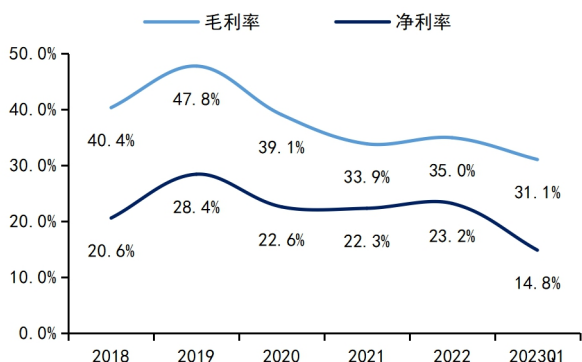


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司 2022 年期间费用率同比略增。**公司 2022 年期间费用率为 10.46%，同比+1.49pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 0.88%（-0.02pct）、3.03%（-1.41pct）、4.78%（+0.84pct）、1.77%（+2.09pct）。公司 2023Q1 期间费用率为 18.36%，同比+10.05pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 1.18%（+0.76pct）、5.91%（+3.16pct）、7.99%（+4.01pct）、3.27%（+2.11pct）。

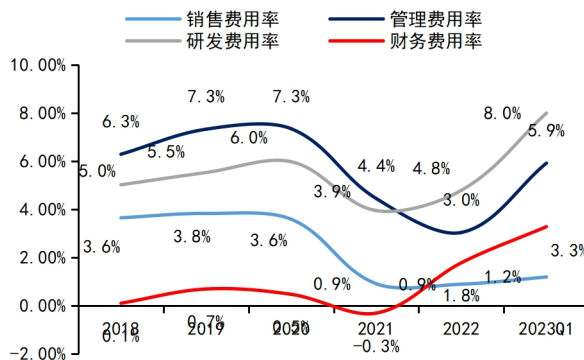
公司 2022 年底碳纳米管浆料库存为 0.37 万吨，存货为 2.16 亿元；2023Q1 末公司存货为 2.23 亿元。公司 2022 年冲回信用减值损失 0.04 亿元，2023Q1 冲回信用减值损失 0.05 亿元。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率变化情况



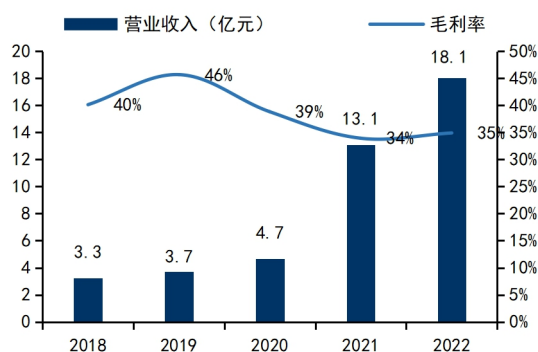
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司碳纳米管浆料销量稳步增长，储能场景营收具有较高增速。**公司 2022 年碳纳米管浆料销量为 4.63 万吨，同比+40%；Q4 销量接近 1.3 万吨，环比略增。分应用场景来看，2022 年公司产品在动力电池场景营收 12.86 亿元，同比+34%；毛利率为 34.51%，同比+1.48pct；储能电池场景营收 3.29 亿元，同比+238%，毛利率为 36.94%，同比+3.54pct；3C 电池场景营收 2.16 亿元，同比-13%；毛利率为 34.75%，同比-2.64pct。2022 年公司在国内碳纳米管浆料市场市占率为 40.3%，维持龙头地位。

我们估计 2023Q1 公司碳纳米管浆料销量约为 1.1 万吨，环比下降 12%以上，主要受到新能源车在 Q1 销量环比下降所致。展望 2023 年，伴随终端电动车销量稳步修复以及储能需求的持续提升，公司碳纳米管浆料销量有望达到 7 万吨以上，同比增长超 50%。

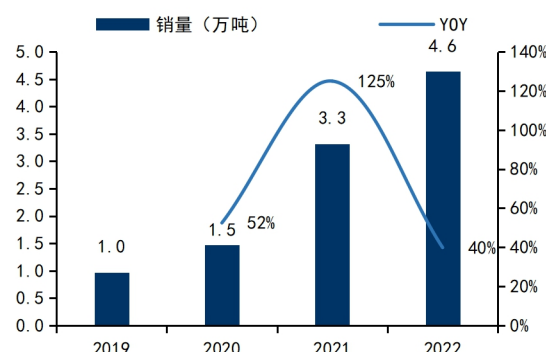
**公司 2022Q4 以来降价策略导致盈利能力明显下滑。**2022 年公司碳纳米管浆料吨净利约为 0.91 万元，同比+0.02 万元；Q4 碳纳米管浆料吨净利约为 0.77 万元，环比下降 0.2 万元以上，主要系降价策略对盈利能力产生消极影响。我们估计 2023Q1 公司碳纳米管浆料吨净利约为 0.36 万元，环比下滑明显，主要受到 2023Q1 一代产品销量占比提升、产能利用率环比下降等因素影响。展望 2023 年后续季度，主要客户需求提升有望带动二三代产品占比提升，或将推动盈利能力修复；我们预计 2023 年公司碳纳米管浆料单吨净利有望达到近 0.5 万元/吨。

图7: 公司碳纳米管导电浆料营收及毛利率 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司碳纳米管导电浆料销量 (万吨、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司单壁碳管量产在即，有望成为新的业绩增长点。**单壁碳管具有更优的电化学、力学性能，有望在硅负极体系、高端动力电池等领域实现广泛应用。公司是全球极少数具备单壁碳纳米管量产能力的企业之一，目前已经实现部分出货，并有望在 2023Q3 开始大批量供应，该业务有望成为公司新的业绩增长点。

**公司积极布局磷酸锰铁锂等新型正极业务，拓宽业务布局。**4 月 20 日，公司公告控股子公司四川天奈锦城（持股 70%）投资 30 亿元在四川眉山建设年产 10 万吨正极基地，一期规划 2 万吨，二期规划 8 万吨；一期在获得项目规划方案审批后 10 个月内完成建设；二期在一期项目投产后 4 个月内启动，且 2 年内建成投产。

公司与上海锦源晟成立两家合资公司，分别从事磷酸铁锂、磷酸锰铁锂新型正极材料以及正极前驱体业务，正极材料公司中天奈持股 70%、前驱体公司中天奈持股 30%。公司利用先进的碳纳米管制备技术和正极材料相结合，形成新型的复合正极材料，该新型正极材料将会提升锂电池的相关性能，将会是碳纳米管应用的一个重要发展方向。

#### 投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级

基于新能源车销量增速放缓的变化，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 4.38/6.99/9.84 亿元（原预测 2023-2024 年净利润为 8.73/13.98 亿元），同比+3/+60/+41%，EPS 分别为 1.88/3.01/4.23 元，当前 PE 为 29/18/13 倍，维持“增持”评级。

表 2：可比公司估值表（2023 年 4 月 23 日）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E	
688005	容百科技	67.12	302.63	2.03	3.00	3.77	4.83	33.01	22.36	17.82	13.91	买入
688116	天奈科技	54.62	127.00	1.27	1.82	1.88	3.01	43.01	30.01	29.05	18.15	增持
688683	莱尔科技	21.40	33.19	0.50	0.34	0.60	1.47	42.80	62.94	35.67	14.56	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	218	690	700	700	700	营业收入	1320	1842	2269	3871	5244
应收款项	458	385	516	891	1207	营业成本	873	1197	1621	2742	3625
存货净额	162	216	311	530	718	营业税金及附加	8	11	14	23	31
其他流动资产	184	445	486	822	1088	销售费用	12	16	19	32	42
<b>流动资产合计</b>	<b>1600</b>	<b>2442</b>	<b>2718</b>	<b>3649</b>	<b>4419</b>	管理费用	59	56	72	99	126
固定资产	812	1316	3941	6381	8634	研发费用	52	88	102	159	205
无形资产及其他	148	261	251	240	230	财务费用	(4)	33	0	81	161
投资性房地产	30	44	45	77	105	投资收益	21	24	30	25	25
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(14)	4	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2590</b>	<b>4063</b>	<b>6954</b>	<b>10348</b>	<b>13388</b>	其他收入	20	5	18	20	20
短期借款及交易性金融负债	60	91	2722	5295	7334	营业利润	333	476	489	781	1099
应付款项	429	456	237	393	507	营业外净收支	5	(2)	0	0	0
其他流动负债	49	36	76	125	162	<b>利润总额</b>	<b>337</b>	<b>475</b>	<b>489</b>	<b>781</b>	<b>1099</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>548</b>	<b>584</b>	<b>3035</b>	<b>5813</b>	<b>8004</b>	所得税费用	43	48	49	78	110
长期借款及应付债券	0	852	852	852	852	少数股东损益	(1)	3	2	4	5
其他长期负债	39	98	98	98	98	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>296</b>	<b>424</b>	<b>438</b>	<b>699</b>	<b>984</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>39</b>	<b>950</b>	<b>950</b>	<b>950</b>	<b>950</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>588</b>	<b>1534</b>	<b>3985</b>	<b>6764</b>	<b>8954</b>	净利润	296	424	438	699	984
少数股东权益	19	22	25	29	34	资产减值准备	(14)	4	0	0	0
股东权益	1983	2506	2944	3555	4399	折旧摊销	40	57	181	354	540
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2590</b>	<b>4063</b>	<b>6954</b>	<b>10348</b>	<b>13388</b>	公允价值变动损失	0	0	2	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(4)	33	0	81	161
每股收益	1.27	1.82	1.88	3.01	4.23	营运资本变动	(124)	(215)	(448)	(726)	(619)
每股红利	0.07	0.00	0.38	0.60	0.85	其它	(168)	(162)	(29)	60	141
每股净资产	8.62	10.87	12.77	15.41	19.07	<b>经营活动现金流</b>	<b>29</b>	<b>108</b>	<b>144</b>	<b>386</b>	<b>1047</b>
ROIC	23%	20%	9%	10%	11%	资本开支	(279)	(430)	(2795)	(2784)	(2783)
ROE	16%	19%	16%	21%	25%	其它投资现金流	250	(115)	31	(7)	(2)
毛利率	34%	35%	29%	29%	31%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(29)</b>	<b>(544)</b>	<b>(2765)</b>	<b>(2791)</b>	<b>(2785)</b>
EBIT Margin	24%	26%	20%	21%	23%	权益性融资	43	32	0	0	0
EBITDA Margin	27%	29%	28%	30%	34%	负债净变化	(39)	947	2631	2573	2039
收入增长	180%	40%	23%	71%	35%	支付股利、利息	(16)	(16)	0	(88)	(140)
净利润增长率	176%	43%	3%	60%	41%	其它融资现金流	(15)	95	2631	2573	2039
资产负债率	23%	38%	57%	65%	67%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(8)</b>	<b>931</b>	<b>2631</b>	<b>2405</b>	<b>1738</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>现金净变动</b>	<b>(8)</b>	<b>494</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	42.87	29.94	28.99	18.17	12.91	货币资金的期初余额	197	218	690	700	700
P/B	6.33	5.02	4.28	3.54	2.86	货币资金的期末余额	218	690	700	700	700
EV/EBITDA	37.25	26.86	26.38	16.49	12.27	企业自由现金流	(86)	(162)	(2656)	(2413)	(1758)
						权益自由现金流	(122)	4	(25)	88	136

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032