

天奈科技（688116.SH）

单壁管产品快速放量，盈利能力持续改善

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：王蔚祺 010-88005313
证券分析师：李全 021-60375434
联系人：王喆萱

◆ 电力设备 · 电池

wangweiqi2@guosen.com.cn
liquan2@guosen.com.cn
wangzhexuan@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市（维持）

执证编码：S0980520080003
执证编码：S0980524070002

事项：

12月1日，公司公告截至2025年11月30日，公司已累计回购114.24万股，累计回购金额超5569万元。

国信电新观点：1) 公司持续进行回购，彰显对中长期快速发展信心。2025年1月10日，公司通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的议案》，同意公司进行股份回购，回购资金总额约0.5-1.0亿元。截至2025年11月30日，公司回购金额已超过5569万元，彰显公司对于中长期快速发展的坚定信心。

2) 多壁碳纳米管表现稳健，领先地位稳固。我们估计2025年前三季度多壁碳纳米管出货量超5.3万吨，同比有所回落；其中Q3出货量1.7万吨左右，环比稳定。公司与国内外领先动力储能与消费电池企业合作多年，为客户的高能量密度、快充电池持续迭代新产品，市场份额多年位居行业榜首。

3) 公司单壁碳纳米管进入快速放量阶段，显著增益公司利润。2025年以来，公司单壁碳纳米管及其相关产品已开始批量出货，我们估计前三季度单壁浆料产品出货量超2600吨，其中Q3出货量约1600吨、环比翻倍增长。展望后续，伴随客户新一代电池产品陆续量产以及对快充等性能要求的持续提升，公司单壁碳纳米管产品将进入快速放量阶段，并显著增益公司利润。

4) 投资建议：维持优于大市评级。公司多壁管业务稳健增长、单壁管快速放量增益利润，各项业务持续向好。我们预计公司2025-2027年实现归母净利润分别为3.06/6.63/8.94亿元，同比+22%/+117%/+35%；EPS为0.83/1.81/2.44元；动态PE为59/27/20倍；维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 多壁碳管经营稳健，单壁管放量增益利润

公司多壁碳纳米管业务经营稳健，领先地位稳固。我们估计2025年前三季度多壁碳纳米管出货量超5.3万吨，同比有所回落，主要系公司进行结构调整、一代产品出货下降所致；其中Q3出货量1.7万吨左右，环比稳定。公司与国内外领先动力储能与消费电池企业合作多年，为客户的高能量密度、快充电池持续迭代新产品，市场份额多年位居行业榜首。

公司单壁碳纳米管进入快速放量阶段，显著增益公司利润。单壁碳纳米管管径更小、比表面积更高、导电性能更优，其在正极体系中能够提升电池能量密度、安全性、放电功率和极片附着力，在硅负极中能够实现更高硅碳的添加量，助力电池实现能量密度的新突破。2025年以来，公司单壁碳纳米管及其相关产品已开始批量出货，我们估计前三季度单壁浆料产品出货量超2600吨，其中Q3出货量约1600吨、环比翻倍增长。同时，单壁碳管制备难度高、可量产企业少，产品盈利能力可观、浆料产品单吨盈利有望超1万元。展望后续，伴随客户新一代电池产品陆续量产以及对快充等性能要求的持续提升，公司单壁碳纳米管产品将进入快速放量阶段，并显著增益公司利润。

公司持续拓展产品应用领域，丰富客户矩阵。在导电塑料领域，公司已经和 SABIC、Avient 和上海普利特等知名国际化工企业展开合作，取得了技术突破并已经基本完成了相关产品的商业化测试。在碳纳米管纤维方面，公司一方面独立研发干法纺丝工艺，随时具备量产可能；一方面与国内知名高校及研究机构合作，开发适合湿法纺丝工艺的特种单壁碳纳米管产品。未来碳纳米管纤维主要应用于人工肌肉，可穿戴设备，机器人传感器等领域。

◆ 盈利预测

碳纳米管导电浆料及粉体

公司碳纳米管浆料主要应用于锂电池、导电塑料等领域。近年来，锂电池对于高能量密度、快充等要求持续提升，碳纳米管需求收入有望稳中向好。同时，公司单壁碳管产品开始批量出货，带动收入快速提升。基于上述原因，我们假设公司 2025-2027 年碳纳米管导电浆料及粉体收入为 14.52/26.88/34.91 亿元。

毛利率方面，公司多壁管浆料出货结构持续优化、二三代产品出货占比提升，同时高盈利单壁碳管产品出货快速增长，助力盈利能力稳中向好。我们假设公司 2025-2027 年碳纳米管浆料及粉体毛利率为 38.3%/40.5%/41.0%。

正极材料及其他

公司开发的新型复合正极材料，能量密度高、循环稳定性优异，有望在 2026 年开始陆续出货，助推收入持续增长。我们假设公司 2025-2027 年正极材料及其他业务收入为 0.01/1.15/3.81 亿元。

毛利率方面，公司正极项目 2026 年投产后产能陆续爬坡，盈利能力有望持续向好。我们假设公司 2025-2027 年正极材料及其他业务毛利率为 60.0%/6.5%/10.1%。

综上所述，我们预计公司 2025-2027 年实现营收 14.5/28.0/38.7 亿元，同比+0%/+93%/+38%；毛利率分别为 38.3%/39.1%/37.9%。

表 1：主营业务拆分

	2024	2025E	2026E	2027E
碳纳米管浆料及粉体				
营业收入（亿元）	14.48	14.52	26.88	34.91
YoY		0%	85%	30%
毛利润（亿元）	5.09	5.57	10.90	14.31
毛利率（%）	35.2%	38.3%	40.5%	41.0%
正极材料及其他				
营业收入（亿元）	0.00	0.01	1.15	3.81
YoY		108%	11400%	231%
毛利润（亿元）	0.00	0.01	0.07	0.39
毛利率（%）	62.50%	60.00%	6.47%	10.13%
合计				
营业收入（亿元）	14.48	14.53	28.03	38.72
YoY		0%	93%	38%
毛利润（亿元）	5.09	5.57	10.97	14.69
毛利率（%）	35.2%	38.3%	39.1%	37.9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

费用率假设如下：

销售费用：考虑到公司正积极导入单壁管等新产品并持续开拓国内外客户，未来几年销售费用或小幅增长，但收入增长对费用率有望起到显著摊薄效果。由此，我们假设 2025-2027 年公司销售费用率为 1.00%/0.80%/0.75%。

管理费用：考虑到公司生产规模稳中有增，管理费用或稳步提升；而收入增长对费用率具有一定摊薄效果。由此，我们假设 2025-2027 年公司管理费用率为 5.70%/4.40%/4.10%。

研发费用：考虑到公司属于技术密集型行业，且需持续对产品进行迭代升级并开发新产品，研发费用仍将持续投入。由此，我们假设 2025-2027 年公司研发费用率为 7.65%/5.40%/5.10%。

综上所述，我们预计公司 2025-2027 年实现营收 14.5/28.0/38.7 亿元，同比+0%/+93%/+38%；毛利率分别为 38.3%/39.1%/37.9%；实现归母净利润分别为 3.06/6.63/8.94 亿元，同比+22%/+117%/+35%。

◆ 投资建议：维持“优于大市”评级

公司多壁管业务稳健增长、单壁管快速放量增益利润，各项业务持续向好。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 3.06/6.63/8.94 亿元，同比+22%/+117%/+35%；EPS 为 0.83/1.81/2.44 元；动态 PE 为 59/27/20 倍；维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

电动车销量与储能需求不及预期；单壁管产能建设进度不及预期；单壁管放量进展不及预期；碳纳米管行业竞争加剧等。

相关研究报告：

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E	
现金及现金等价物	1300	615	400	449	916	营业收入	1404	1448	1453	2803	3871
应收款项	656	790	498	922	1220	营业成本	932	939	896	1706	2402
存货净额	195	207	299	538	742	营业税金及附加	15	20	19	31	35
其他流动资产	336	199	179	341	480	销售费用	16	15	15	22	29
流动资产合计	2561	2472	2043	2923	4033	管理费用	70	82	94	134	170
固定资产	1989	2230	2745	2712	2581	研发费用	95	109	111	151	197
无形资产及其他	277	278	266	255	244	财务费用	30	22	32	38	33
投资性房地产	68	121	73	140	194	投资收益	97	5	10	10	10
长期股权投资	40	38	38	38	38	资产减值及公允价值变动	(0)	(4)	9	0	0
资产总计	4935	5139	5165	6069	7090	其他收入	15	28	37	36	31
短期借款及交易性金融负债	207	237	303	200	200	营业利润	356	286	351	766	1046
应付款项	771	653	371	728	944	营业外净收支	(5)	(6)	0	0	0
其他流动负债	74	56	49	97	140	利润总额	352	280	351	766	1046
流动负债合计	1053	949	723	1025	1284	所得税费用	52	31	46	103	152
长期借款及应付债券	997	1115	1115	1115	1115	少数股东损益	2	(1)	0	0	0
其他长期负债	111	112	112	112	112	归属于母公司净利润	297	250	306	663	894
长期负债合计	1107	1227	1227	1227	1227	现金流量表（百万元）					
负债合计	2160	2175	1950	2252	2511	净利润	297	250	306	663	894
少数股东权益	68	67	67	67	67	资产减值准备	(0)	(4)	9	0	0
股东权益	2707	2897	3149	3751	4512	折旧摊销	101	130	183	230	249
负债和股东权益总计	4935	5139	5165	6069	7090	公允价值变动损失	0	0	(10)	(5)	0
关键财务与估值指标						财务费用	30	22	32	38	33
2023	2024	2025E	2026E	2027E		营运资本变动	210	(144)	(68)	(420)	(384)
每股收益	0.86	0.73	0.83	1.81	2.44	其它	(309)	45	23	33	23
每股红利	0.30	0.16	0.17	0.36	0.49	经营活动现金流	299	276	443	501	783
每股净资产	8.07	8.60	8.77	10.41	12.49	资本开支	(590)	(402)	(687)	(187)	(107)
ROIC	7%	7%	8%	16%	20%	其它投资现金流	700	(779)	48	(62)	(43)
ROE	11%	9%	10%	19%	21%	投资活动现金流	110	(1181)	(639)	(249)	(150)
毛利率	34%	35%	38%	39%	38%	权益性融资	33	(68)	0	0	0
EBIT Margin	20%	20%	23%	27%	27%	负债净变化	179	231	66	(103)	0
EBITDA Margin	27%	29%	35%	36%	34%	支付股利、利息	(22)	(103)	(53)	(61)	(133)
收入增长	-24%	3%	0%	93%	38%	其它融资现金流	34	112	66	(103)	0
净利润增长率	-30%	-16%	22%	117%	35%	融资活动现金流	160	37	(19)	(203)	(166)
资产负债率	44%	42%	38%	37%	35%	现金净变动	569	(868)	(215)	49	467
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	690	1300	615	400	449
P/E	56.97	67.87	59.04	27.25	20.19	货币资金的期末余额	1300	615	400	449	916
P/B	6.10	5.73	5.61	4.73	3.94	企业自由现金流	(44)	(165)	(285)	289	656
EV/EBITDA	50.66	46.34	39.04	20.32	15.85	权益自由现金流	75	12	(247)	152	627

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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

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