

2026 年 07 月 15 日

分析师
王枫淇

(852) 3982 3217

wangfinley@dwzq.com.hk

8 英寸 SiC 衬底驱动盈利修复，新应用打开长期空间

买入（首次）

盈利预测与估值	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	1,465	2,078	2,682	3,144
同比（%）	(17)	42	29	17
归母净利润（百万元）	(209)	77	354	536
同比（%）	(216)	(137)	357	51
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	(0.43)	0.16	0.73	1.11
P/E（现价&最新股本摊薄）	(313.50)	838.16	183.43	121.16

投资要点

- **天岳先进是全球领先的碳化硅衬底厂商。**公司产品覆盖 6 英寸、8 英寸和 12 英寸碳化硅衬底，综合市占率接近 28%，其中 8 英寸市占率约 51%。公司从半绝缘衬底起步，逐步切入导电型功率衬底，并在大尺寸、高规格、车规级以上产品中形成较强先发优势。我们认为，公司已于 2026Q1 进入经营拐点阶段。2026Q1 随着 8 英寸产品快速放量，公司毛利率修复至接近 20%，8 英寸收入占比已提升至约 45%，盈利能力较 2025 年明显改善。进入 2026Q2，公司已针对部分客户新增产能以外的新增订单及加急订单提出涨价诉求，随着供需格局持续优化、产品结构改善以及 8 英寸产能释放，公司盈利修复有望进一步兑现。
- **8 英寸是公司 2026 年业绩修复的核心变量。**当前 8 英寸衬底供需明显供小于求，公司产能处于饱满状态，并已成为综合毛利率提升的主要动力。客户侧，英飞凌 2026 年订单量同比翻倍，是公司订单饱和度最高的海外客户；国内方面，公司在芯联集成 8 英寸衬底供应份额达 80%-90%，接近独供，中车 8 英寸每月出货稳定在 3000 多片，核心客户放量具备较强可见度。与此同时，公司已对部分新增订单和急单进行小双位数结构性涨价，反映行业底部确认和龙头定价能力增强，但短期增长主线仍是 8 英寸放量和产品结构升级。
- **6 英寸价格企稳提供盈利底部，成本下降和产能释放支撑中期修复。**2026Q1 公司 6 英寸产品价格未继续下探，行业价格调整阶段逐步接近尾声；随着 8 英寸高毛利产品占比提升，公司整体盈利能力有望进一步改善。公司持续推进生产工艺优化，长晶炉自研、长晶有效厚度提升、粉料提纯能力增强以及切磨抛损耗控制优化，有望推动单位固定产出资本开支和折旧压力下降。产能方面，临港基地预计 2026 年底前规划产能达到 96 万片/年，随着工艺成熟和设备效率提升，实际产出能力有望高于规划水平；济南二期将重点承接长晶环节，临港基地集中承担切磨抛等后段工序，通过生产环节优化进一步提升整体制造效率和成本竞争力。随着大尺寸产品放量、产能利用率提升以及单位成本下降，公司中期盈利能力仍具备持续修复空间。
- **盈利预测与投资评级：**公司收入增长主要由 8 英寸放量、核心客户订单增长、结构性涨价和临港产能释放驱动。我们预计 2026-2028 年营业收入分别约为 21/27/31 亿元，同比增长 42%/29%/17%，归母净利润分别约为 0.77/3.54/5.36 亿元。2026 年是公司 8 英寸放量和盈利兑现的关键验证期，若后续毛利率逐季改善、经营性利润转正且汇兑扰动下降，公司盈利弹性有望进一步释放。
- **风险提示：**8 英寸放量不及预期风险、6 英寸价格再次下行及毛利率修复不及预期风险、核心客户订单兑现不及预期风险、临港、济南及马来西亚产能爬坡不及预期风险。

市场数据

目标价（人民币）	158.22
一年最低/最高价（人民币）	55.91/188.88
目标价（港元）	109.75
一年最低/最高价（港元）	40.82/138.70
市净率（倍）	9.11
流通市值（百万元）	64,949.00

基础数据

每股净资产（元）	14.71
资产负债率（%）	25.13
总股本（百万股）	484.62
流通股（百万股）	202.48

相关研究

内容目录

1. 从 2025Q4 盈利低点到 2026Q1 经营拐点	3
2. 8 英寸供不应求，放量元年驱动毛利率修复	4
3. 结构性涨价与产能释放共振，龙头份额继续强化	6
4. 海外客户外采与新应用场景，打开长期盈利空间	8
5. 盈利预测与投资建议	10
6. 风险提示	11

1. 从 2025Q4 盈利低点到 2026Q1 经营拐点

■ 2025Q4 为盈利低点，2026Q1 毛利率快速修复

2025Q4 是公司阶段性盈利低点，2026Q1 则是经营拐点开始显现的关键季度。2025Q4 公司综合毛利率降至约-6%，主要受 6 英寸碳化硅衬底价格下行和单产品毛利亏损影响。当期公司出货仍以 6 英寸产品为主，而 6 英寸产品在行业价格下行和低端产能出清阶段首次出现毛利亏损，拖累整体盈利能力。考虑到公司是行业内 6 英寸产品亏损出现较晚、亏损幅度较小的厂商之一，我们认为 2025Q4 毛利率转负更多反映行业价格战进入深度出清阶段，而非公司竞争力恶化。

进入 2026Q1 后，公司综合毛利率由 2025Q4 约-6%提升至接近 20%，核心驱动来自 8 英寸产品快速放量和收入结构改善。2026Q1 不考虑 12 英寸产品的情况下，8 英寸收入占比已接近 45%，成为综合毛利率修复的主要来源。与此同时，6 英寸产品价格停止下行，对整体盈利的拖累已边际减弱。基于此，我们认为 6 英寸价格企稳确认盈利底部，8 英寸放量则决定盈利弹性。

■ 表观亏损受非经营因素扰动，经营层面接近盈亏平衡

从利润表看，2026Q1 公司表观仍亏损约 6,600 万元，但非经营性因素影响较大。其中，约 4,000-5,000 万元来自汇兑损失，约 1,100 万元来自资产及商誉减值计提，扣除上述影响后，经营性亏损仅几百万元，已基本接近盈亏平衡。由此判断，公司盈利压力已从 2025Q4 的产品毛利承压，切换为 2026Q1 的表观利润受汇兑和减值扰动；经营基本面已进入明显修复阶段。

展望后续，2026 年盈利兑现的核心在于三条主线：第一，8 英寸收入占比能否继续提升，并维持供不应求状态；第二，6 英寸毛利率能否在价格企稳和成本下降推动下逐步回到盈亏平衡；第三，汇兑损失和减值等非经营性扰动能否下降，使经营改善更顺畅地传导至净利润。若上述因素持续兑现，公司有望从 2026Q1 经营性亏损明显收窄，进一步走向全年盈利修复。

图1：从 25Q4 盈利低点到 26Q1 经营拐点的驱动框架



数据来源：公司数据，东吴证券（香港）

图2：6 英寸确认底部，8 英寸决定弹性



数据来源：公司数据，东吴证券（香港）

2.8 英寸供不应求，放量元年驱动毛利率修复

■ 8 英寸供需明显优于 6 英寸，收入结构进入切换期

2026 年是 8 英寸碳化硅衬底进入放量验证的关键年份。与 6 英寸产品仍承担销量基本盘和价格底部确认作用不同，8 英寸产品当前已处于明显供小于求状态，公司产能饱满，并成为带动综合毛利率修复的核心动力。2026Q1 不考虑 12 英寸产品的情况下，公司 8 英寸收入占比已接近 45%，而 6 英寸收入占比约 20%-30%，表明 8 英寸已从技术领先和客户验证阶段，进入收入贡献和盈利兑现阶段。

8 英寸放量并非单一应用需求驱动，而是下游器件制造能力成熟、单位芯片成本下降诉求和大尺寸衬底稳定供应能力提升共同作用的结果。当前下游多数客户仍具备 6 英寸器件制造能力，因此 6 英寸仍是销量主力；但随着头部器件厂 8 英寸工艺线逐步跑通，高规格 8 英寸衬底需求开始快速释放。相比 6 英寸，8 英寸对长晶、应力控制、片内均匀性、缺陷控制和批量交付一致性要求更高，能够稳定供货的厂商数量明显减少，行业集中度也随尺寸提升进一步提高。我们认为，8 英寸放量的核心不在于替代某一特定应用场景，而在于大尺寸产线成熟后对单位芯片成本和供应稳定性的系统性改善。

公司在 8 英寸领域的领先优势已开始转化为订单和盈利弹性。公司 8 英寸市占率约 51%，显著高于整体碳化硅衬底市占率，反映其在大尺寸产品中的竞争力更强。与此同时，公司长晶炉为自研体系，可兼容 6 英寸、8 英寸和 12 英寸衬底生产，叠加长晶有效厚度、粉料提纯能力和后道切磨抛损耗控制优势，有助于在 8 英寸放量阶段持续降低单位成本，并增强批量交付能力。我们认为，随着尺寸升级提升行业技术门槛，具备稳定批量交付能力的头部衬底厂商有望获得更高订单集中度。

■ 核心客户订单验证放量确定性，高规格订单提升盈利质量

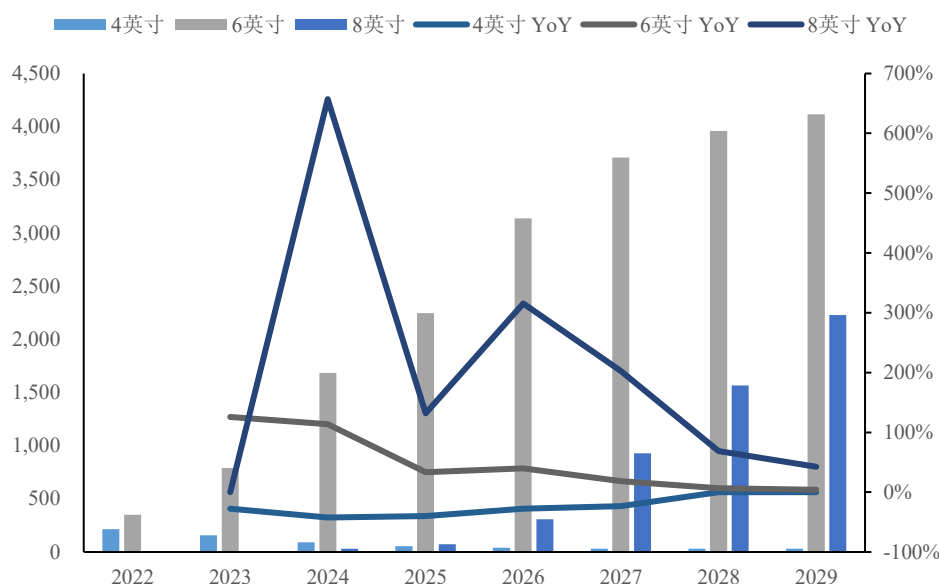
核心客户订单是 8 英寸放量最直接的验证。海外客户方面，英飞凌 2026 年订单量同比翻倍，是公司目前订单饱和度最高的客户。国内客户方面，公司在芯联集成 8 英寸衬底供应份额达 80%-90%，接近独供，每月出货量约 7,000 片；中车 8 英寸衬底每月出货量稳定在 3,000 多片。上述客户订单表明，公司 8 英寸产品已进入国内外头部客户批量供应阶段，而非单纯样品或小批量验证阶段。

在产能饱满背景下，公司订单选择也更加聚焦高规格和高盈利质量产品。公司当前主要服务前十大核心客户，覆盖市场核心订单和先进应用场景；由于 8 英寸产能供给紧张，公司已停止承接部分普通工业级 SBD 订单，相关需求外溢至其他厂商。我们认为，这一变化反映公司在产能有限阶段已具备一定订单选择权，并非单纯追求出货规模，产能分配正向车规级、MOS 级及以上高规格产品倾斜。该类产品对良率、技术均匀性和批量稳定交付能力要求更高，供需情况也优于低端工业级产品，有助于提升订单质量和盈利水平。

8 英寸放量对毛利率的拉动主要来自产品结构改善，而非单纯价格上涨。2026 年 5-6 月，公司已对部分新增订单和急单进行小双位数结构性涨价，但并非全线涨价。因此，当前盈利修复的核心仍是 8 英寸收入占比提升、核心客户订单放量和成本端持续优化。考虑到 2026Q1 公司 6 英寸产品价格虽已企稳但毛利率尚未转正，8 英寸高毛利产品放量对综合毛利率的拉动更加关键。我们认为，若后续 8 英寸收入占比继续提升，叠加临

港产能释放和成本下降，公司毛利率仍具备进一步修复空间。

图3：2024-2029 年，中国 8 英寸碳化硅衬底产能预计将以 134% 的 CAGR 增长，到 2029 年预计将达到 223 万片



数据来源：东吴证券（香港）预测

图4：8 英寸供不应求，核心客户放量推动盈利修复



数据来源：公司数据，东吴证券（香港）

3. 结构性涨价与产能释放共振，龙头份额继续强化

■ 结构性涨价确认行业底部，订单选择权向龙头集中

2026 年 5-6 月，公司已对部分新增订单和急单进行小双位数涨价。本轮价格调整并非全产品线涨价，而是针对产能外新增需求和交付紧迫订单的结构性调价，核心背景在于 8 英寸衬底供需明显偏紧、公司产能持续饱满。我们认为，结构性涨价的意义不在于短期 ASP 全面上行，而在于确认行业底部和龙头订单选择权提升。从产品结构看，6 英寸衬底当前整体供需处于紧平衡，低端 SBD 片和普通工业级产品仍有一定压力；8 英寸衬底则明显供小于求，车规级、MOS 级及以上高规格产品供需表现更优。在此背景下，公司已经停止承接部分普通工业级 SBD 订单，相关需求外溢至其他厂商，产能更多向高规格产品和核心客户倾斜。这一变化表明，公司在产能紧张阶段不再单纯追求出货规模，而是通过订单筛选提升产品结构和盈利质量。

客户粘性进一步强化了龙头份额。碳化硅衬底作为功率器件制造的关键上游材料，客户导入周期较长，一旦进入核心客户供应链，客户更换供应商的意愿较低。公司目前主要服务前十大核心客户，覆盖市场核心订单和先进应用场景；英飞凌、芯联集成和中车等核心客户的 8 英寸需求持续放量，也增强了公司在高规格衬底领域的订单确定性。我们认为，随着低端订单外溢、高规格订单集中，公司份额提升将更多来自产品结构升级和核心客户绑定，而非单纯价格竞争。

■ 临港产能释放与济南分工优化，支撑 8 英寸持续交付

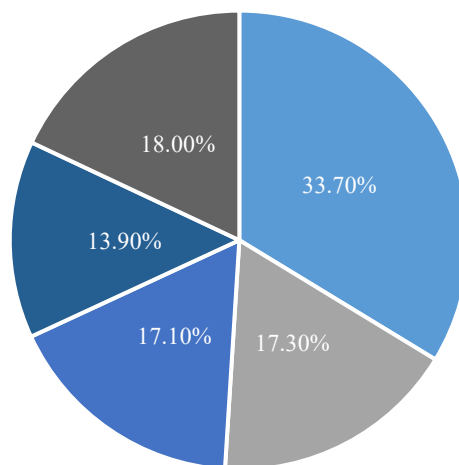
产能释放是公司承接 8 英寸需求、强化份额的关键基础。公司产能统计不做英寸折算，而是按实际产出片数计算；临港基地 2026 年底前规划产能为 96 万片/年，且由于长晶效率、工艺能力和生产组织持续优化，实际产能有望高于规划。临港基地将进一步承接切磨抛等后道环节，并成为公司 8 英寸产品规模化交付的重要基地。

济南基地则更多承担长晶和成本优化功能。济南一期老厂年产能在 20 万片以内，济南二期为政府代建工厂，2026 年仅实现小批量生产，后续规划将更多承接长晶环节。由于济南二期厂房无需公司计提折旧，公司主要承担设备折旧，有助于降低长期固定成本压力。与此同时，公司将切磨抛环节集中于临港，有助于形成“济南长晶、临港加工”的生产分工，进一步优化水电、折旧和生产效率。

马来西亚基地是海外安全产能的重要补充。该基地于 2026 年 2 月动工，2026 年暂无产能贡献，预计 2027 年一季度实现小批量生产。其战略意义不在于短期贡献收入，而在于配套海外客户、分散地缘风险，并享受当地税收和厂房等优惠政策。我们认为，随着临港产能释放、济南长晶分工优化和马来西亚海外产能布局推进，公司有望在 8 英寸供给偏紧阶段持续提升交付能力，并进一步巩固龙头份额。

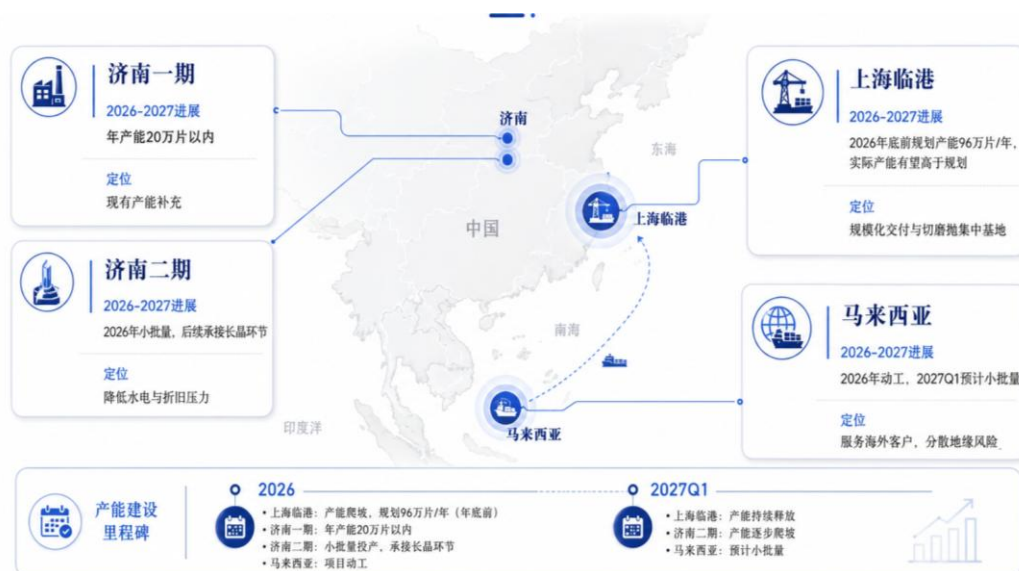
图5：天岳先进已进入全球 N 型碳化硅衬底前三，8 英寸领先优势有望继续放大

■ Wolfspeed ■ 天科合达 ■ 天岳先进 ■ Coherent ■ 其他



数据来源：TrendForce，东吴证券（香港）

图6：临港放量、济南降本、马来西亚保障海外交付



数据来源：公司数据，东吴证券（香港）

4. 海外客户外采与新应用场景，打开长期盈利空间

■ 海外客户外采打开增量，高规格订单提升盈利质量

海外客户外采有望成为公司中长期份额提升的重要来源。碳化硅衬底是功率器件制造的关键上游材料，对晶体质量、缺陷控制、片内均匀性和批量交付稳定性要求较高，客户导入周期较长。一旦衬底厂商进入头部器件厂供应链，后续更换供应商的成本较高，客户粘性较强。公司当前聚焦服务前十大核心客户，覆盖市场主要订单和先进应用场景，其中海外核心客户英飞凌 2026 年订单量同比翻倍，是公司所有客户中订单饱和度最高的客户。我们认为，英飞凌订单放量不仅验证公司在 8 英寸衬底上的批量交付能力，也说明海外头部功率器件厂对高质量外部衬底供应商的依赖正在提升。

海外器件厂外采需求提升的背后，是自建大尺寸衬底能力难度高、周期长、成本压力大。以 Wolfspeed 为例，其产品价格较公司高出 30%-50%，核心原因包括美国水电、人工成本较高，碳化硅粉料采购成本较公司高 30%-40%，同时其优先保障自有器件业务，外售衬底的供应稳定性和价格竞争力相对有限。对于英飞凌、ST、ROHM 等海外头部器件厂而言，在 8 英寸产线逐步成熟、下游汽车和工业客户需求仍需保障的背景下，外采具备稳定量产能力和成本优势的衬底产品，能够降低自建衬底产能压力，并提升供应链灵活性。

从公司角度看，海外客户订单通常对应更高产品规格、更强支付能力和更稳定交付节奏，有助于提升收入质量和盈利水平。公司在 8 英寸产品上已进入英飞凌等海外客户，同时在国内芯联集成 8 英寸衬底供应份额达到 80%-90%，中车 8 英寸衬底每月出货量稳定在 3000 多片，说明公司 8 英寸产品已在海内外核心客户中实现批量验证。随着公司产能持续饱满，并停止承接部分普通工业级 SBD 订单，产能资源将更多分配给车规级、MOS 级及以上高规格产品。我们认为，海外外采与高规格订单放量将共同推动公司产品结构改善，使盈利修复从 8 英寸放量进一步延伸至客户结构升级。

■ 数据中心、AR 光学与先进封装打开长期应用场景

数据中心、AR 光学和先进封装有望拓展碳化硅衬底的长期应用边界，但短期仍应与 8 英寸主线区分处理。数据中心方面，AI 服务器功率密度提升正在推动电源系统向高效率、高功率密度和高可靠性方向升级，SiC 和 GaN 等宽禁带半导体在高压直流、功率转换和高频高效电源环节的价值量有望提升。对于天岳先进而言，公司作为上游衬底厂，难以直接拆分收入中有多少来自数据中心终端应用，但可以通过英飞凌等核心功率器件客户的订单变化进行侧面验证。英飞凌本身是全球功率半导体龙头之一，其 AI 数据中心电源相关业务目标上调，为公司海外客户订单增长提供了较强外部验证。

AR 光学和先进封装则更多对应 12 英寸及半绝缘碳化硅衬底的长期机会。公司是行业内较早研发出 12 英寸碳化硅衬底的厂商，目前处于小批量出货阶段，销量为千片级，收入占比极小，短期可以忽略。12 英寸量产和良率提升较慢，主要因为下游 12 英寸器件厂尚未启动规模化应用，客户验证、送样反馈和工艺迭代仍需要时间。先进封装方向中，散热应用相对更容易落地，而 Interposer 等应用对刻蚀、通孔、电气隔离和材料一致性要求更高，商业化节奏可能比市场预期更长。因此，12 英寸、AR 光学和先进封装更适合作为中长期放量，而不宜在短期盈利预测中给予过高收入贡献。

我们认为，公司长期盈利空间来自两条路径：第一，海外头部功率器件厂 8 英寸外采需求提升，推动公司在高规格衬底产品中的订单份额继续扩大；第二，数据中心、AR 光学、先进封装等新应用逐步成熟后，碳化硅衬底有望从新能源汽车和工业功率器件材料，延伸至更广泛的高性能材料平台。短期看，2026 年公司主线仍是 8 英寸放量、6 英寸拖累减弱、临港产能释放和经营性利润转正；中长期看，海外客户外采和新应用场景打开了更高质量、更长周期的盈利空间。

图7：海外客户外采与新应用场景打开长期盈利空间



数据来源：公司数据，东吴证券（香港）

5. 盈利预测与投资建议

收入：我们预测公司 2026-2028 收入分别为人民币 20/27/31 亿元，同比增长 42%/29%/17%。收入增长主要由导电型 SiC 衬底恢复增长驱动，其中 8 英寸产品放量是最核心变量。2026Q1 不考虑 12 英寸产品的情况下，公司 8 英寸收入占比已接近 45%，同时 8 英寸衬底供需明显供小于求，公司产能处于饱满状态。客户侧，英飞凌 2026 年订单量同比翻倍，芯联集成 8 英寸供应份额达 80%-90%，中车 8 英寸每月出货稳定在 3000 多片，核心客户订单为 2026 年收入恢复提供较强可见度。分业务看，我们预计导电型衬底仍是公司收入增长主线，主要受益于 8 英寸放量、核心客户订单增长、结构性涨价和临港产能释放；半绝缘衬底保持温和增长，12 英寸、AR 光学和先进封装短期仍处于小批量或客户验证阶段，收入贡献较小；其他业务作为非核心收入项处理，不作为主要增长来源。

盈利预测：我们预测公司 2026-2028 年毛利率分别为约 27%/32%/34%，较 2025 年明显修复。2025Q4 公司 6 英寸产品首次出现单产品毛利亏损，拖累综合毛利率转负；进入 2026Q1 后，8 英寸产品快速放量推动公司毛利率修复至接近 20%。我们预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为人民币 0.77/3.54/5.36 亿元，对应净利率约 4%/13%/17%。2026 年公司表观利润仍可能受到汇兑损益和减值等非经营因素扰动，但经营层面的改善已经较为明确。随着 8 英寸放量、6 英寸拖累减弱和费用率随收入规模扩大而摊薄，公司有望在 2026 年实现盈利修复，并在 2027-2028 年进入利润加速释放阶段。

估值：考虑到公司当前仍处于盈利修复早期，净利润短期容易受到汇兑损益、减值及折旧节奏扰动，我们采用 EV/Sales 作为主要估值方法。该方法能够更好反映公司在 8 英寸 SiC 衬底放量阶段的收入扩张、全球份额领先和中长期盈利弹性。我们以 2027E 收入为估值基础，并给予公司 26 倍 2027E EV/Sales，A 股目标价 158.22 元/股，H 股目标价 109.75 港元/股。首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

8 英寸放量不及预期风险：8 英寸衬底放量节奏受下游客户 8 英寸器件产线爬坡、产品良率和批量交付能力影响，放量不及预期可能削弱公司收入增长和毛利率修复弹性。

6 英寸价格再次下行及毛利率修复不及预期风险：6 英寸衬底当前仍是销量主力且毛利率尚未转正，价格再次下行或成本下降慢于预期可能继续拖累公司综合毛利率。

核心客户订单兑现不及预期风险：英飞凌、芯联集成、中车等核心客户订单是 8 英寸放量的重要支撑，客户提货节奏、终端需求或供应链策略变化可能导致订单兑现低于预期。

临港、济南及马来西亚产能爬坡不及预期风险：临港、济南及马来西亚基地承担产能释放、成本优化和海外供应保障功能，若建设进度、设备导入、人员配置或工艺爬坡不及预期，可能影响公司中长期交付能力。

天岳先进 (688234.SH/2631.HK) 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5,292	5,929	7,568	9,354	营业收入	1,465	2,078	2,682	3,144
现金及现金等价物	3,178	4,088	5,370	6,939	营业成本	1,274	1,509	1,829	2,101
应收款项	539	683	845	947	毛利润	191	568	852	1,043
存货	1,063	1,158	1,353	1,468	其他营业收入	14	17	17	17
其他流动资产	511	0	0	0	销售费用	31	36	41	45
非流动资产	4,291	3,877	2,715	1,540	管理费用	185	195	223	237
物业、厂房及设备	3,588	3,692	3,786	3,817	研发费用	166	197	217	233
有使用权资产	20	16	11	5	营业利润	(205)	125	354	511
无形资产	269	262	257	251	财务费用	(13)	(38)	(38)	(38)
其他非流动资产	414	414	0	0	其他非经营损益	19	(9)	38	38
资产总计	9,583	9,806	10,283	10,894	税前利润	(199)	78	354	511
流动负债	1,540	1,686	1,809	1,884	所得税	9	0	(0)	(26)
应付款项	433	579	702	777	净利润	(209)	77	354	536
租赁负债	9	9	9	9	非股东利润	(208)	77	354	535
短期借款	696	696	696	696	少数股东损益	(0)	0	0	1
其他流动负债	403	403	403	403					
非流动负债	868	868	868	868	重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
长期借款	345	345	345	345	每股收益(元)	(0.43)	0.16	0.73	1.11
租赁负债	12	12	12	12	每股净资产(元)	14.71	14.96	15.69	16.80
其他非流动负债	511	511	511	511	每股经营现金流(元)	0.48	0.92	1.37	2.02
负债总计	2,408	2,554	2,677	2,752	ROE (%)	(2.91)	1.07	4.66	6.58
股本	485	485	485	485	ROA (%)	(2.18)	0.79	3.44	4.92
储备	7,095	7,172	7,526	8,062	经营利润率(%)	(14.02)	6.01	13.20	16.24
少数股东权益	1	0	0	0	销售净利率(%)	(14.24)	3.73	13.20	17.05
负债和股东权益	9,583	9,806	10,283	10,894	销售毛利率(%)	13.05	27.35	31.79	33.17
					资产负债率(%)	25.13	26.05	26.03	25.27
现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	资产周转率(%)	15.29	21.19	26.08	28.86
经营活动现金流	231	446	665	978	资产权益率(%)	133.56	135.23	135.20	133.81
投资活动现金流	(520)	542	617	591	收入增长率(%)	(17.15)	41.83	29.07	17.23
筹资活动现金流	2,278	1	0	0	净利润增长率(%)	(216.50)	(137.15)	356.92	51.40
现金净增加额	1,988	990	1,282	1,569	P/E	(313.50)	838.16	183.43	121.16
折旧和摊销	375	460	545	584	P/B	9.11	8.96	8.54	7.98
资本开支	403	542	617	591	P/S	44.34	31.26	24.22	20.66

数据来源: Wind, 东吴证券 (香港), 如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 港元汇率为 2026 年 07 月 14 日的 0.8650, 预测均为东吴证券 (香港) 预测。

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何

假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响, 东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违犯当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司
Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong
香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼
Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)
公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

