



## 光伏业务静待反转，继续开拓新材料业务

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年三季报, 公司实现总营业收入 6.39 亿元, 同比减少 63.82%; 实现归母净利润-5.87 亿元, 同比减少 348.36%, 扣非归母净利润-6.23 亿元, 同比减少 385.79%。单三季度, 公司实现收入 1.28 亿元, 环比下降 21.83%, 归母净利润-0.94 亿元, 扣非归母净利润-1.15 亿元。公司经营情况大幅下滑主要受光伏行业整体需求不振的影响。
- **光伏业务受行业影响持续亏损, 量利齐跌。** 受下游光伏行业需求不振, 产业链去库存低迷影响, 公司单晶拉制耗材产品需求疲软, 市场销售价格下降。公司光伏业务收入和毛利率出现严重下滑。行业景气度跌至冰点, 并且公司前两年持续在光伏行业投入, 新投产的产能利用率偏低, 折旧费用高, 导致产品毛利率转负, 上半年, 公司光伏产品营收 3.04 亿元, 同比减少 62%, 毛利率跌至-23%。同时, 公司存货由于产业链价格持续下跌, 前三季度计提减值约 2.66 亿元, 主要在二季度完成了大部分计提。
- **最差时间已过, 行业开始正向恢复。** 目前光伏行业处于全行业亏损中, 国家相关行业管理机构已经对于行业的无序竞争给出了合理引导。我们认为, 随着光伏组件价格的企稳反弹, 上游各环节的盈利水平将会出现正向恢复过程(价格上涨带动需求恢复正常, 从而进一步刺激价格提升)。公司作为碳碳材料和石英坩埚的龙头企业, 盈利能力将会快速恢复。
- **坚持拓展新业务, 寻找新增长点。** 虽然公司主业受到行业冲击, 利润下滑, 公司作为新材料平台企业, 仍在持续提升改良材料的性能, 拓展新的下游应用领域, 并取得阶段性成果, 后续随着新领域的需求放量, 有望给予公司新的业绩支撑。目前, 在**碳基材料方面**, 公司获得某头部新能源车企 2 个重点车型碳陶盘量产项目定点, 并批量化订单中标; 完成中航工业某型号碳陶制动盘技术输入确认及方案评审, 开始制备样件等项目。在**树脂基复合材料方面**, 公司完成某商业航天火箭整流罩项目首件产品静力试验等相关工作; 与北京星河动力装备科技有限公司达成战略合作, 为后续商业航天类项目提供资源优势及平台, 提升品牌影响力; 完成某型号无人直升机项目首批机身结构交付。
- **盈利预测与投资建议:** 公司在碳碳材料, 石英坩埚, 高铁闸片领域均为国内领先企业, 受行业影响, 出现阶段性亏损。预计 2024-2026 年 EPS 分别为-1.19 元、0.33 元、0.66 元, 对应 PE 分别为-6/21/10 倍。公司研发实力强劲, 作为新材料平台公司, 有望持续开拓出新的材料应用领域, 建议关注。
- **风险提示:** 光伏行业竞争格局进一步恶化的风险; 石英坩埚新技术替代风险; 碳碳材料新业务发展受阻风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2110.70	1164.60	2227.96	2978.05
增长率	113.82%	-44.82%	91.31%	33.67%
归属母公司净利润(百万元)	144.02	-668.43	183.53	370.96
增长率	-19.62%	-564.13%	127.46%	102.12%
每股收益EPS(元)	0.26	-1.19	0.33	0.66
净资产收益率 ROE	3.38%	-14.40%	3.92%	7.39%
PE	26	-6	21	10
PB	0.73	0.84	0.79	0.73

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

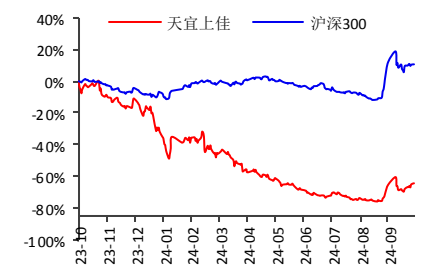
分析师: 韩晨

执业证号: S1250520100002

电话: 021-58351923

邮箱: hch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	5.62
流通 A 股(亿股)	5.62
52 周内股价区间(元)	4.51-19.45
总市值(亿元)	37.89
总资产(亿元)	75.89
每股净资产(元)	8.15

### 相关研究

1. 天宜上佳(688033): 石英坩埚业绩爆发, 碳碳材料开拓新领域 (2023-11-07)

## 盈利预测

### 关键假设：

1) 2024~2026年碳碳材料出货量分别为2000/3500/5000吨，销售均价约为20/23/23万元/吨。

2) 2024~2026年坩埚出货量分别为2.5/5/7万只。销售均价约为1.8/2.4/2.4万元。

3) 冶金闸片业务保持稳定，每年销售20/22/22万片，单价约为1200元。

基于以上假设，我们预测公司2024-2026年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
光伏产品	收入	1749.0	752.2	1774.3	2504.4
	增速	199.0%	-57.0%	135.9%	41.1%
	毛利率	31.5%	-22.0%	30.0%	30.0%
冶金闸片	收入	130.5	212.4	233.6	233.6
	增速	-42.2%	62.8%	10.0%	0.0%
	毛利率	-15.6%	-5.0%	10.0%	10.0%
其他	收入	231.19	200	220	240
	增速	31.6%	-13.5%	10.0%	9.1%
	毛利率	42.0%	20.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	2111	1165	2228	2978
	增速	113.8%	-44.8%	91.3%	33.7%
	毛利率	29.9%	-11.7%	27.9%	28.4%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2110.70	1164.60	2227.96	2978.05	净利润	179.85	-663.43	193.53	390.96
营业成本	1478.85	1300.71	1606.30	2131.36	折旧与摊销	179.12	250.02	275.54	277.34
营业税金及附加	13.75	9.43	16.86	23.06	财务费用	23.72	90.50	92.62	93.56
销售费用	44.05	28.80	52.23	71.09	资产减值损失	-33.92	300.00	30.00	10.00
管理费用	141.55	232.92	222.80	208.46	经营营运资本变动	-628.30	504.81	-962.76	-431.93
财务费用	23.72	90.50	92.62	93.56	其他	-216.98	-316.01	-9.53	2.69
资产减值损失	-33.92	300.00	30.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-496.51</b>	<b>165.90</b>	<b>-380.59</b>	<b>342.63</b>
投资收益	-2.92	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1534.51	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	361.77	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1172.73</b>	<b>-30.00</b>	<b>-30.00</b>	<b>-30.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>226.39</b>	<b>-797.75</b>	<b>207.16</b>	<b>440.52</b>	短期借款	701.70	0.32	0.00	0.00
其他非经营损益	27.09	17.25	20.53	19.44	长期借款	35.91	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>253.48</b>	<b>-780.50</b>	<b>227.68</b>	<b>459.96</b>	股权融资	11.81	0.00	0.00	0.00
所得税	73.63	-117.08	34.15	68.99	支付股利	-22.45	-28.80	133.69	-36.71
净利润	179.85	-663.43	193.53	390.96	其他	48.43	-382.67	-92.62	-93.56
少数股东损益	35.84	5.00	10.00	20.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>775.39</b>	<b>-411.16</b>	<b>41.06</b>	<b>-130.26</b>
归属母公司股东净利润	144.02	-668.43	183.53	370.96	<b>现金流量净额</b>	<b>-893.96</b>	<b>-275.26</b>	<b>-369.53</b>	<b>182.37</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1184.57	909.31	539.78	722.14	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1597.19	1257.74	2111.11	2526.02	销售收入增长率	113.82%	-44.82%	91.31%	33.67%
存货	976.15	861.52	1069.47	1416.95	营业利润增长率	13.64%	-452.39%	125.97%	112.65%
其他流动资产	373.86	166.66	318.82	426.16	净利润增长率	-5.18%	-468.87%	129.17%	102.01%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	36.30%	-206.52%	225.83%	41.04%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3826.19	3627.13	3402.55	3176.17	毛利率	29.94%	-11.69%	27.90%	28.43%
无形资产和开发支出	495.72	476.53	457.33	438.14	三费率	9.92%	30.24%	16.50%	12.53%
其他非流动资产	272.56	270.79	269.03	267.26	净利率	8.52%	-56.97%	8.69%	13.13%
<b>资产总计</b>	<b>8726.23</b>	<b>7569.66</b>	<b>8168.08</b>	<b>8972.84</b>	ROE	3.38%	-14.40%	3.92%	7.39%
短期借款	999.68	1000.00	1000.00	1000.00	ROA	2.06%	-8.76%	2.37%	4.36%
应付和预收款项	1134.00	1062.36	1316.39	1737.39	ROIC	3.67%	-10.92%	4.63%	7.58%
长期借款	626.00	626.00	626.00	626.00	EBITDA/销售收入	20.34%	-39.26%	25.82%	27.25%
其他负债	645.44	275.08	292.25	321.76	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3405.12</b>	<b>2963.45</b>	<b>3234.65</b>	<b>3685.15</b>	总资产周转率	0.27	0.14	0.28	0.35
股本	562.20	562.20	562.20	562.20	固定资产周转率	0.89	0.35	0.63	0.91
资本公积	3502.54	3502.54	3502.54	3502.54	应收账款周转率	1.89	1.01	1.57	1.54
留存收益	1147.38	450.15	767.37	1101.63	存货周转率	2.30	1.40	1.66	1.71
归属母公司股东权益	5224.78	4504.89	4822.11	5156.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	76.74%	—	—	—
少数股东权益	96.33	101.33	111.33	131.33	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5321.11</b>	<b>4606.22</b>	<b>4933.43</b>	<b>5287.69</b>	资产负债率	39.02%	39.15%	39.60%	41.07%
负债和股东权益合计	8726.23	7569.66	8168.08	8972.84	带息债务/总负债	47.74%	54.87%	50.27%	44.12%
					流动比率	1.60	1.50	1.68	1.78
					速动比率	1.22	1.09	1.23	1.29
					股利支付率	15.59%	-4.31%	-72.84%	9.89%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.26	-1.19	0.33	0.66
					每股净资产	9.29	8.01	8.58	9.17
					每股经营现金	-0.88	0.30	-0.68	0.61
					每股股利	0.04	0.05	-0.24	0.07
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	429.23	-457.23	575.32	811.42					
PE	26.31	-5.67	20.65	10.21					
PB	0.73	0.84	0.79	0.73					
PS	1.80	3.25	1.70	1.27					
EV/EBITDA	9.89	-9.30	8.03	5.47					
股息率	0.59%	0.76%	—	0.97%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn

---