

国内 SiC 衬底龙头厂商，重大合同签订彰显公司产品力

核心观点：

- **事件** 7月21日，公司发布《关于签订重大合同的公告》，公司及全资子公司上海天岳半导体材料有限公司在2023-2025年向合同对方销售6英寸导电型碳化硅衬底产品，预计含税销售三年合计金额为人民币13.93亿元（美元兑人民币汇率以6.7折算）。最终以实际数量结算金额为准。
- **SiC 衬底材料需求快速提升，公司成长有望充分受益。** SiC 材料特性具备击穿电压高、热导率高、电子饱和速率高等特点，因此 SiC 衬底作为功率器件能够在高温、高压、大功率等环境下保持更好的性能优势。从市场空间来看，2025年全球以导电型 SiC 衬底制备的器件市场规模有望达到25.62亿美元，未来4年复合增长率到34%，汽车、光伏和储能市场为需求增长最强动力。公司成立依赖专注 SiC 衬底，在半绝缘和导电型衬底领域通用具备多年研发经验经验，已成功导入多家海内外外延和器件厂商供应链，具备稳定优质的客户资源。
- **国产 SiC 衬底龙头企业，与多下游客户合作彰显产品能力。** SiC 衬底材料需要经过外延、制造、封装等工艺，最终实现产品供应，因行业处于快速成长期，验证复杂等因素，导致整个产业链周期相对较长。公司在半绝缘 SiC 衬底材料上与部分客户签订了上万片的采购框架协议，与大客户达成稳定良好的战略合作关系；在导电 SiC 期间上，公司已成功实现6寸产品量产，且与多数客户完成验证，能够保持未来产品销售需求。同时在公司IPO战略配售上，上汽、广汽、小鹏等知名车企均参与，各家认购0.5亿元，公司已通过车规级 IATF16949 体系认证，为未来产片实现车规认证提供可能。
- **研发与扩产同步前行，公司成长未来可期。** 公司2018年以来，持续增加研发投入，2021年公司研发费用7,73.61万元，占营业收入的14.93%，研发费用同比增加了62.05%。2021年公司新增发明专利和实用新型专利共89项，主要涉及晶棒生长和良率提升方面。在良率上，公司产品从2018年的41.00%上升至2020年的50.73%，衬底良率稳定保持在70%以上。在扩产方面，公司拟投入25亿元建立子公司上海天岳，主要用于扩产6英寸导电型碳化硅衬底材料，项目建设期6年，计划于2023年初投产，2026年达产，达产后将新增导电型碳化硅衬底年产能30万片，进一步巩固和提升公司在宽禁带半导体材料产品应用领域的市场地位，公司未来成长可期。
- **投资建议** 我们预计公司2022-2024年收入分别为7.85亿元、11.45亿元、17.23亿元，对应PS为33.25X、22.80X、15.15X，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示** 疫情导致业务开展不及预期；新建产能释放不及预期；碳化硅应用渗透不及预期。

天岳先进(688234.SH)

推荐 (首次评级)

分析师

高峰

电话：010-80927671

邮箱：gaofeng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522040001

王子路

电话：010-80927632

邮箱：wangzilu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：s0130522050001

市场数据

2022-07-21

A股收盘价(元)	67.5
股票代码	688234.SH
A股一年内最高价(元)	85.50
A股一年内最低价(元)	43.45
上证指数	3,272.00
市盈率	5.39
总股本(万股)	42,971
实际流通A股(万股)	3,551
流通A股市值(亿元)	24

相对沪深300表现图



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	4.94	7.85	11.45	17.23
收入增长率%	16.25	58.95	45.86	50.48
净利润(亿元)	0.90	1.25	1.90	3.21
净利润增速	114.02	39.44	51.87	68.61
毛利率	28.43	44.46	45.07	46.60
摊薄 EPS(元)	0.23	0.29	0.44	0.75
PE	293.48	231.25	152.27	90.31
PB	13.05	12.35	11.43	10.14
PS	52.86	33.25	22.80	15.15

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

公司整体估值情况

图: PS—Bands



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图: PB—Bands



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

附表：财务预测表

利润表				现金流量表					
	单位：亿元				单位：亿元				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4.94	7.85	11.45	17.23	经营活动现金流	1.11	12.43	-1.35	4.49
营业成本	3.53	4.36	6.29	9.20	净利润	0.90	1.25	1.90	3.21
营业税金及附加	0.04	0.07	0.10	0.16	折旧摊销	1.32	1.78	1.98	2.17
营业费用	0.10	0.24	0.34	0.52	财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.57	0.94	1.34	1.98	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-0.06	0.00	0.00	0.00	营运资金变动	-0.94	9.39	-5.23	-0.89
资产减值损失	-0.05	0.00	0.00	0.00	其它	-0.18	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	-3.39	-2.50	-1.00	-2.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3.36	-2.50	-1.00	-2.00
营业利润	0.82	1.38	2.12	3.57	长期投资	-0.02	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.02	0.00	0.00	0.00	其他	-0.01	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流	-0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	0.84	1.38	2.12	3.57	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.06	0.12	0.21	0.36	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	0.90	1.25	1.90	3.21	其他	-0.01	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	现金净增加额	-2.30	9.93	-2.35	2.49
归属母公司净利润	0.90	1.25	1.90	3.21					

资产负债表				主要财务比率					
	单位：亿元				单位：亿元				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9.90	20.20	20.79	25.70	盈利能力				
现金	3.44	13.37	11.02	13.51	毛利率	28.43%	44.46%	45.07%	46.60%
应收账款	0.58	0.97	1.41	0.24	净利率	18.21%	15.98%	16.64%	18.64%
其它应收款	0.30	0.11	0.13	0.24	ROE	4.05%	5.34%	7.50%	11.23%
预付账款	0.12	0.15	0.21	0.09	ROIC	3.69%	3.82%	5.46%	8.51%
存货	3.86	3.58	5.17	7.56	成长能力				
其他	1.61	2.03	2.84	4.06	营业收入增长率	16.25%	58.95%	45.86%	50.48%
非流动资产	16.28	17.00	16.02	15.85	营业利润增长率	113.12%	68.41%	53.56%	68.61%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	114.02%	39.44%	51.87%	68.61%
固定资产	10.27	12.06	11.87	11.59	偿债能力				
无形资产	2.54	2.54	2.54	2.54	资产负债率	15.12%	36.89%	31.03%	31.19%
其他	3.47	2.40	1.61	1.72	流动比率	17.82%	58.45%	45.00%	45.32%
资产总计	26.18	37.20	36.81	41.56	速动比率	8.01	1.84	2.39	2.51
流动负债	1.24	11.00	8.70	10.24	总资产周转率	4.80	1.50	1.77	1.76
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	0.19	0.21	0.31	0.41
应付账款	0.52	9.56	6.89	7.56	应付账款周转率	8.55	8.11	8.11	73.00
其他	0.72	1.44	1.81	2.67	每股指标				
非流动负债	2.72	2.72	2.72	2.72	每股收益	0.23	0.29	0.44	0.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.26	2.89	-0.31	1.05
其他	2.72	2.72	2.72	2.72	每股净资产	5.17	5.46	5.91	6.65
负债合计	3.96	13.72	11.42	12.96	估值				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	293.48	231.25	152.27	90.31
归母股东权益	22.22	23.48	25.38	28.60	P/B	13.05	12.35	11.43	10.14
负债和股东权益	26.18	37.20	36.81	41.56	P/S	52.86	33.25	22.80	15.15

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

高峰，北京邮电大学电子与通信工程硕士，吉林大学工学学士。2年电子实业工作经验，6年证券从业经验，曾就职于渤海证券、国信证券、北京信托证券部。2022年加入中国银河证券研究院，担任电子团队组长，主要从事硬科技方向研究。

王子路，英国布里斯托大学金融与投资硕士，山东大学经济学学士，2年科技产业研究经验，2020年加入中国银河证券研究院，从事电子行业研究。

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐漫羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn