

2023 年 10 月 08 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

第三季度收入同环比均高增，国内碳化硅衬底龙头业绩拐点已现

—天岳先进（688234.SH）公司事件点评报告 买入（首次）事件

分析师：吕卓阳 S1050523060001

luzy@cfsc.com.cn

分析师：毛正 S1050521120001

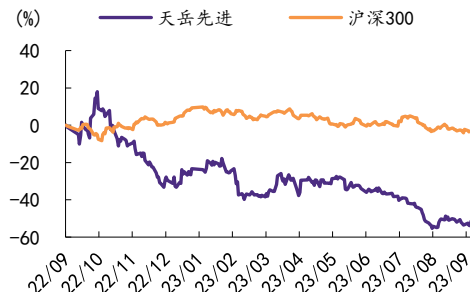
maozheng@cfsc.com.cn

基本数据

2023-09-28

当前股价（元）	54.9
总市值（亿元）	236
总股本（百万股）	430
流通股本（百万股）	223
52 周价格范围（元）	50.6-133.65
日均成交额（百万元）	169.82

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

天岳先进发布 2023 年前三季度经营数据报告：公司 2023 年前三季度预计实现营收 7.5-8.1 亿元，同比增长 178%-201%；按中值算，三季度单季实现营收 3.4 亿元，同比增长 215%，环比增长 40%。

投资要点

■ 临港厂产能加速释放，公司在手订单充足

天岳上海临港项目于 2022 年 3 月成功封顶，并在今年的 5 月正式开始交付产品，目前正处于产量的持续爬坡阶段，根据目前公司在手订单及合作客户需求情况预计，临港工厂第一阶段年产 30 万片导电型衬底的产能产量将提前实现，上海临港工厂将成为公司导电型碳化硅衬底主要生产基地。随着公司产品供应能力的提升叠加下游市场需求的旺盛，公司不断收获订单。今年 5 月天岳先进与英飞凌签订全新衬底和晶棒供应协议：公司将为英飞凌供应用于制造碳化硅半导体的 150 毫米碳化硅衬底和晶棒，第一阶段将侧重于 150 毫米碳化硅材料，天岳先进也将助力英飞凌向 200 毫米直径碳化硅晶圆过渡，且该协议的供应量预计将占到英飞凌长期需求量的两位数字份额；今年 8 月，公司与客户 F 签订了一份框架采购协议，约定 2024 年至 2026 年公司向合同对方销售碳化硅产品，按照合同《产品供货清单》，预计含税销售三年合计金额为人民币 80,480.00 万元（最终以实际数量结算金额为准）。根据 YOLE 报告预测，未来碳化硅在功率半导体的市场占有率将稳步增加，至 2028 年将达到约 25% 的市场占有率，目前公司正加快提升产能产量，积极迎接碳化硅半导体行业快速发展的形势。

■ 坚持自主研发创新，公司产品技术快速迭代

公司是国内最早从事碳化硅半导体材料产业化的企业之一，具备领先的技术优势和产业化能力。在碳化硅长晶方面，公司具有完全自主的核心技术，实现了从 2-8 英寸完全自主扩径，形成了基础原理、技术和工艺的深入积累，公司同时成为国内较早实现了半绝缘型碳化硅衬底的产业化企业，并成为全球少数能批量供应高质量 4 英寸、6 英寸半绝缘型碳化硅衬底的企业。2023 年 1-6 月，公司研发费用 8,980.84 万元，同比增长 69.02%，目前，碳化硅半导体产业链发展进入快车道，衬底制备是产业链的关键环节，公司为继续保持

在全球技术和产品竞争中的领先优势，加强研发投入，包括 8 英寸导电型产品产业化研发，液相等前瞻技术研发，大尺寸半绝缘产品研发，以及高品质导电型产品的持续研发投入等。截至上半年，天岳先进已在碳化硅衬底领域取得国内专利 488 项，率先填补了我国在碳化硅衬底领域的知识产权空白。同时，专利布局涵盖碳化硅制备的全工艺环节，其中海外专利 12 项。根据 Yole 旗下的知识产权调查公司数据，公司在碳化硅衬底专利领域，位列国内第一，全球第五位。

技术实力的持续提升带来产品技术的快速迭代。今年 6 月底，天岳在 semicon 会议现场发布消息称，公司通过热场、溶液设计及工艺创新突破碳化硅单晶高质量生长界面控制及缺陷控制难题。采用液相法制备出低缺陷 8 英寸晶体。与此同时，公司利用新技术已将晶锭高度长至 60mm 产能将进一步扩大，另外，公司的 6 英寸衬底产品未来或用于生产电动汽车主驱逆变器所需要的碳化硅器件。

盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 10.45、15.78、26.32 亿元，EPS 分别为 0.03、0.21、0.58 元，当前股价对应 PE 分别为 2016、267、95 倍，我们看好碳化硅市场以及公司的技术布局，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

产业拓展风险，产能放量不及预期风险，市场竞争加剧风险，技术迭代风险等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	417	1,045	1,578	2,632
增长率（%）	-15.6%	150.6%	51.0%	66.8%
归母净利润（百万元）	-175	12	88	249
增长率（%）	-294.8%		656.3%	181.3%
摊薄每股收益（元）	-0.41	0.03	0.21	0.58
ROE（%）	-3.3%	0.2%	1.7%	4.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：					营业收入	417	1,045	1,578	2,632
现金及现金等价物	685	717	832	613	营业成本	441	612	760	1,106
应收款	176	115	130	216	营业税金及附加	5	11	16	29
存货	533	512	425	560	销售费用	14	22	32	53
其他流动资产	1,920	1,946	2,010	2,105	管理费用	106	219	347	605
流动资产合计	3,314	3,290	3,397	3,494	财务费用	-17	-20	-23	-17
非流动资产：					研发费用	128	240	410	658
金融类资产	1,789	1,789	1,789	1,789	费用合计	230	462	766	1,299
固定资产	1,176	1,023	995	1,034	资产减值损失	1	0	0	0
在建工程	1,025	1,205	1,205	1,205	公允价值变动	34	23	13	0
无形资产	253	240	227	215	投资收益	2	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	-179	11	87	249
其他非流动资产	99	99	99	99	加：营业外收入	2	1	2	2
非流动资产合计	2,552	2,566	2,526	2,553	减：营业外支出	0	0	0	0
资产总计	5,866	5,857	5,922	6,048	利润总额	-177	12	89	251
流动负债：					所得税费用	-2	0	1	3
短期借款	0	0	0	0	净利润	-175	12	88	249
应付账款、票据	185	171	234	311	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	105	105	105	105	归母净利润	-175	12	88	249
流动负债合计	313	305	378	524					
非流动负债：					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	302	302	302	302	营业收入增长率	-15.6%	150.6%	51.0%	66.8%
非流动负债合计	302	302	302	302	归母净利润增长率	-294.8%		656.3%	181.3%
负债合计	615	606	680	826	盈利能力				
所有者权益					毛利率	-5.8%	41.4%	51.8%	58.0%
股本	430	430	430	430	四项费用/营收	55.2%	44.2%	48.5%	49.3%
股东权益	5,251	5,250	5,243	5,222	净利率	-42.0%	1.1%	5.6%	9.5%
负债和所有者权益	5,866	5,857	5,922	6,048	ROE	-3.3%	0.2%	1.7%	4.8%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	10.5%	10.4%	11.5%	13.7%
净利润	-175	12	88	249	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.1	0.2	0.3	0.4
折旧摊销	142	181	140	122	应收账款周转率	2.4	9.1	12.2	12.2
公允价值变动	34	23	13	0	存货周转率	0.8	1.2	1.8	2.0
营运资金变动	-60	48	81	-170	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	-59	263	322	201	EPS	-0.41	0.03	0.21	0.58
投资活动现金净流量	-2780	-27	28	-39	P/E	-134.6	2016.2	266.6	94.8
筹资活动现金净流量	2872	-13	-96	-270	P/S	56.6	22.6	14.9	9.0
现金流量净额	33	223	254	-108	P/B	4.5	4.5	4.5	4.5

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 电子组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

高永豪：复旦大学物理学博士，曾先后就职于华为技术有限公司，东方财富证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。

2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。