

评级：买入（维持）

市场价格 64.04 元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

分析师：游凡

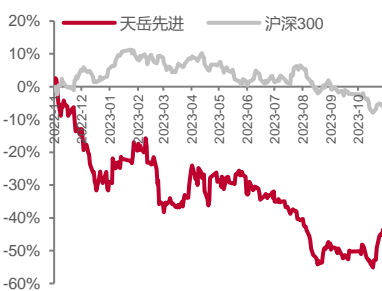
执业证书编号：S0740522120002

Email: youfan@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	430
流通股本(百万股)	262
市价(元)	64.04
市值(百万元)	27,519
流通市值(百万元)	16,776

股价与行业-市场走势对比



相关报告

天岳先进 (688187): Q2 业绩超预期, 轨交复苏+新能源高增共绘成长曲线
天岳先进 (688187): 法雷奥定点吹响 IGBT 出海号角, 三期扩产把握新能源东风

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	494	417	1,320	2,406	3,447
增长率 yoy%	16%	-16%	216%	82%	43%
净利润 (百万元)	90	-175	13	144	379
增长率 yoy%	114%	-295%	108%	985%	164%
每股收益 (元)	0.21	-0.41	0.03	0.33	0.88
每股现金流量	0.26	-0.14	-12.56	-10.10	7.30
净资产收益率	4%	-3%	0%	3%	7%
P/E	305.9	-157.0	2075.7	191.3	72.6
P/B	12.4	5.2	5.3	5.3	5.0

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，估值所用股价按 11 月 8 日收盘价计算

投资要点

■ 事件概述：

公司发布 2023 年三季报：三季度实现收入 3.87 亿元，同比+255.89%，环比+57.96%，超出公司指引（公司此前发布前三季度预告，前三季度营收 7.5-8.1 亿元，Q3 为 3.1-3.7 亿）；归母净利润 0.04 亿元，扭亏为盈，22Q3 为-0.44 亿元，23Q2 为-0.44 亿元；扣非归母净利润-0.04 亿元，22Q3 为-0.65 亿元，23Q2 为-0.65 亿元，毛利率 18.69%，同比+30.37pcts，环比+8.00pcts，净利率 0.98%，同比+41.92pcts，环比+18.90pcts。

■ Q3 扭亏为盈，毛利率大幅改善

Q3 公司营收大幅增长，连续 6 个季度环比增长，主要因为公司导电型衬底产能持续提升，产销量不断增加。从利润端来看，公司归母净利润近 7 个季度以来首次扭亏为盈，业绩拐点已至。Q3 毛利率环比增长 8pcts，主要因为碳化硅衬底良率不断提升，净利率改善得益于公司精益管理，规模效应逐步凸显，各项费用率降低。

■ 临港工厂有望提前达产，导电型衬底产能加速释放

根据 IHS 数据，受益于新能源汽车行业需求驱动+光伏风电及充电桩等领域对效率和功耗要求提升，预计 2027 年全球碳化硅功率器件市场规模超 100 亿美元，2018-2027 年的 CAGR 近 40%。规模提升的同时，市占率也稳步增长，根据 YOLE 预测，2028 碳化硅在功率半导体的市占率将达 25%。碳化硅器件需求旺盛，目前全球处于产能供不应求的阶段。

公司目前有山东济南+上海临港+山东济宁三大碳化硅半导体材料生产基地，济南工厂目前已调整为导电型产品为主；同时公司加快上海临港工厂产能建设，于 2023 年 5 月开启了产品交付，预期 2023 年 Q4 交付能力将继续提升，为营收做出积极贡献。同时，临港工厂第一阶段 30 万片产能有望提前达产（原计划为 2026 年），第二阶段 96 万片产能规划也已启动。公司也在通过技术、资本投入进一步提高临港工厂的良率。未来随着导电型衬底产能+良率的同步提升，有望带来营收利润双高增。

■ 客户资源优质，手握充沛订单

作为国内碳化硅衬底龙头厂商，公司技术实力过硬，客户资源优质。23 年 5 月公司宣布与英飞凌签订合作协议，将为英飞凌提供 6 英寸碳化硅衬底和晶棒，也助力英飞凌向 8 英寸碳化硅晶圆迈进（公司已具备量产 8 英寸产品能力并在客户送样验证并实现了小批量销售）。协议供应量将占到英飞凌长期需求的 2 位数份额。此外，公司手握大量订单：22 年 7 月，公告与客户 E 签订 13.9 亿元的长期销售合同，销售 6 英寸导电型碳化硅衬底产品。23 年 8 月，公告与客户 F 签订长期框架协议，24-26 年销售碳化硅产品，合同金额超 8 亿元。从客户质量来看，公司目前客户包括英飞凌、博世等国际龙头半导体厂商，受到国际厂商认可，未来有望加速出海。

■ 投资建议

天岳先进临港工厂有望提前达产，导电型衬底产能正加速释放，有望带动营收高增，我们调整对公司 2023-25 年营收为 13.2/24.1/34.5 亿元（23/24 年原预测值为 12.05/18.16 亿元），对应 PS 为 21/11/8 倍。我们维持对公司的“买入”评级。

■ 风险提示

行业景气不及预期，研发进展不及预期，产能爬坡不及预期。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	685	396	722	1,034	营业收入	417	1,320	2,406	3,447
应收票据	14	998	1,819	345	营业成本	441	1,083	1,809	2,282
应收账款	138	1,199	2,167	655	税金及附加	5	13	24	51
预付账款	59	557	930	505	销售费用	14	13	37	53
存货	533	1,696	2,831	3,571	管理费用	106	113	218	310
合同资产	0	330	602	862	研发费用	128	132	241	456
其他流动资产	1,885	3,719	5,307	5,629	财务费用	-17	2	-17	-28
流动资产合计	3,314	8,564	13,776	11,739	信用减值损失	1	1	1	1
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-9	-9	-9	-9
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	34	34	34	34
固定资产	1,176	1,442	1,735	2,053	投资收益	2	2	2	2
在建工程	1,025	1,125	1,125	1,025	其他收益	52	20	20	30
无形资产	253	234	216	201	营业利润	-179	11	143	381
其他非流动资产	99	526	536	544	营业外收入	2	2	2	2
非流动资产合计	2,552	3,326	3,612	3,822	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	5,866	11,890	17,388	15,561	利润总额	-177	13	145	383
短期借款	0	6,550	11,902	9,705	所得税	-2	0	1	4
应付票据	0	0	0	0	净利润	-175	13	144	379
应付账款	185	22	36	46	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	-175	13	144	379
合同负债	22	71	129	185	NOPLAT	-193	15	127	351
其他应付款	21	1	1	1	EPS (按最新股本摊薄)	-0.41	0.03	0.33	0.88
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	84	29	45	57	主要财务比率				
流动负债合计	313	6,674	12,114	9,994	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-15.6%	216.5%	82.3%	43.2%
其他非流动负债	302	37	37	37	EBIT增长率	-348.7%	-107.8%	744.2%	177.0%
非流动负债合计	302	37	37	37	归母公司净利润增长率	-294.8%	-107.6%	984.9%	163.6%
负债合计	615	6,711	12,151	10,031	获利能力				
归属母公司所有者权益	5,251	5,179	5,237	5,530	毛利率	-5.8%	17.9%	24.8%	33.8%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	-42.0%	1.0%	6.0%	11.0%
所有者权益合计	5,251	5,179	5,237	5,530	ROE	-3.3%	0.3%	2.7%	6.9%
负债和股东权益	5,866	11,890	17,388	15,561	ROIC	-5.3%	0.1%	0.9%	2.8%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	10.5%	56.4%	69.9%	64.5%
					债务权益比	5.8%	127.2%	228.0%	176.2%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	流动比率	10.6	1.3	1.1	1.2
经营活动现金流	-59	-5,399	-4,338	3,138	速动比率	8.9	1.0	0.9	0.8
现金收益	-50	187	332	593	营运能力				
存货影响	-148	-1,162	-1,135	-741	总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2
经营性应收影响	-23	-2,534	-2,154	3,420	应收账款周转天数	85	182	252	147
经营性应付影响	151	-183	15	9	应付账款周转天数	97	34	6	6
其他影响	11	-1,707	-1,396	-144	存货周转天数	375	370	450	505
投资活动现金流	-2,780	-1,095	-618	-572	每股指标 (元)				
资本支出	-1,050	-519	-482	-444	每股收益	-0.41	0.03	0.33	0.88
股权投资	0	0	0	0	每股经营现金流	-0.14	-12.56	-10.10	7.30
其他长期资产变化	-1,730	-576	-136	-128	每股净资产	12.22	12.05	12.19	12.87
融资活动现金流	3,179	6,205	5,282	-2,254	估值比率				
借款增加	1	6,550	5,351	-2,197	P/E	-157	2,076	191	73
股利及利息支付	0	1	84	206	P/B	5	5	5	5
股东融资	3,239	0	0	0	EV/EBITDA	-73	20	11	6
其他影响	-61	-346	-153	-263					

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。