

研究所：

证券分析师：郑奇 S0350524030006

zhengq@ghzq.com.cn

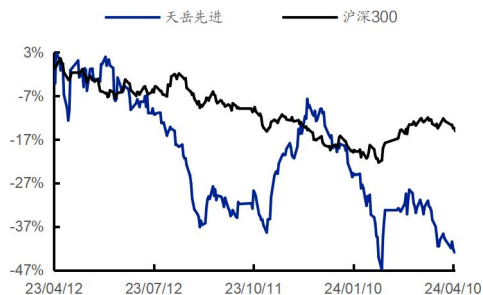
证券分析师：高力洋 S0350524010003

gaoly01@ghzq.com.cn

## 产能扩张+大客户开拓顺利，盈利水平持续改善

### ——天岳先进（688234）2023 年年报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/04/12

表现	1M	3M	12M
天岳先进	-16.5%	-24.1%	-43.2%
沪深 300	-3.4%	5.8%	-15.2%

市场数据

2024/04/12

当前价格(元)	45.85
52周价格区间(元)	40.88-90.00
总市值(百万)	19,702.25
流通市值(百万)	12,121.61
总股本(万股)	42,971.10
流通股本(万股)	26,437.53
日均成交额(百万)	104.47
近一月换手(%)	0.86

相关报告

《天岳先进（688234）2023 年三季报点评：2023 年前三季度业绩表现超预期，Q3 单季度扭亏为盈（买入）\*半导体\*》——2023-10-28

《天岳先进（688234）深度报告：导电型衬底释放在即，国产碳化硅龙头业绩拐点或至（买入）\*半导体\*》——2023-09-15

## 事件：

4月11日，天岳先进发布2023年年度报告，2023年实现营收12.51亿元，同比增长199.90%；归母净利润-0.46亿元，较2022年亏损收窄1.3亿元；扣非归母净利润-1.13亿元，较2022年亏损收窄1.455亿元。

单季度看，2023Q4公司实现营收4.26亿元，同比增长188.66%，环比增长10.12%；实现归母净利润0.23亿元，同比实现扭亏为盈，环比增长492.61%；实现扣非归母净利润0.01亿元，同比环比均实现扭亏为盈。

## 投资要点：

- 产能产量快速爬坡，盈利能力持续改善。**截至2023Q4，公司已经实现连续七季度营收增长，2023Q3、Q4，公司单季度业绩同比扭亏为盈，2023年全年净亏损收窄。2023年年中，公司上海临港工厂顺利开启产品交付并实现快速产能产量爬坡，提前实现原计划2026年30万片导电型衬底的产能规划，公司将继续推进第二阶段产能提升规划。2023年，公司碳化硅衬底销量22.63万片，同比增长254.73%。得益于公司大规模稳定供应能力以及公司长期布局核心关键技术获得积极效果，公司全年各季度衬底产品毛利率持续提升。
- 长期绑定英飞凌、博世等国际头部客户，2023年全球导电型碳化硅衬底市占率跃居全球第二。**2023年公司继续加强与国内外客户的合作，截至2023年底，全球前十大功率半导体企业中超过50%的企业已经成为公司合作客户。2023年，公司与英飞凌、博世等国际知名企业签署长期合作协议。其中，公司向英飞凌提供6英寸导电型衬底和晶棒，占英飞凌需求的两位数水平，同时天岳还将助力英飞凌向8英寸产品转型。根据日本权威行业调研机构富士经济报告测算，2023年全球导电型碳化硅衬底材料市场中天岳先进实现了对高意（Coherent）的超越，跃居全球第二。
- 研发费用持续增长，车规级、8英寸产品行业领先。**2023年公司研发费用1.37亿元，同比增长7.57%。研发费用的持续增长助力公司新产品进展顺利。2023年，公司实现快速战略转型，车规级导电型碳化硅衬底产品达到行业领先水平，公司高品质6英寸导电型衬底产品已经向国际头部客户大规模批量供应。同时，公司在8英寸导电型衬底产品质量和批量供应能力领先，推动头部客户积极向8英寸转型。公司也将逐步根据下游市场客户情况，合理提升8英寸产

品产能。此外，2023年公司宣布业内首创完成8英寸导电型碳化硅衬底的液相法制备。目前公司衬底产品性能及核心指标达到国内领先、国际先进水平。

- **盈利预测和投资评级** 作为国内碳化硅衬底领军企业，公司有望凭借技术、产能及客户端的优势，继续巩固市场地位，保持稳定增长。同时，随着第三代半导体行业新进企业的逐步增加，行业竞争或将面临加剧风险，因此我们小幅下调公司盈利预测，预计公司2024-2026年营业收入分别为24.61/34.39/44.14亿元，2024-2026年归母净利润分别1.73/3.24/5.05亿元。2024-2026年PS分别为8/6/4倍。公司作为国内碳化硅领先企业，在高端产品持续保持领先地位，维持“买入”评级。
- **风险提示** 1) 新能源行业需求不及预期 2) SiC衬底行业竞争加剧 3) 大尺寸碳化硅衬底国产替代进程不确定性风险 4) 公司产能释放不及预期 5) 公司技术突破不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1251	2461	3439	4414
增长率(%)	200	97	40	28
归母净利润(百万元)	-46	173	324	505
增长率(%)	74	478	87	56
摊薄每股收益(元)	-0.11	0.40	0.75	1.18
ROE(%)	-1	3	6	8
P/E	—	113.89	60.77	39.00
P/B	5.43	3.65	3.44	3.16
P/S	22.70	8.00	5.73	4.46
EV/EBITDA	204.49	33.96	23.99	17.99

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：天岳先进盈利预测表

证券代码:	688234				股价:	45.85				投资评级:	买入				日期:	2024/04/12			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	-1%	3%	6%	8%	EPS	-0.11	0.40	0.75	1.18										
毛利率	16%	24%	28%	29%	BVPS	12.16	12.56	13.32	14.49										
期间费率	13%	9%	11%	10%	<b>估值</b>														
销售净利率	-4%	7%	9%	11%	P/E	—	113.89	60.77	39.00										
<b>成长能力</b>					P/B	5.43	3.65	3.44	3.16										
收入增长率	200%	97%	40%	28%	P/S	22.70	8.00	5.73	4.46										
利润增长率	74%	478%	87%	56%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.20	0.34	0.45	0.53	营业收入	1251	2461	3439	4414										
应收账款周转率	5.60	5.28	4.49	4.32	营业成本	1053	1869	2473	3122										
存货周转率	1.53	1.99	2.17	2.38	营业税金及附加	8	15	17	24										
<b>偿债能力</b>					销售费用	20	44	69	106										
资产负债率	24%	27%	28%	28%	管理费用	154	206	310	353										
流动比	2.15	1.92	1.94	2.08	财务费用	-13	-20	0	4										
速动比	1.30	1.06	1.03	1.18	其他费用/(-收入)	137	197	292	331										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>营业利润</b>	<b>-57</b>	<b>203</b>	<b>381</b>	<b>594</b>										
现金及现金等价物	1305	798	676	905	营业外净收支	1	0	0	0										
应收款项	364	796	1099	1396	<b>利润总额</b>	<b>-56</b>	<b>204</b>	<b>381</b>	<b>594</b>										
存货净额	843	1038	1236	1388	所得税费用	-10	31	57	89										
其他流动资产	292	441	563	671	<b>净利润</b>	<b>-46</b>	<b>173</b>	<b>324</b>	<b>505</b>										
<b>流动资产合计</b>	<b>2804</b>	<b>3074</b>	<b>3575</b>	<b>4360</b>	少数股东损益	0	0	0	0										
固定资产	3418	3505	3594	3629	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-46</b>	<b>173</b>	<b>324</b>	<b>505</b>										
在建工程	205	293	248	156	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	458	466	475	484	<b>经营活动现金流</b>	<b>13</b>	<b>66</b>	<b>334</b>	<b>604</b>										
长期股权投资	27	40	55	72	净利润	-46	173	324	505										
<b>资产总计</b>	<b>6911</b>	<b>7378</b>	<b>7947</b>	<b>8700</b>	少数股东损益	0	0	0	0										
短期借款	3	5	7	9	折旧摊销	227	382	424	463										
应付款项	1070	1104	1168	1258	公允价值变动	-7	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-179	-483	-380	-310										
其他流动负债	231	489	669	826	<b>投资活动现金流</b>	<b>123</b>	<b>-573</b>	<b>-458</b>	<b>-377</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>1304</b>	<b>1598</b>	<b>1843</b>	<b>2092</b>	资本支出	-1395	-565	-477	-415										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-3	-13	-16	-17										
其他长期负债	381	381	381	381	其他	1522	6	34	54										
<b>长期负债合计</b>	<b>381</b>	<b>381</b>	<b>381</b>	<b>381</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-6</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>										
<b>负债合计</b>	<b>1685</b>	<b>1980</b>	<b>2224</b>	<b>2473</b>	债务融资	0	2	2	2										
股本	430	430	430	430	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	5227	5398	5722	6228	其它	-6	0	0	0										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6911</b>	<b>7378</b>	<b>7947</b>	<b>8700</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>129</b>	<b>-507</b>	<b>-122</b>	<b>229</b>										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【电子小组介绍】

郑奇，电子行业分析师，北京理工大学工学硕士。7年实业经验，3年证券研究经验。

高力洋，电子行业分析师，福特汉姆大学硕士，加州大学圣巴巴拉分校学士，2年证券研究经验。

## 【分析师承诺】

郑奇，高力洋，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与

本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。