

天岳先进 (688234)

23 年报点评: 海外市场开拓顺利, 跃居导电型碳化硅衬底全球前三

买入 (维持)

2024 年 04 月 16 日

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 鲍娴颖

执业证书: S0600521080008

baoxy@dwzq.com.cn

研究助理 李璐彤

执业证书: S0600122080016

lilt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	417.03	1,250.70	2,268.84	3,445.75	5,099.50
同比	-15.56%	199.90%	81.41%	51.87%	47.99%
归母净利润 (百万元)	-175.68	-45.72	151.48	390.24	838.43
同比	-295.31%	73.98%	431.32%	157.62%	114.85%
EPS-最新摊薄 (元/股)	-0.41	-0.11	0.35	0.91	1.95
P/E (现价&最新摊薄)	-	-	129.01	50.08	23.31

关键词: #业绩符合预期 #产能扩张 #新产品、新技术、新客户

事件: 公司发布 2023 年报

■ 23 全年业绩符合预期, 规模效应带动盈利能力持续提升。23 全年, 公司实现营收 12.5 亿元, YoY+200%, 归母净利润-0.5 亿元, YoY+74%; 23Q4, 公司实现营收 4.3 亿元, YoY+189%, 归母净利润 0.2 亿元, YoY+139%。受益于碳化硅在新能源领域各应用中持续渗透、市场规模持续高增, 公司作为国际第一梯队衬底厂商, 凭借技术、产能、客户优势实现业绩高速增长。23Q4 毛利率 17.8%、环比基本持平, 归母净利率 5.3%、环比+4.3pcts, 规模效应有望带动盈利能力持续提升。

■ 23 年海外市场开拓顺利, 全球导电型碳化硅衬底市占率跃居全球前三。23 年公司在全球导电型碳化硅衬底市占率跃居全球前三, 碳化硅衬底销售量达 22.6 万片, 同增 255%。海外市场开拓顺利, 23 年境内、境外分别实现营收 6.7 亿元、4.1 亿元, 同增 140%、822%, 毛利率 10.6%、29.0%, 境内外毛利率差异主要系产品结构、竞争格局差异所致。

1) 技术端, 8 英寸导电型衬底已实现批量供应: 目前全球各大厂商量产的 SiC 导电型衬底均以 PVT 法 6 英寸产品为主, 公司是继 Wolfspeed 后全球第二家宣布批量供应 8 英寸导电型碳化硅衬底的厂商。

2) 产能端, 临港 96 万片年产能将迎爬坡: 公司目前已形成山东济南、上海临港、山东济宁碳化硅半导体材料生产基地, 上海临港工厂于 23 年中开启产品交付, 已完成年产 30 万片导电型衬底的产能建设, 23 年上海天岳实现营收 4.0 亿元, 并在持续推进第二阶段产能提升规划。

3) 客户端, 加速出海至英飞凌、博世等国际大厂: 客户方面, 全球前十大功率半导体企业超过 50% 已成为公司客户, 23 年公司已与英飞凌、博世等客户签署了新的长期合作协议, 占英飞凌导电型衬底和晶棒需求的两位数水平, 并将助力英飞凌向 8 英寸产品转型。

■ 盈利预测与投资评级: 新能源市场景气度下行, 车企、光伏逆变器厂商降本诉求提升。基于此, 我们下调对公司的盈利预测, 预计 24-26 年营业收入为 22.7/34.5/51.0 亿元 (前次 24-25 年预测值为 26.3/41.6 亿元), 当前市值对应 PS 分别为 8.9/5.9/4.0 倍, 我们看好碳化硅在新能源场景的加速渗透, 及公司作为国产衬底龙头的稀缺性, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 下游需求不及预期的风险; 产能、产量提升不及预期的风险; 市场竞争加剧的风险; 技术迭代不及预期的风险; 供应商和客户集中度较高的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	45.48
一年最低/最高价	40.88/90.00
市净率(倍)	3.74
流通 A 股市值(百万元)	12,023.79
总市值(百万元)	19,543.26

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.16
资产负债率(% ,LF)	24.38
总股本(百万股)	429.71
流通 A 股(百万股)	264.38

相关研究

《天岳先进(688234): 23 年三季报点评: Q3 扭亏为盈, 产能扩张、客户订单高歌猛进》

2023-10-27

《天岳先进(688234): 国产碳化硅衬底龙头, 业绩拐点将至》

2023-09-12

天岳先进三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,804</b>	<b>3,211</b>	<b>4,268</b>	<b>5,918</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,251</b>	<b>2,269</b>	<b>3,446</b>	<b>5,100</b>
货币资金及交易性金融资产	1,305	1,340	1,942	3,111	营业成本(含金融类)	1,053	1,852	2,629	3,650
经营性应收款项	513	701	879	1,170	税金及附加	8	11	14	15
存货	843	1,019	1,290	1,476	销售费用	20	27	34	51
合同资产	0	0	0	0	管理费用	154	204	276	357
其他流动资产	143	151	157	162	研发费用	137	159	207	306
<b>非流动资产</b>	<b>4,107</b>	<b>4,401</b>	<b>4,188</b>	<b>3,800</b>	财务费用	(13)	(80)	(83)	(131)
长期股权投资	27	27	27	27	加:其他收益	56	68	69	102
固定资产及使用权资产	3,436	3,756	3,550	3,153	投资净收益	16	23	34	51
在建工程	205	164	131	105	公允价值变动	7	0	0	0
无形资产	273	288	313	348	减值损失	(27)	(10)	(15)	(20)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	16	16	16	16	<b>营业利润</b>	<b>(57)</b>	<b>176</b>	<b>457</b>	<b>984</b>
其他非流动资产	151	151	151	151	营业外净收支	1	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>6,911</b>	<b>7,613</b>	<b>8,456</b>	<b>9,718</b>	<b>利润总额</b>	<b>(56)</b>	<b>178</b>	<b>459</b>	<b>986</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,304</b>	<b>1,906</b>	<b>2,357</b>	<b>2,778</b>	减:所得税	(10)	27	69	148
短期借款及一年内到期的非流动负债	3	4	5	6	<b>净利润</b>	<b>(46)</b>	<b>151</b>	<b>390</b>	<b>838</b>
经营性应付款项	1,070	1,543	1,899	2,230	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	99	136	172	204	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(46)</b>	<b>151</b>	<b>390</b>	<b>838</b>
其他流动负债	131	222	280	338	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.11)	0.35	0.91	1.95
非流动负债	381	383	385	387	EBIT	(93)	98	376	856
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	134	844	1,240	1,804
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.81	18.36	23.69	28.43
租赁负债	15	17	19	21	归母净利率(%)	(3.66)	6.68	11.33	16.44
其他非流动负债	366	366	366	366	收入增长率(%)	199.90	81.41	51.87	47.99
<b>负债合计</b>	<b>1,685</b>	<b>2,289</b>	<b>2,742</b>	<b>3,165</b>	归母净利润增长率(%)	73.98	431.32	157.62	114.85
归属母公司股东权益	5,227	5,324	5,714	6,552					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,227</b>	<b>5,324</b>	<b>5,714</b>	<b>6,552</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,911</b>	<b>7,613</b>	<b>8,456</b>	<b>9,718</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	13	1,104	1,215	1,675	每股净资产(元)	12.16	12.39	13.30	15.25
投资活动现金流	123	(1,015)	(614)	(507)	最新发行在外股份(百万股)	430	430	430	430
筹资活动现金流	(6)	(52)	1	0	ROIC(%)	(1.44)	1.57	5.77	11.81
现金净增加额	129	36	602	1,169	ROE-摊薄(%)	(0.87)	2.85	6.83	12.80
折旧和摊销	227	746	863	948	资产负债率(%)	24.38	30.07	32.43	32.57
资本开支	(1,395)	(1,038)	(648)	(558)	P/E(现价&最新股本摊薄)	-	129.01	50.08	23.31
营运资本变动	(179)	220	(20)	(81)	P/B(现价)	3.74	3.67	3.42	2.98

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>