

# 天岳先进 (688234.SH)

增持

1Q24 盈利水平大幅改善，产品与客户拓展保持领先

## 核心观点

**营收连续八个季度增长，1Q24 扣非归母净利润同比扭亏。**公司 23 年实现营收 12.5 亿元 (YoY+200%)，扣非归母净利润-1.13 亿元 (YoY+56%)，毛利率 15.8% (YoY+21.6pct)；公司自 4Q23 起利润端步入改善区间，4Q23 实现扣非净利润转正 (0.01 万元)；在此基础上，1Q24 公司实现扣非净利润 4361 万元，同比扭亏，环比显著增加；毛利率 21.92% (YoY+9.85pct QoQ+4.08%)。随临港工厂产能释放，规模效应逐步体现，费用端持续优化，公司盈利水平改善。

**导电衬底进展迅速，23 年海外收入增至 4.11 亿元。**公司陆续获得全球头部客认可，22 年公司与中国汽车电子知名企业博世集团签署长期协议，成为其碳化硅衬底片供应商。23 年英飞凌亦公布与公司达成衬底及晶锭的供应协议，供应量预计将占英飞凌长期需求量的两位数份额，为公司陆续带来业绩增量。在此基础上，公司车规级导电型碳化硅衬底行业领先，目前已向国际客户大批量供应。

**上海工厂已实现产品交付，年销量超 20 万片。**22 年公司调整了部分现有济南工厂产能，逐步加大导电型衬底产能产量，并进行了工厂数字化的技术储备。公司新建的上海工厂已经进入产品交付阶段，原计划临港工厂 2026 年 30 万片导电型衬底的产能规划提前实现。在此基础上，上海工厂通过数字化技术持续优化工艺，可减少人员数量，费用开支逐步优化。

**8 英寸产品开发快速推进，各项核心技术进一步优化。**公司在设备设计、热场设计、粉料合成、晶体生长、衬底加工等核心技术上均实现升级：具备精确的热场仿真、模拟和设计能力，通过高纯原料粉、生长过程中缺陷的精准控制以及衬底精密加工等技术优化以实现良率的提升。此外，公司在液相法领域扩径 (8 英寸) 和掺杂技术 (P 型) 等方面均取得进展；未来，通过和英飞凌等国际龙头合作，公司有望在 8 英寸衬底等领域占据先发优势。

**投资建议：**中长期我们看好公司在导电碳化硅衬底的领先身位，短期参考公司 23 年及 1Q24 的产能释放节奏与费用率情况，下调公司费用率，预计公司 24-26 年归母净利润 1.18/2.25/3.92 亿元 (前值：24-25 年 0.79/2.00 亿元)，维持“增持”评级。

**风险提示：**新能源发电及汽车需求不及预期等。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	417	1,251	1,934	2,583	3,247
(+/-%)	-15.6%	199.9%	54.6%	33.6%	25.7%
净利润 (百万元)	-175	-46	118	225	392
(+/-%)	-294.8%	73.9%	358.7%	90.6%	73.9%
每股收益 (元)	-0.41	-0.11	0.17	0.32	0.55
EBIT Margin	-66.4%	-9.7%	-0.6%	1.7%	7.6%
净资产收益率 (ROE)	-3.3%	-0.9%	1.0%	1.9%	3.1%
市盈率 (PE)	-136.2	-522.0	334.8	175.6	101.0
EV/EBITDA	-182.1	269.3	89.5	71.7	49.5
市净率 (PB)	4.54	4.57	3.34	3.28	3.18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 电子·半导体

证券分析师：胡剑  
021-60893306  
hujian1@guosen.com.cn  
S0980521080001

证券分析师：叶子  
0755-81982153  
yezi3@guosen.com.cn  
S0980522100003

证券分析师：胡慧  
021-60871321  
huhui2@guosen.com.cn  
S0980521080002

证券分析师：周靖翔  
021-60375402  
zhoujingxiang@guosen.com.cn  
S0980522100001

### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	55.54 元
总市值/流通市值	23866/14683 百万元
52 周最高价/最低价	84.69/40.88 元
近 3 个月日均成交额	179.74 百万元

### 市场走势



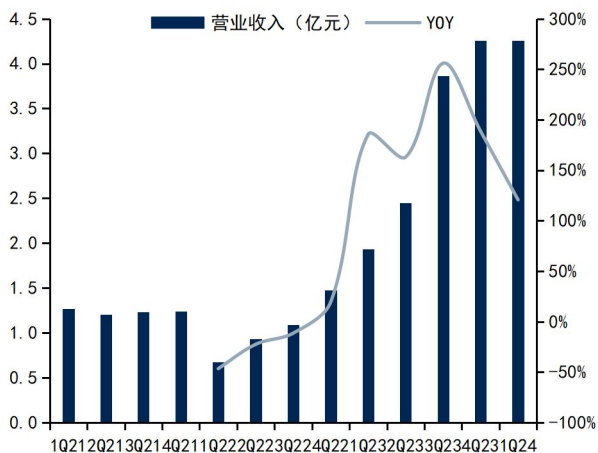
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《天岳先进 (688234.SH) -3Q23 单季度归母净利润转正，营收同比增长 256%》——2023-11-03

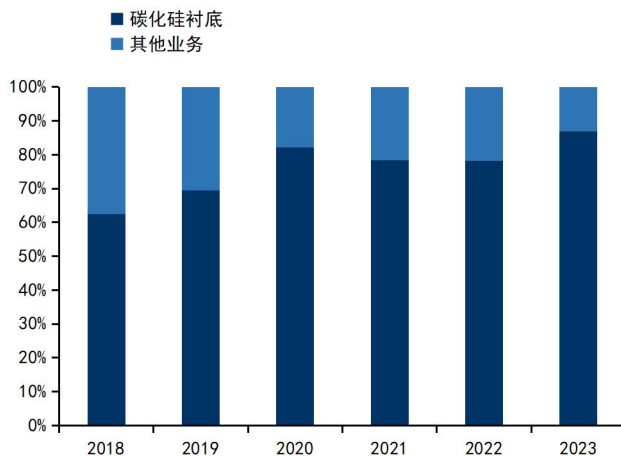
《天岳先进 (688234.SH) -一季度营收同环比提升，毛利率逐季环比改善》——2023-05-07

图1: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



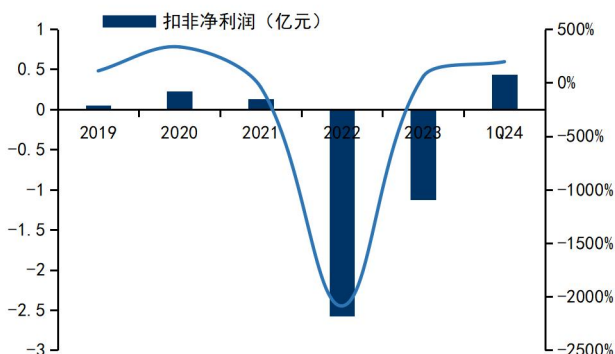
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构 (单位: 亿元)



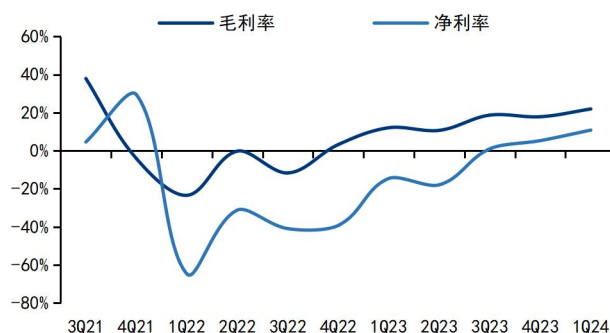
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



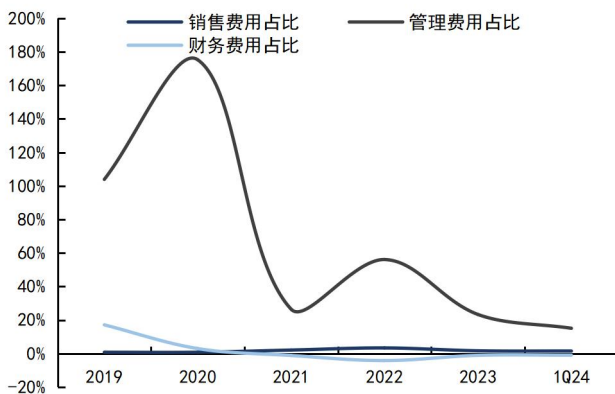
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率与净利率情况 (单位: %、%)



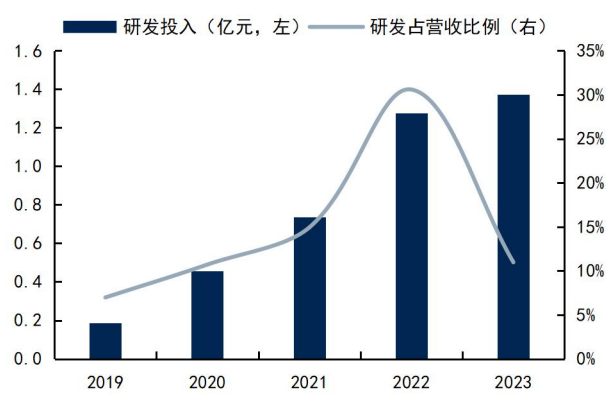
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司近五年研发投入及占营收比例 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	685	1030	7251	7260	7214	营业收入	417	1251	1934	2583	3247
应收款项	176	388	599	801	1007	营业成本	441	1053	1525	2038	2405
存货净额	533	843	1057	1498	1793	营业税金及附加	5	8	12	16	20
其他流动资产	1920	543	703	860	1016	销售费用	14	20	23	26	30
<b>流动资产合计</b>	<b>3314</b>	<b>2804</b>	<b>9611</b>	<b>10419</b>	<b>11030</b>	管理费用	106	154	220	272	332
固定资产	2200	3623	3854	4014	4333	研发费用	128	137	165	189	215
无形资产及其他	253	273	262	251	240	财务费用	(17)	(13)	(103)	(181)	(181)
其他长期资产	99	185	185	185	185	投资收益	2	16	6	8	10
长期股权投资	0	27	27	27	27	资产减值及公允价值变动	25	(9)	(4)	(11)	(19)
<b>资产总计</b>	<b>5866</b>	<b>6911</b>	<b>13938</b>	<b>14895</b>	<b>15815</b>	其他	53	45	39	33	27
短期借款及交易性金融负债	1	3	3	2	3	营业利润	(179)	(57)	133	255	444
应付款项	185	1070	1342	1901	2275	营业外净收支	2	1	2	1	1
其他流动负债	127	230	295	408	490	<b>利润总额</b>	<b>(177)</b>	<b>(56)</b>	<b>134</b>	<b>256</b>	<b>445</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>313</b>	<b>1304</b>	<b>1640</b>	<b>2311</b>	<b>2768</b>	所得税费用	(2)	(10)	16	31	53
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	302	381	453	514	584	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(175)</b>	<b>(46)</b>	<b>118</b>	<b>225</b>	<b>392</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>302</b>	<b>381</b>	<b>453</b>	<b>514</b>	<b>584</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>615</b>	<b>1685</b>	<b>2093</b>	<b>2825</b>	<b>3352</b>	净利润	(175)	(46)	118	225	392
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	9	16	17	29	32
股东权益	5251	5227	11845	12070	12462	折旧摊销	142	217	478	549	622
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5866</b>	<b>6911</b>	<b>13938</b>	<b>14895</b>	<b>15815</b>	公允价值变动损失	(34)	(7)	(14)	(18)	(13)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	2	1	(103)	(181)	(181)
每股收益	(0.41)	(0.11)	0.17	0.32	0.55	营运资本变动	9	322	(164)	(48)	(116)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	(11)	(490)	86	153	148
每股净资产	12.22	12.16	16.61	16.93	17.48	<b>经营活动现金流</b>	<b>(59)</b>	<b>13</b>	<b>418</b>	<b>707</b>	<b>884</b>
ROIC	-9%	-2%	-0%	1%	4%	资本开支	(1034)	(1395)	(698)	(698)	(930)
ROE	-3%	-1%	1%	2%	3%	其它投资现金流	(1746)	1519	0	0	0
毛利率	-6%	16%	21%	21%	26%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2780)</b>	<b>123</b>	<b>(698)</b>	<b>(698)</b>	<b>(930)</b>
EBIT Margin	-66%	-10%	-1%	2%	8%	权益性融资	3239	0	6500	0	0
EBITDA Margin	-32%	8%	24%	23%	27%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-16%	200%	55%	34%	26%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
净利润增长率	-295%	74%	359%	91%	74%	其它融资现金流	(60)	(6)	0	(1)	1
资产负债率	10%	24%	15%	19%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>3179</b>	<b>(6)</b>	<b>6500</b>	<b>(1)</b>	<b>1</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>现金净变动</b>	<b>340</b>	<b>129</b>	<b>6221</b>	<b>9</b>	<b>(45)</b>
P/E	(136.2)	(522.0)	334.8	175.6	101.0	货币资金的期初余额	343	682	812	7032	7042
P/B	4.5	4.6	3.3	3.3	3.2	货币资金的期末余额	682	812	7032	7042	6996
EV/EBITDA	(182.1)	269.3	89.5	71.7	49.5	企业自由现金流	(1157)	(955)	(394)	(160)	(209)
						权益自由现金流	(1217)	(961)	(303)	(1)	(49)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032