

天岳先进 (688234.SH) / 电子

证券研究报告/公司点评

2024年8月28日

评级：买入（维持）

市场价格：46.85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

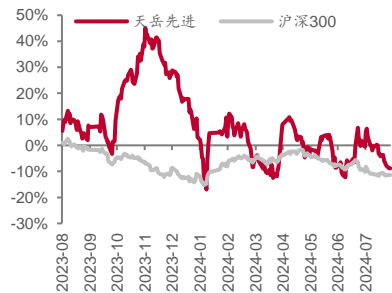
分析师：游凡

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)	264
市价(元)	46.85
市值(百万元)	20,132
流通市值(百万元)	12,386

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	417	1,251	2,410	3,450	5,000
增长率 yoy%	-16%	200%	93%	43%	45%
净利润(百万元)	-175	-46	147	374	559
增长率 yoy%	-295%	74%	422%	154%	49%
每股收益(元)	-0.41	-0.11	0.34	0.87	1.30
每股现金流量	-0.14	0.03	-3.15	0.90	1.24
净资产收益率	-3%	-1%	3%	7%	9%
P/E	-114.9	-440.3	136.6	53.8	36.0
P/B	3.8	3.9	3.8	3.6	3.3

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价按8月28日收盘价进行计算

投资要点
■ 事件：公司发布2024年半年报

【24H1】公司实现营收9.12亿元，同增108.27%；归母净利1.02亿元，同增241.40%；扣非归母净利0.96亿元，同增187.16%；毛利率23.01%，同增11.71pcts；净利率11.18%，同增27.62pcts。

【24Q2】公司实现营收4.86亿元，同增98.49%，环增14.10%；归母净利0.56亿元，同增227.08%，环增21.02%；扣非后归母净利0.53亿元，同增181.16%，环增20.67%；毛利率23.97%，同增13.28pcts，环增2.05pcts；净利率11.52%，同增29.48pcts，环增0.72pcts。

公司盈利能力快速提升。毛利率同比大幅增长主要系：1) 下游需求旺盛，公司产能利用率提升；2) 公司优化工艺流程，持续提升良率；3) 产能规模扩大，规模效应凸显。净利率同比大幅增长除了毛利率提升带动外，还主要因为公司营收体量快速增长，期间费用率影响减小，24Q1/24Q2期间费用率分别是15.05%/15.07%，相较于23Q1/23Q2的38.10%/35.59%有着大幅下降。

■ 订单与交付能力上升，带动24Q2营收持续爆发

——订单：23年公司同英飞凌、博世签订长期订单，公司6英寸导电型衬底和晶棒占英飞凌需求两位数水平，同时公司还将助力英飞凌向8英寸产品转型；截至24H1，全球前十大功率半导体厂商超过50%已成为公司客户。

——交付：23年中临港厂开启交付，爬坡进度超预期，有力支撑营收放量，2023年天岳先进(SICC)跃居全球导电型碳化硅衬底材料市场占有率全球前三。

订单与交付上升，带动24Q2营收延续高增态势。

■ 碳化硅上车渗透率持续提升，风光储等需求进一步打开空间

碳化硅渗透率持续提升：碳化硅耐高压和导通损耗较IGBT更好、体积更小、发热更小，为800V平台首选；2023年6-11月800V车型中碳化硅车型占比分别为15%/18%/29%/35%/39%/45%（据NE时代），渗透率持续提升；

风光储等领域有望成汽车以外对碳化硅需求的推动力，目前碳化硅在风光新能源、电网、数据中心、低空飞行等领域有着突出的发展趋势，有望在未来持续打开向上空间。

■ 二期扩产+8英寸升级双管齐下，奠定高增基础

二期扩产：23年5月临港厂开启交付，一期年产30万片产能已经实现，二期年产96万片产能规划正在持续推进；

8英寸升级：公司积极推动行业向8英寸碳化硅衬底转型，目前不仅实现8英寸碳化硅衬底国产化替代，也率先实现海外客户批量销售；公司上海临港工厂二期8英寸碳化硅衬底扩产计划正在推进中。

■ 投资建议

我们维持对公司2024-26年营收为24.1/34.5/50.0亿元的预测不变，对应PS为8/6/4倍，天岳先进临港工厂放量顺利，下游客户需求旺盛，同时产品良率提升带来盈利性提升，公司

正迎来营收、净利双双持续改善。维持“买入”评级。

■ **风险提示**

下游新能源车景气不及预期，研发进展不及预期，产能爬坡不及预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,030	723	1,035	1,500	营业收入	1,251	2,410	3,450	5,000
应收票据	56	240	205	339	营业成本	1,053	1,793	2,284	3,309
应收账款	309	558	931	1,247	税金及附加	8	17	24	34
预付账款	144	181	282	398	销售费用	20	36	55	80
存货	843	1,852	2,315	3,140	管理费用	154	241	345	500
合同资产	0	0	0	0	研发费用	137	241	345	450
其他流动资产	423	1,101	1,515	1,398	财务费用	-13	22	80	98
流动资产合计	2,804	4,655	6,283	8,022	信用减值损失	-11	-4	-5	-7
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-16	-10	-12	-12
长期股权投资	27	27	27	27	公允价值变动收益	7	10	13	16
固定资产	3,418	3,519	3,671	3,870	投资收益	16	5	6	7
在建工程	205	305	305	205	其他收益	56	92	87	89
无形资产	273	276	278	280	营业利润	-57	153	406	622
其他非流动资产	185	128	139	152	营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	4,107	4,255	4,419	4,533	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	6,911	8,910	10,702	12,555	利润总额	-56	154	407	623
短期借款	3	2,103	2,905	3,174	所得税	-10	7	33	64
应付票据	367	208	353	683	净利润	-46	147	374	559
应付账款	703	738	1,142	1,742	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	-46	147	374	559
合同负债	99	111	206	309	NOPLAT	-57	169	448	647
其他应付款	26	17	21	21	EPS (按最新股本摊薄)	-0.11	0.34	0.87	1.30
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	105	125	162	230	主要财务比率				
流动负债合计	1,304	3,302	4,790	6,160	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
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	199.9%	92.7%	43.2%	44.9%
其他非流动负债	381	318	334	344	EBIT增长率	64.3%	354.0%	176.0%	48.1%
非流动负债合计	381	318	334	344	归母公司净利润增长率	73.9%	422.3%	154.1%	49.2%
负债合计	1,685	3,620	5,124	6,504	获利能力				
归属母公司所有者权益	5,227	5,290	5,578	6,051	毛利率	15.8%	25.6%	33.8%	33.8%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	-3.7%	6.1%	10.9%	11.2%
所有者权益合计	5,227	5,290	5,578	6,051	ROE	-0.9%	2.8%	6.7%	9.2%
负债和股东权益	6,911	8,910	10,702	12,555	ROIC	-1.4%	2.5%	6.3%	8.2%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	24.4%	40.6%	47.9%	51.8%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	7.4%	45.8%	58.1%	58.2%
经营活动现金流	13	-1,355	385	534	流动比率	2.2	1.4	1.3	1.3
现金收益	161	509	804	1,020	速动比率	1.5	0.8	0.8	0.8
存货影响	-310	-1,008	-464	-824	营运能力				
经营性应收影响	-281	-462	-426	-554	总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4
经营性应付影响	890	-134	554	930	应收账款周转天数	64	65	78	78
其他影响	-447	-260	-82	-37	应付账款周转天数	152	145	148	157
投资活动现金流	123	-874	-725	-166	存货周转天数	235	271	328	297
资本支出	-1,663	-543	-503	-463	每股指标(元)				
股权投资	-27	0	0	0	每股收益	-0.11	0.34	0.87	1.30
其他长期资产变化	1,813	-331	-222	297	每股经营现金流	0.03	-3.15	0.90	1.24
融资活动现金流	-6	1,922	652	97	每股净资产	12.16	12.31	12.98	14.08
借款增加	2	2,100	803	269	估值比率				
股利及利息支付	0	235	604	929	P/E	-440	137	54	36
股东融资	0	0	0	0	P/B	4	4	4	3
其他影响	-8	-413	-755	-1,101	EV/EBITDA	-861	-251	-155	-120

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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。