

天岳先进 (688234)

碳化硅龙一卡位 AR 眼镜核心环节

买入 (维持)

2025 年 03 月 03 日

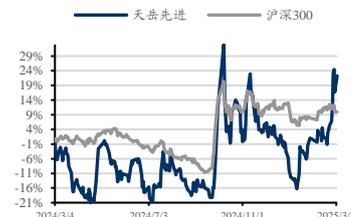
证券分析师 陈海进

执业证书: S0600525020001

chenhj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	417.04	1,250.70	1,761.22	2,372.00	3,324.63
同比 (%)	(15.56)	199.90	40.82	34.68	40.16
归母净利润 (百万元)	(175.68)	(45.72)	178.80	315.06	488.17
同比 (%)	(295.31)	73.98	491.07	76.21	54.94
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.41)	(0.11)	0.42	0.73	1.14
P/E (现价&最新摊薄)	(111.24)	(427.45)	109.30	62.03	40.03

股价走势



投资要点

■ **事件:** 碳化硅标的天岳先进发布招股书提到: 碳化硅波导具备较高折射率 (2.7), 有望通过单层波导片解决全彩 SRG 衍射波导的彩虹纹问题, 从而实现波导片的轻量化。预估 2030 年出货量有望达到 6000w 件。

■ **卡位 AR 眼镜核心环节光波导:** 碳化硅光波导是与 SOC 具备同等重要性的核心环节! AR 的三大痛点是算力、显示、光学, 这三块是 AR 功耗、重量和成本的核心来源。核心的零部件对应分别是 SOC、Micro-LED、碳化硅波导片。碳化硅 (sic) 波导片的降本进度直接决定 AR 眼镜放量进度。

碳化硅波导在大 FOV、全彩化、轻量化等方面优势显著。 现阶段表面浮雕衍射光波导 (SRG) 的全彩化难点在于, 不同波长光的衍射率不同, 因而存在彩虹纹的问题。现行业内多用玻璃晶圆刻蚀方案解决。但玻璃基材 (2.0 折射率) 优化彩虹纹时需要做多层波导方案, 做出的波导片较为厚重, 光损也更高。改换碳化硅基材能够显著优化彩虹纹问题、做大 FOV, 并降低重量。Meta 24 年 9 月发布的原型机 Orion 采用碳化硅波导, 其光机模组厚度降至 5mm 以下, 重量减轻 40%, 光效提升至 85%。

■ **碳化硅衬底在 AR 市场空间: 远期 300 亿元。** 考虑产业发展远期, 预期单片波导片中 sic 衬底成本下探至 600~700 元, 双目 AR 整机成本有望降至 3500 元。该价格下, AR 眼镜有望对标智能手表 场景, 实现 2000 万~3000 万放量, 单 AR 眼镜中 sic 衬底 ASP 1300 元, 对应 300 亿元市场空间!

■ **预期差: 产业链推进速度超此前市场的预期。**

24.09 Meta Orion AR 眼镜原型机发布, 采用 sic 表面浮雕衍射光波导。

25.02 天岳招股书提到 sic 表面浮雕衍射光波导能够有效解决彩虹纹并减重, 成为下一代 AR 的理想选择。

25.02 龙旗科技、晶盛机电、XREAL 与鲲游光电就 AR 达成合作。

25.02 三安光电与国外头部 AR 终端厂商、国内光学元件代工厂等重点客户紧密合作, 目前已向多家客户送样验证。

25.02 天科合达与 AR 光学技术厂商慕德微纳签署战略投资协议, 共同研发下一代 AR 眼镜镜片技术。

■ **盈利预测与投资评级:** 新能源市场景气度普通, 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 17.6/23.7/33.2 亿元 (前次 24-26 年预测值为 22.7/34.5/51.0 亿元), 当前市值对应 PS 分别为 17.0/12.6/9.0 倍, 我们看好碳化硅在 AR 新场景的拓展, 及公司作为国产衬底龙头的稀缺性, 维持“买入”评级。

市场数据

收盘价(元)	69.55
一年最低/最高价	43.31/75.59
市净率(倍)	5.66
流通 A 股市值(百万元)	20,893.40
总市值(百万元)	29,886.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.29
资产负债率(% ,LF)	26.05
总股本(百万股)	429.71
流通 A 股(百万股)	300.41

相关研究

《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》

2024-04-16

《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

■ **风险提示:** 下游需求不及预期, 行业竞争加剧

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
流动资产	2,804	2,784	3,468	4,629	营业总收入	1,251	1,761	2,372	3,325
货币资金及交易性金融资产	1,305	1,333	1,858	2,717	营业成本(含金融类)	1,053	1,400	1,777	2,481
经营性应收款项	513	539	600	776	税金及附加	8	9	9	10
存货	843	768	863	989	销售费用	20	21	24	33
合同资产	0	0	0	0	管理费用	154	150	190	233
其他流动资产	143	144	146	147	研发费用	137	114	142	199
非流动资产	4,107	4,401	4,188	3,800	财务费用	(13)	(80)	(82)	(124)
长期股权投资	27	27	27	27	加:其他收益	56	53	47	66
固定资产及使用权资产	3,436	3,756	3,550	3,153	投资净收益	16	18	24	33
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	营业利润	(57)	208	369	572
其他非流动资产	151	151	151	151	营业外净收支	1	2	2	2
资产总计	6,911	7,185	7,656	8,428	利润总额	(56)	210	371	574
流动负债	1,304	1,451	1,605	1,887	减:所得税	(10)	32	56	86
短期借款及一年内到期的非流动负债	3	4	5	6	净利润	(46)	179	315	488
经营性应付款项	1,070	1,166	1,283	1,516	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	99	106	119	133	归属母公司净利润	(46)	179	315	488
其他流动负债	131	175	198	232	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.11)	0.42	0.73	1.14
非流动负债	381	383	385	387	EBIT	(93)	130	288	450
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	134	876	1,152	1,398
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.81	20.53	25.10	25.38
租赁负债	15	17	19	21	归母净利率(%)	(3.66)	10.15	13.28	14.68
其他非流动负债	366	366	366	366	收入增长率(%)	199.90	40.82	34.68	40.16
负债合计	1,685	1,834	1,990	2,274	归母净利润增长率(%)	73.98	491.07	76.21	54.94
归属母公司股东权益	5,227	5,351	5,666	6,154					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	5,227	5,351	5,666	6,154					
负债和股东权益	6,911	7,185	7,656	8,428					

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	1,102	1,149	1,383	每股净资产(元)	12.16	12.45	13.19	14.32
投资活动现金流	123	(1,020)	(624)	(525)	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)	2.08	4.43	6.45
现金净增加额	129	28	525	859	ROE-摊薄(%)	(0.87)	3.34	5.56	7.93
折旧和摊销	227	746	863	948	资产负债率(%)	24.38	25.53	25.99	26.98
资本开支	(1,395)	(1,038)	(648)	(558)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(427.45)	109.30	62.03	40.03
营运资本变动	(179)	185	(21)	(40)	P/B(现价)	3.74	3.65	3.45	3.18

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>