

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

增持

核心观点

公司一季度营收及归母净利润均环比大幅提升。1Q23 实现营收 1.93 亿元 (YoY+185.44%，QoQ+30.9%)，归母净利润-0.28 亿元 (YoY+35.67%，QoQ+51.37%)，扣非归母净利润-0.46 亿元 (YoY+8.76%，QoQ+48.6%)，毛利率 12.1% (YoY+35.51pct，QoQ+8.84pct)。随着济南工厂产能切换调整完成，22 年 4 季度毛利率开始改善，1Q23 已实现同环比增长，未来有望迎来盈利拐点。

导电衬底进展迅速，陆续获得海外龙头认可。22 年公司 with 全球汽车电子知名企业博世集团签署长期协议，成为碳化硅衬底片供应商。此外，英飞凌 5 月 3 日亦公布了与公司达成衬底及晶锭的供应协议；预计英飞凌碳化硅产能到 2027 将增长 10 倍以实现 2030 年前占据全球 30% 市场份额的目标。根据协议，公司第一阶段将侧重于供应 6 英寸碳化硅晶圆和晶锭，其供应量预计将占英飞凌长期需求量的两位数份额，未来将向英飞凌逐步提供 8 英寸碳化硅衬底，将为公司 23-25 年陆续带来新的业绩增量。

上海工厂已实现产品交付，建设进度超预期。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、导致临时性产能产量下滑，对全年营业收入产生影响。5 月 3 日，公司新建的上海工厂已经进入产品交付阶段，项目主要用于生产导电型碳化硅衬底材料，满足下游电动汽车、新能源、储能等碳化硅电力电子器件应用领域的广泛需求。临港工厂有望早于原规划达产，未来随着导电衬底逐步放量，公司将进入加速发展期。

半绝缘衬底保持领先，技术研发持续扩展。22 年公司在半绝缘碳化硅衬底领域市占率连续四年保持全球前三。在导电衬底端，公司取得了 IATF 16949 质量管理体系认证，为碳化硅在汽车市场的拓展提供了保障。此外，公司已实现了高品质 8 英寸导电型碳化硅衬底的制备，产品晶型均一稳定且具有良好的结晶质量；未来，在和英飞凌等国际龙头合作下，公司有望率先在 8 英寸衬底端取得更多进展。

投资建议：我们看好公司在半绝缘衬底的领先地位以及导电碳化硅衬底的快速突破，预计公司 23-25 年归母净利润-0.26/0.96/1.36 亿元 (YoY+85.4%/476.9%/40.9%)，给予“增持”评级。

风险提示：新能源发电及汽车需求不及预期，扩产节奏不及预期等。

| 盈利预测和财务指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|---------|---------|--------|-------|
| 营业收入(百万元) | 494 | 417 | 1,030 | 1,389 | 1,723 |
| (+/-%) | 16.3% | -15.6% | 147.1% | 34.8% | 24.0% |
| 净利润(百万元) | 90 | -175 | -26 | 96 | 136 |
| (+/-%) | 114.0% | -294.8% | 85.4% | 476.9% | 40.9% |
| 每股收益(元) | 0.23 | -0.41 | -0.04 | 0.14 | 0.19 |
| EBIT Margin | -1.0% | -66.4% | -16.1% | -7.9% | -3.8% |
| 净资产收益率 (ROE) | 4.0% | -3.3% | -0.2% | 0.8% | 1.1% |
| 市盈率 (PE) | 344.3 | -196.4 | -2235.0 | 593.1 | 421.0 |
| EV/EBITDA | 245.5 | -260.6 | 1185.4 | 316.4 | 212.3 |
| 市净率 (PB) | 13.93 | 6.55 | 4.87 | 4.83 | 4.77 |

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：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：李梓澎
0755-81981181
lizipeng@guosen.com.cn
S0980522090001

联系人：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn

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

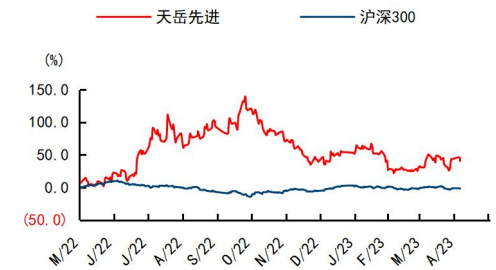
证券分析师：周靖翔
021-60375402
zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

联系人：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 增持(首次评级) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 78.50 元 |
| 总市值/流通市值 | 33732/11012 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 137.50/43.11 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 201.66 百万元 |

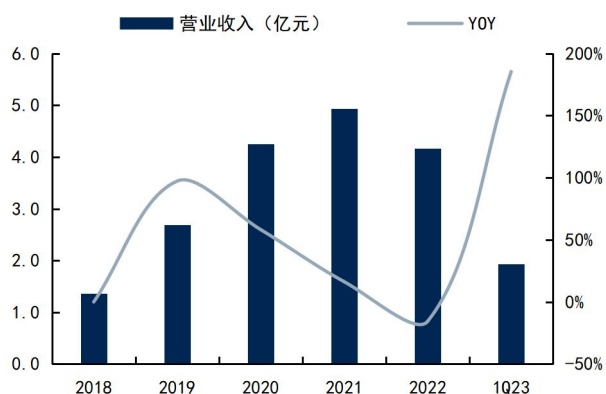
市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

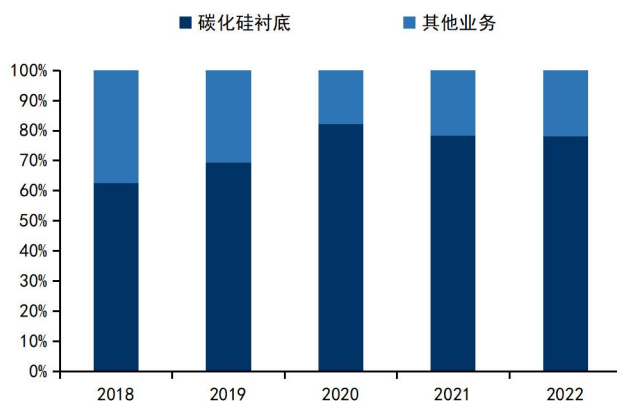
相关研究报告

图1: 公司近年营业收入及增速 (亿元、%)



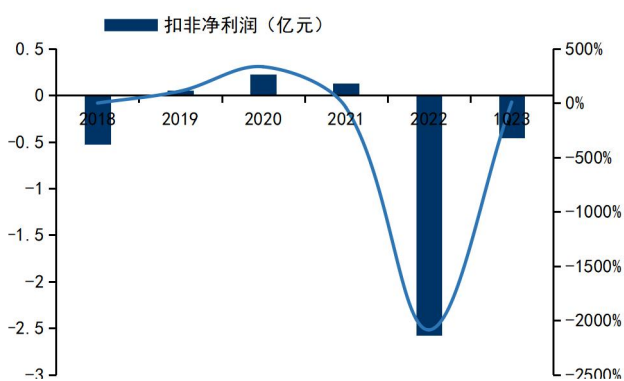
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年分产品营收结构 (%)



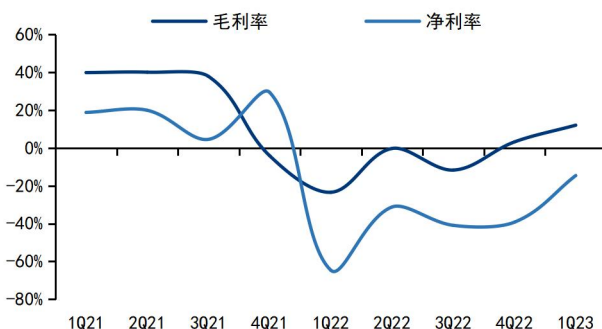
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近年扣非归母净利润及增速 (亿元、%)



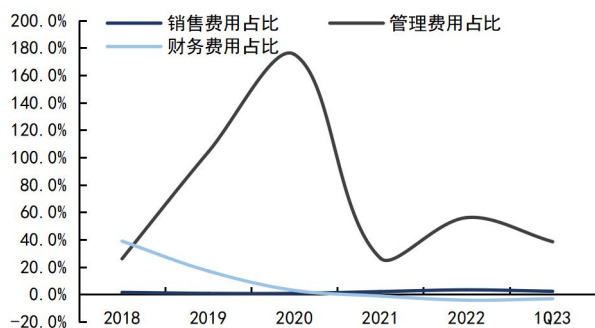
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司近年综合毛利率、净利率 (%)



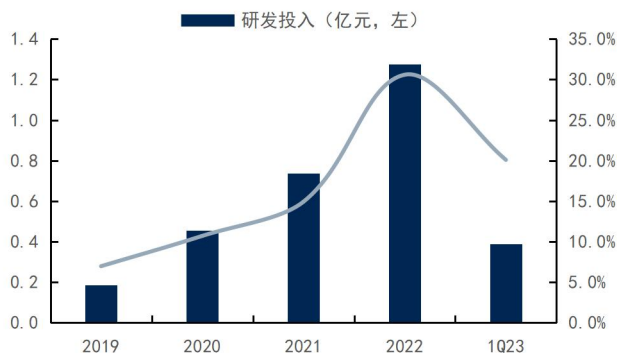
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司近年费用率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司近年研发投入及占营收比例 (亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

碳化硅产品：公司在半绝缘碳化硅衬底领域市占率保持全球前三，半绝缘衬底主要在半绝缘型碳化硅衬底上生长氮化镓外延层，最终制成 HEMT 等微波射频器件应用于信息通讯、无线电探测等领域，该领域需求相对增速比较稳定。此前，公司绝大多数收入来源于半绝缘型衬底，22 年公司济南工厂将部分产能由半绝缘切换成导电型衬底，因此半绝缘收入有所回落，预计未来随上海扩产后济南半绝缘产能保持稳中略增。另一方面，碳化硅导电衬底需求较好，22 年产量持续爬坡，季度营业收入环比快速增长，目前济南工厂导电型产品的产量已超过半绝缘型产品。未来随上海临港工厂产能释放，预计 23-25 年碳化硅衬底整体收入增速为 185%/37%/25%，对应预计 23-25 年收入约 9.3/12.8/16.0 亿元。

其他产品：包含无法达到半导体级要求的晶棒、不合格衬底等其他业务产品，通过向莫桑石等客户销售，该部分产品亦可为公司带来部分收入和利润。预计随消费复苏，该部分业务将保持 10%/10%/10%的稳定增速。

表1：公司未来 3 年收入预测表（单位：亿元）

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 4.50 | 4.17 | 10.30 | 13.89 | 17.23 |
| 碳化硅衬底 | 3.43 | 3.26 | 9.30 | 12.79 | 16.02 |
| 其他业务 | 1.07 | 0.91 | 1.00 | 1.10 | 1.21 |
| 同比增速(%) | 6% | -7% | 147% | 35% | 24% |
| 碳化硅衬底 | -2% | -5% | 185% | 37% | 25% |
| 其他业务 | 41% | -15% | 10% | 10% | 10% |
| 毛利率(%) | 21.45% | -5.75% | 18.07% | 22.07% | 26.07% |

综上所述，我们预计 22-24 年公司营收分别增长 147%/35%/24% 至 10.3/13.89/17.23 亿元，对应综合毛利率为 18.07%/22.07%/26.07%。

表2：公司未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 494 | 417 | 1030 | 1389 | 1723 |
| 营业成本 | 353 | 441 | 844 | 1082 | 1274 |
| 销售费用 | 4 | 5 | 6 | 8 | 11 |
| 管理费用 | 10 | 14 | 12 | 16 | 20 |
| 研发费用 | 57 | 106 | 179 | 210 | 258 |
| 财务费用 | 74 | 128 | 155 | 182 | 225 |
| 营业利润 | 82 | (179) | (23) | 97 | 137 |
| 利润总额 | 84 | (177) | (26) | 97 | 137 |
| 归母净利润 | 90 | (175) | (26) | 96 | 136 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

投资建议：我们看好公司在半绝缘衬底的领先地位以及导电碳化硅衬底的快速突破，预计公司 23-25 年归母净利润-0.26/0.96/1.36 亿元 (YoY+85.4%/476.9%/40.9%)，给予“增持”评级。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 344 | 685 | 6372 | 6086 | 5670 | 营业收入 | 494 | 417 | 1030 | 1389 | 1723 |
| 应收款项 | 196 | 176 | 436 | 587 | 729 | 营业成本 | 353 | 441 | 844 | 1082 | 1274 |
| 存货净额 | 386 | 533 | 1106 | 1384 | 1636 | 营业税金及附加 | 4 | 5 | 6 | 8 | 11 |
| 其他流动资产 | 64 | 1920 | 2122 | 2249 | 2374 | 销售费用 | 10 | 14 | 12 | 16 | 20 |
| 流动资产合计 | 990 | 3314 | 10036 | 10307 | 10407 | 管理费用 | 57 | 106 | 179 | 210 | 258 |
| 固定资产 | 1291 | 2200 | 2332 | 2384 | 2623 | 研发费用 | 74 | 128 | 155 | 182 | 225 |
| 无形资产及其他 | 254 | 253 | 243 | 232 | 222 | 财务费用 | (6) | (17) | (88) | (156) | (147) |
| 其他长期资产 | 83 | 99 | 99 | 99 | 99 | 投资收益 | 0 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | (6) | 25 | (1) | (6) | (3) |
| 资产总计 | 2618 | 5866 | 12708 | 13022 | 13352 | 其他 | 86 | 53 | 55 | 56 | 56 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 营业利润 | 82 | (179) | (23) | 97 | 137 |
| 应付款项 | 52 | 185 | 384 | 481 | 568 | 营业外净收支 | 2 | 2 | (2) | 1 | 0 |
| 其他流动负债 | 72 | 127 | 247 | 306 | 366 | 利润总额 | 84 | (177) | (26) | 97 | 137 |
| 流动负债合计 | 124 | 313 | 632 | 788 | 935 | 所得税费用 | (6) | (2) | (0) | 1 | 1 |
| 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 | 272 | 302 | 350 | 412 | 459 | 归属于母公司净利润 | 90 | (175) | (26) | 96 | 136 |
| 长期负债合计 | 272 | 302 | 350 | 412 | 459 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 396 | 615 | 983 | 1200 | 1394 | 净利润 | 90 | (175) | (26) | 96 | 136 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | 5 | 9 | 12 | 21 | 23 |
| 股东权益 | 2222 | 5251 | 11726 | 11822 | 11957 | 折旧摊销 | 132 | 142 | 215 | 294 | 340 |
| 负债和股东权益总计 | 2618 | 5866 | 12708 | 13022 | 13352 | 公允价值变动损失 | 0 | (34) | (11) | (15) | (20) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 0 | 2 | (88) | (156) | (147) |
| 每股收益 | 0.23 | (0.41) | (0.04) | 0.14 | 0.19 | 营运资本变动 | (158) | 9 | (655) | (324) | (304) |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其它 | 41 | (11) | 76 | 135 | 124 |
| 每股净资产 | 5.75 | 12.22 | 16.45 | 16.58 | 16.77 | 经营活动现金流 | 111 | (59) | (477) | 51 | 152 |
| ROIC | 0% | -9% | -4% | -2% | -1% | 资本开支 | (336) | (1034) | (336) | (336) | (569) |
| ROE | 4% | -3% | -0% | 1% | 1% | 其它投资现金流 | (3) | (1746) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 28% | -6% | 18% | 22% | 26% | 投资活动现金流 | (339) | (2780) | (336) | (336) | (569) |
| EBIT Margin | -1% | -66% | -16% | -8% | -4% | 权益性融资 | 0 | 3239 | 6500 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 26% | -32% | 5% | 13% | 16% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 16% | -16% | 147% | 35% | 24% | 支付股利、利息 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | 114% | -295% | 85% | 477% | 41% | 其它融资现金流 | (1) | (60) | 0 | (0) | 0 |
| 资产负债率 | 15% | 10% | 8% | 9% | 10% | 融资活动现金流 | (1) | 3179 | 6500 | (0) | 0 |
| 息率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 现金净变动 | (230) | 340 | 5687 | (285) | (417) |
| P/E | 344.3 | (196.4) | (2235.0) | 593.1 | 421.0 | 货币资金的期初余额 | 573 | 343 | 682 | 6369 | 6084 |
| P/B | 13.9 | 6.6 | 4.9 | 4.8 | 4.8 | 货币资金的期末余额 | 343 | 682 | 6369 | 6084 | 5667 |
| EV/EBITDA | 245.5 | (260.6) | 1185.4 | 316.4 | 212.3 | 企业自由现金流 | (367) | (1157) | (941) | (475) | (596) |
| | | | | | | 权益自由现金流 | (368) | (1217) | (854) | (321) | (451) |

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

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 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