

2023年05月15日

# 天岳先进 (688234.SH)

## 动态分析

### 订单与产能齐升，巩固碳化硅衬底龙头地位

#### 投资要点

天岳先进发布 2022 年度报告及 2023 年一季度报，2022 年实现营收 4.17 亿元，同比下降 15.56%；归母净利润为-1.75 亿元，同比下降 294.80%；毛利率-5.75%，净利率为-42.02%。公司 2023 年一季度实现营收 1.93 亿元，环比增长 30.41%，同比增长 185.44%；归母净利润为-0.28 亿元，较上年同期亏损减少；毛利率为 12.07%，环比增长 8.83pcts，同比增长 35.50pcts；净利率为-14.58%，环比增长 24.66pcts，同比增长 50.12pcts。

- ◆ 业绩变化主要原因包括：（1）产线调整致产能产量临时性下降。2022 年公司为逐步加大导电型衬底产能量产，积极调整现有产能。在主要产品结构调整过程中，因产线调整等导致临时性产能产量下降，进而致使产销规模和营业收入下降。（2）加强人才储备及培养，整体薪酬支出大幅上升。2022 年，公司加强人才储备和培养，新建产能投产所招聘人员数量较大，研发人员增加较快，整体薪酬支出大幅上升。截至 2022 年 12 月 31 日，公司研发人员 142 人，较上年同期增长 63 人。其中硕士、博士合计 50 人，占研发人员总数 35.21%，享受国务院特殊津贴专家两人。
- ◆ 加码大尺寸、N 型产品及前沿技术研发，保障公司核心竞争力。2018-2023Q1，公司研发费用为 12.31/18.73/45.50/73.74/127.56/38.78 百万元，研发费用占营收比例分别为 9.05%/6.97%/10.71%/14.93%/30.59%/20.09%。从研发费用增长层面分析，2019 年-2023 年第一季度期间，公司研发费用同比增长分别为 52.11%/142.92%/62.05%/72.99%/101.11%，2022 年公司研发费用大幅增长主要系公司加码大尺寸、N 型产品及前沿技术研发投入导致。
- ◆ 成功进入博世、英飞凌等国际厂商供应链，业绩未来可期。2022 年公司与行业内多家汽车电子、电力电子器件等领域知名客户签署长期协议（包括已经披露 13.96 亿元重大合同），其中全球汽车电子知名企业博世集团对双方合作表示高度认可，为公司后续销售持续增长提供动力。根据公司公告，天岳先进将为德国半导体制造商英飞凌应用于制造碳化硅半导体的高质量并且有竞争力的 150 毫米（6 英寸）碳化硅晶圆与晶圆，其供应量预计将占到英飞凌长期需求量两位数份额。英飞凌表示未来天岳先进将会助力其往 200mm 直径碳化硅晶圆过渡，即未来天岳先进将向英飞凌供应 8 英寸碳化硅晶圆。
- ◆ 济南工厂产能调整已达预期目标叠加上海工厂产品开始交付，营业收入有望恢复增长趋势。2022 年全年因新建上海工厂暂未释放产能，济南工厂产能受产品结构调整而出现阶段性变动，在导电型产品产能爬坡过程中，对公司全年营业收入和综合毛利率产生较大影响。随着产能调整顺利进行，2022 年各季度产量和营业收入持续上升，截至 2022 年 12 月 31 日，济南工厂产能调整已经顺利达到预期目标。根据上海临港报道，天岳先进上海工厂产品交付仪式在闵行开发区临港园区顺利举行，根据规划，上海天岳碳化硅半导体材料项目临港工厂未来将形成年产导电型

投资评级 **增持-A(首次)**  
 股价(2023-05-15) **80.03 元**

#### 交易数据

总市值(百万元)	34,389.77
流通市值(百万元)	11,226.47
总股本(百万股)	429.71
流通股本(百万股)	140.28
12 个月价格区间	125.71/51.30

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.44	-6.2	59.71
绝对收益	-3.72	-9.73	59.96

分析师 **孙远峰**  
 SAC 执业证书编号: S0910522120001  
 sunyuanfeng@huajinsec.cn

分析师 **王海维**  
 SAC 执业证书编号: S0910523020005  
 wanghaiwei@huajinsec.cn

#### 相关报告

SiC 晶圆 2.6 万块，对应衬底产品未来有望形成 30 万片/年生产能力。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2023 年至 2025 年营业收入分别为 10.83/15.15/19.54 亿元，增速分别为 159.8%/39.9%/28.9%；归母净利润分别为 0.14/1.12/2.03 亿元，增速分别为 107.9%/704.7%/81.6%。考虑到天岳先进为国内碳化硅衬底稀缺性标的，且为国内同时大规模量产导电型碳化硅衬底和半绝缘型碳化硅衬底领军企业，叠加第三代半导体渗透率逐步提升，首次覆盖，给予增持-A 建议。

◆ **风险提示：**技术迭代和研发投入不及预期的风险；产能产量提升不及预期风险；碳化硅衬底成本高昂制约下游应用发展的风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	494	417	1,083	1,515	1,954
YoY(%)	16.3	-15.6	159.8	39.9	28.9
净利润(百万元)	90	-175	14	112	203
YoY(%)	114.0	-294.8	107.9	704.7	81.6
毛利率(%)	28.4	-5.8	24.9	30.7	33.3
EPS(摊薄/元)	0.21	-0.41	0.03	0.26	0.47
ROE(%)	4.0	-3.3	0.3	2.1	3.6
P/E(倍)	363.1	-186.4	2355.9	292.8	161.2
P/B(倍)	14.7	6.2	6.2	6.1	5.9
净利率(%)	18.2	-42.0	1.3	7.4	10.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 内容目录

1、经营状况：产线调整致 22 年业绩承压，23Q1 营收同比显著增长 .....	4
2、财务分析：毛利率及净利率整体呈现上升趋势，加码研发保障公司核心竞争力 .....	4
3、业务分析：博世+英飞凌长期协议，济南工厂产能调整达预期+上海工厂交付共同促进业绩增长 .....	7
4、投资建议 .....	8
5、风险提示 .....	8

## 图表目录

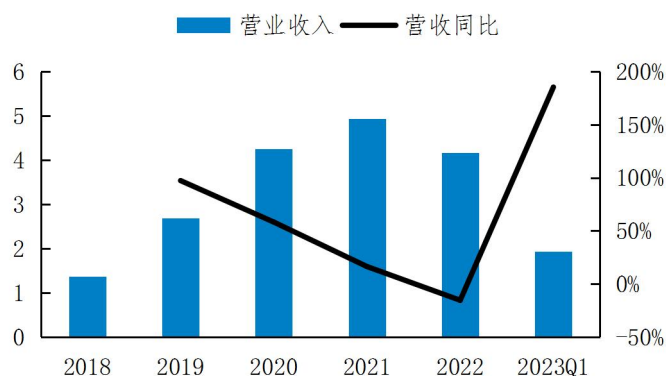
图 1：2018-2022 年天岳先进营业收入及营收同比（亿元/%） .....	4
图 2：2018-2022 年天岳先进归母净利润（亿元） .....	4
图 3：2020Q4-2023Q1 天岳先进季度毛利率与净利率（%） .....	5
图 4：2018-2023Q1 天岳先进毛利率与净利率（%） .....	5
图 5：2018-2023Q1 天岳先进三费及三费合计占营收比例（百万元/%） .....	6
图 6：2018-2023Q1 天岳先进研发费用及研发占比与同比（百万元/%） .....	6
图 7：2021-2022 天岳先进研发人员状况（人/%） .....	6
图 8：2018-2022 年天岳先进各业务营收状况（亿元） .....	7
图 9：2018-2022 年天岳先进各业务毛利率状况（%） .....	7

## 1、经营状况：产线调整致 22 年业绩承压，23Q1 营收同比显著增长

**23Q1 营收同比显著增长，归母净利润亏损减少。**受益于导电型产品销量增加，公司 2023 年一季度实现营收 1.93 亿元，环比增长 30.41%，同比增长 185.44%；归母净利润为-0.28 亿元，亏损较 2022 年第四季度减少 0.3 亿元，较上年同期减少 0.16 亿元。

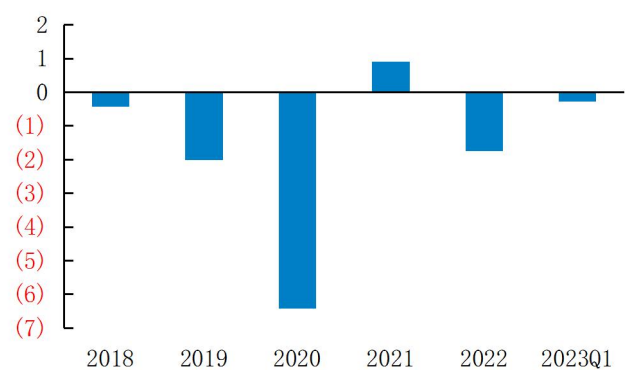
**产线调整致临时性产能产量下降，2022 年全年业绩下滑。**2022 年实现营收 4.17 亿元，同比下降 15.56%；归母净利润为-1.75 亿元，同比下降 294.80%。业绩变化主要原因包括：**(1) 产线调整致产能产量临时性下降。**2022 年公司为逐步加大导电型衬底产能量产，积极调整现有产能。在主要产品结构调整过程中，因产线调整等导致临时性产能产量下降，进而致使产销规模和营业收入下降。**(2) 加强人才储备及培养，整体薪酬支出大幅上升。**2022 年，公司加强人才储备和培养，新建产能投产所招聘人员数量较大，研发人员增加较快，整体薪酬支出大幅上升。截至 2022 年 12 月 31 日，公司研发人员 142 人，较上年同期增长 63 人。其中硕士、博士合计 50 人，占研发人员总数 35.21%，享受国务院特殊津贴专家两人。

图 1：2018-2022 年天岳先进营业收入及营收同比（亿元/%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 2：2018-2022 年天岳先进归母净利润（亿元）

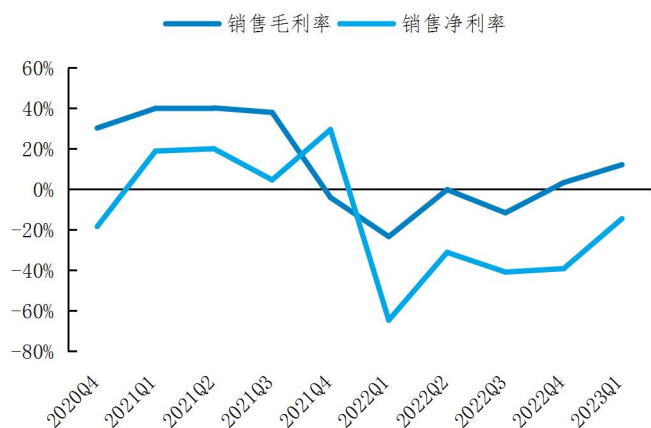


资料来源：Wind、华金证券研究所

## 2、财务分析：毛利率及净利率整体呈现上升趋势，加码研发保障公司核心竞争力

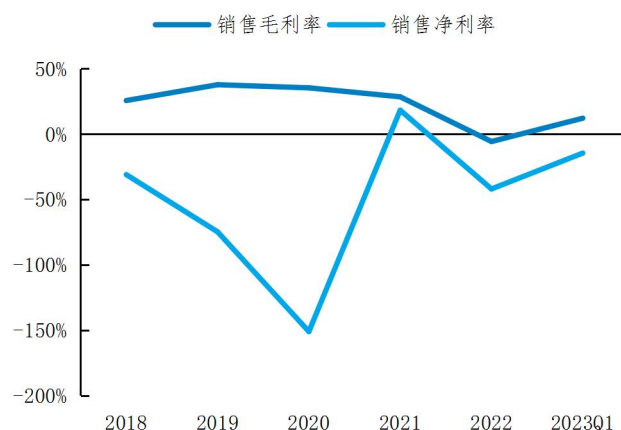
**自 2022Q1 起，公司毛利率及净利率整体呈现上升趋势。**公司 2023 年一季度公司毛利率为 12.07%，环比增长 8.83pcts，同比增长 35.50pcts；净利率为-14.58%，环比增长 24.66pcts，同比增长 50.12pcts，主要系营业收入增加，毛利率上升，亏损减少所致。2018-2022 年公司毛利率分别为 25.57%/37.68%/35.28%/28.43%/-5.75%；净利率分别为 -31.06%/-74.82%/-151.03%/18.21%/-42.02%。2022 年公司毛利率、净利率均有所下降，主要是受产线调整致临时性产能产量下降，致 2022 年全年业绩下滑影响。

图 3：2020Q4-2023Q1 天岳先进季度毛利率与净利率（%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

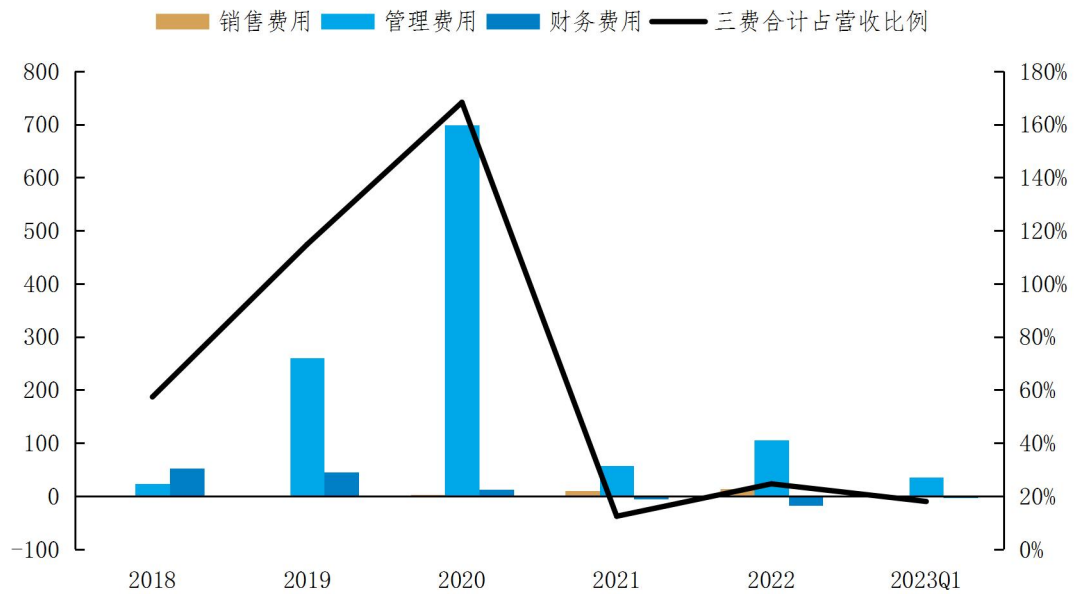
图 4：2018-2023Q1 天岳先进毛利率与净利率（%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

三费合计占营收比例略有下降。2018年-2023年第一季度期间，三费（销售、管理、财务）合计分别为 78.11/308.38/714.95/61.50/102.78/34.79 百万元。三费合计占营收比例自 2020 年显著降低，目前维持在 20% 以下，2018 年-2023 年第一季度期间三费合计占营收比例分别为 57.38%/114.83%/168.30%/12.45%/24.65%/18.02%。2018 年-2023 年第一季度期间，公司销售费用分别为 2.04/2.05/3.28/10.26/13.93/2.20 百万元，占营收比例分别为 1.50%/0.76%/0.77%/2.08%/3.34%/1.14%，2022 年销售费用同比增长 35.83%，主要系导电型产品等客户验证等市场推广增加导致；公司管理费用分别为 23.12/260.35/699.07/56.90/106.33/35.53 百万元，占营收比例分别为 16.98%/96.94%/164.56%/11.52%/25.50%/18.40%，2022 年管理费用同比增长 86.89%，主要系上海临港项目前期费用、公司员工增加薪酬支出增加等因素导致；公司财务费用分别为 52.95/45.98/12.59/-5.65/-17.48/-2.94 百万元，占营收比例分别为 38.90%/17.12%/2.96%/-1.14%/-4.19%/-1.52%。

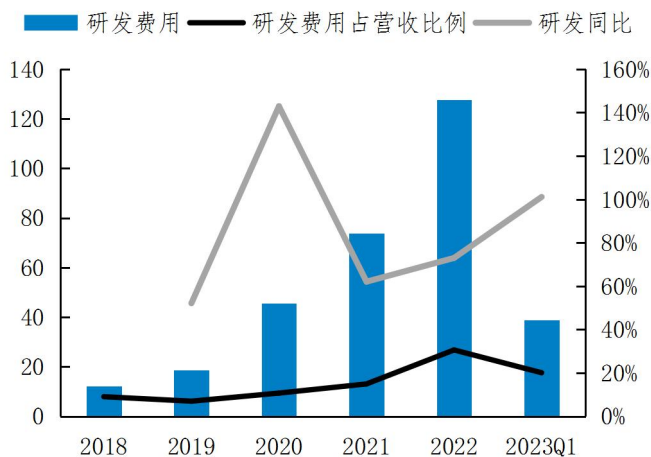
图 5: 2018-2023Q1 天岳先进三费及三费合计占营收比例 (百万元/%)



资料来源: Wind、华金证券研究所

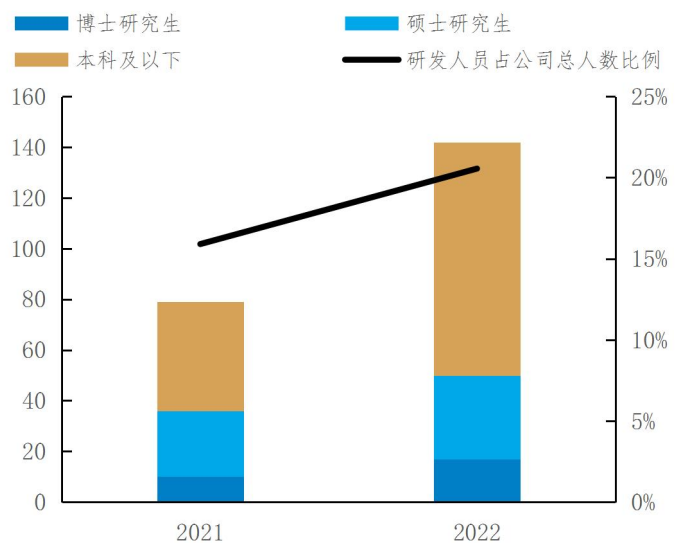
加码大尺寸及 N 型产品研发投入、前沿技术研发, 保证公司核心竞争力。2018-2023Q1, 公司研发费用为 12.31/18.73/45.50/73.74/127.56/38.78 百万元, 研发费用占营收比例分别为 9.05%/6.97%/10.71%/14.93%/30.59%/20.09%。从研发费用增长层面分析, 2019-2023Q1 公司研发费用分别同增 52.11%/142.92%/62.05%/72.99%/101.11%, 2022 年公司研发费用大幅增长主要系公司大尺寸及 N 型产品研发投入、前沿技术研发投入等加大导致。研发人员方面, 2022 年研发人员总数达到 142 人, 同比增长 79.75%, 其中研究生及以上学历占比为 35.21%, 研发人员占公司总人数 20.55%。

图 6: 2018-2023Q1 天岳先进研发费用及研发占比与同比 (百万元/%)



资料来源: Wind、华金证券研究所

图 7: 2021-2022 天岳先进研发人员状况 (人/%)

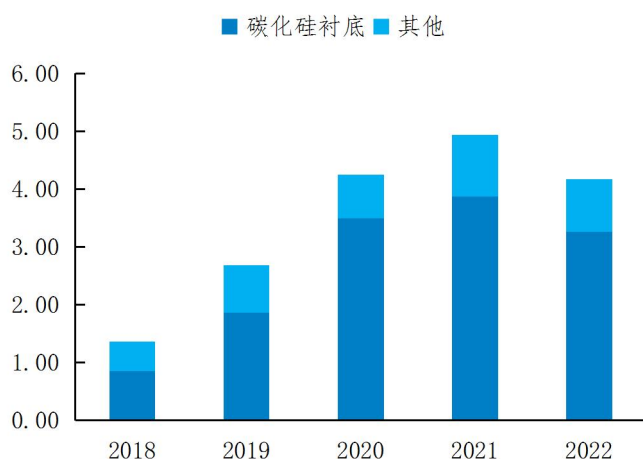


资料来源: Wind、华金证券研究所

### 3、业务分析：博世+英飞凌长期协议，济南工厂产能调整达预期+上海工厂交付共同促进业绩增长

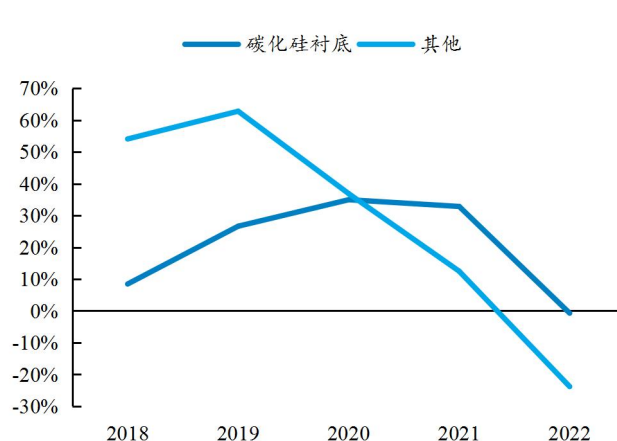
碳化硅衬底为公司主要收入贡献者，占比超 70%。2022 年公司碳化硅衬底业务实现营业收入 3.26 亿元，同比下降 15.78%，毛利率为-0.72%，同比下降 33.55pcts，占总营收比例为 78.18%。其他收入为 0.91 亿元，同比下降 14.76%，毛利率为-23.80%，占总营收比例为 21.82%。

图 8：2018-2022 年天岳先进各业务营收状况（亿元）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 9：2018-2022 年天岳先进各业务毛利率状况（%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

成功进入博世、英飞凌等国际厂商供应链，业绩未来可期。2022 年公司与行业内多家汽车电子、电力电子器件等领域知名客户签署长期协议（包括已经披露 13.96 亿元重大合同），其中全球汽车电子知名企业博世集团对双方合作表示高度认可，为公司后续销售持续增长提供动力。根据公司公告，天岳先进将为德国半导体制造商英飞凌供应用于制造碳化硅半导体的高质量并且有竞争力的 150 毫米（6 英寸）碳化硅晶圆与晶锭，其供应量预计将占到英飞凌长期需求量两位数字份额。英飞凌表示未来天岳先进将会助力其往 200mm 直径碳化硅晶圆过渡，即未来天岳先进将向英飞凌供应 8 英寸碳化硅晶圆。

济南工厂产能调整已达预期目标叠加上海工厂产品开始交付，营业收入有望恢复增长趋势。2022 年全年因新建上海工厂暂未释放产能，济南工厂产能受产品结构调整而出现阶段性变动，在导电型产品产能爬坡过程中，对公司全年营业收入和综合毛利率产生较大影响。随着产能调整顺利进行，2022 年各季度产量和营业收入持续上升，截至 2022 年 12 月 31 日，济南工厂产能调整已经顺利达到预期目标。根据上海临港报道，天岳先进上海工厂产品交付仪式在闵行开发区临港园区顺利举行。根据规划，上海天岳碳化硅半导体材料项目临港工厂未来将形成年产导电型 SiC 晶锭 2.6 万块，对应衬底产品未来有望形成 30 万片/年生产能力。

## 4、投资建议

**订单与产能齐升，巩固碳化硅衬底龙头地位。**订单方面，公司已成功进入博世、英飞凌等国际厂商供应链，且拿下长期订单，为未来业绩夯实基础。产能方面，目前济南工厂产能调整已达预期且上海工厂产品开始交付，随着上海临港工厂投产运行和产能产量持续提升，预期营业收入将恢复增长趋势。

我们预测公司 2023 年至 2025 年营业收入分别为 10.83/15.15/19.54 亿元，增速分别为 159.8%/39.9%/28.9%；归母净利润分别为 0.14/1.12/2.03 亿元，增速分别为 107.9%/704.7%/81.6%。考虑到天岳先进为国内碳化硅衬底稀缺性标的，且为国内同时大规模量产导电型碳化硅衬底和半绝缘型碳化硅衬底领军企业，叠加第三代半导体渗透率逐步提升，首次覆盖，给予增持-A 建议。

## 5、风险提示

技术迭代和研发投入不及预期的风险；产能产量提升不及预期风险；碳化硅衬底成本高昂制约下游应用发展的风险。



## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	990	3314	2881	2772	3622	<b>营业收入</b>	494	417	1083	1515	1954
现金	344	685	1177	1018	1038	营业成本	353	441	814	1050	1303
应收票据及应收账款	167	152	286	460	523	营业税金及附加	4	5	12	17	22
预付账款	12	59	81	131	135	营业费用	10	14	17	22	25
存货	386	533	1163	1024	1690	管理费用	57	106	111	163	203
其他流动资产	82	1885	175	139	236	研发费用	74	128	138	173	193
<b>非流动资产</b>	1628	2552	3144	3409	3699	财务费用	-6	-17	28	34	67
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-7	-8	-9	-11	-13
固定资产	1027	1176	1399	1602	1792	公允价值变动收益	-0	34	8	10	13
无形资产	254	253	296	315	338	投资净收益	0	2	1	1	1
其他非流动资产	347	1123	1449	1493	1570	<b>营业利润</b>	82	-179	15	112	199
<b>资产总计</b>	2618	5866	6025	6182	7321	营业外收入	2	2	1	2	2
<b>流动负债</b>	124	313	411	454	1399	营业外支出	0	0	3	4	2
短期借款	0	0	33	13	858	<b>利润总额</b>	84	-177	14	109	199
应付票据及应付账款	52	185	263	297	396	所得税	-6	-2	-0	-2	-4
其他流动负债	72	128	115	143	145	<b>税后利润</b>	90	-175	14	112	203
<b>非流动负债</b>	272	302	302	315	312	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	52	53	44	<b>归属母公司净利润</b>	90	-175	14	112	203
其他非流动负债	272	302	251	262	267	EBITDA	206	-55	113	235	384
<b>负债合计</b>	396	615	713	769	1711						
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
股本	387	430	430	430	430	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	1904	5065	5065	5065	5065	<b>成长能力</b>					
留存收益	-68	-243	-229	-117	85	营业收入(%)	16.3	-15.6	159.8	39.9	28.9
归属母公司股东权益	2222	5251	5312	5413	5610	营业利润(%)	113.1	-318.7	108.7	619.7	78.2
<b>负债和股东权益</b>	2618	5866	6025	6182	7321	归属于母公司净利润(%)	114.0	-294.8	107.9	704.7	81.6
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	28.4	-5.8	24.9	30.7	33.3
						净利率(%)	18.2	-42.0	1.3	7.4	10.4
						ROE(%)	4.0	-3.3	0.3	2.1	3.6
						ROIC(%)	3.5	-3.7	-0.2	1.5	3.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	15.1	10.5	11.8	12.4	23.4
						流动比率	8.0	10.6	7.0	6.1	2.6
						速动比率	4.4	8.5	3.8	3.4	1.2
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3
						应收账款周转率	3.4	2.6	5.0	4.1	4.0
						应付账款周转率	4.2	3.7	3.6	3.7	3.8
						<b>估值比率</b>					
						P/E	363.1	-186.4	2355.9	292.8	161.2
						P/B	14.7	6.2	6.2	6.1	5.9
						EV/EBITDA	156.9	-551.4	280.1	134.8	84.7

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)