

上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

## 盈利能力全面走向正轨，统筹布局迎接8英寸新时代

——天岳先进 (688234) 三季度报点评

## 买入 (维持)

行业： 电子  
日期： 2024年11月01日

分析师： 王红兵

Tel:

E-mail:

SAC 编号: S0870523060002

联系人: 陈凯

Tel: 021-53686412

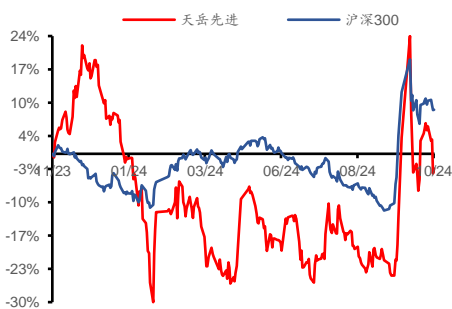
E-mail: chenkaish@shzq.com

SAC 编号: S0870123070004

## 基本数据

最新收盘价 (元)	59.15
12mth A 股价格区间 (元)	42.60-75.59
总股本 (百万股)	429.71
无限售 A 股/总股本	61.52%
流通市值 (亿元)	156.38

## 最近一年股票与沪深 300 比较



## 相关报告:

《业绩逐步兑现，积技拓客加速迈入8英寸新阶段》

——2024年08月26日

《四大核心竞争力护航，本土碳化硅衬底龙头开启扩张新征程》

——2024年06月30日

《四大核心竞争力护航，本土碳化硅衬底龙头开启扩张新征程》

——2024年06月30日

## ■ 投资摘要

## 事件概述

10月30日，公司发布2024年三季度报告。公司2024Q1-3实现营业收入12.81亿元，yoy+55.34%；2024Q1-3归母净利润1.43亿元，其中2024Q3单季度归母净利润0.41亿元，yoy+982.08%；2024Q1-3扣非归母净利润1.35亿元。

## 分析与判断

植根第三代半导体行业关键环节，乘产业东风迈向国际化。第三代半导体在全球能源电气化、低碳化发展趋势下已成为国际竞争的焦点，也是我国当前重点布局的前沿新兴领域。据NE时代数据显示：2024H1中国乘用车功率模块装机量达到616万套，yoy+57%，其中碳化硅功率模块装机量为73.5万套，同比增长高达83%；2023年国内上险乘用车主驱碳化硅模块渗透率约为10.7%，我们认为在800V车型加速普及背景下，碳化硅渗透率有望持续提升。除应用占比最大的电动汽车领域外，在风光新能源、电网等领域碳化硅技术也表现出突出的发展趋势，并不断赋能数据计算中心及低空飞行等新型领域，据YOLOE预测，2028年全球碳化硅器件规模有望达到89.06亿美元。

2024年以来，国际市场对高品质导电型碳化硅衬底的需求持续旺盛。天岳先进植根产业链关键环节，始终围绕技术、产能、客户、市场构建长远发展的核心竞争力，已成为本土技术最为全面、国际化程度最高的碳化硅衬底厂商之一，截止2024H1，全球前十大功率半导体企业超过50%已成为公司客户，同时公司加速推进同英飞凌、博世等一线厂商合作，未来将助力英飞凌向8英寸产品转型。

产业加速步入8英寸时代，前瞻布局助力打造先发优势。碳化硅器件长期降本需求推动衬底环节向8英寸升级，国际一线大厂在8英寸晶圆工厂的建设也已陆续步入投产的阶段，未来8英寸碳化硅衬底需求也将保持增长趋势。公司凭借在8英寸衬底端的前瞻布局，已经具备先发优势和领先地位，不仅实现了8英寸碳化硅衬底国产化替代，且已率先向海外客户批量销售。2024H1，公司上海临港工厂已经能够达到年产30万片导电型衬底的大规模量产能力，同时二期8英寸碳化硅衬底扩产计划也在稳步推进，我们认为公司有望借助高品质产品、领先的产能规模和大批量稳定供应能力，紧跟国际一线客户的扩产脚步，获得广泛的客户认可并培育发展竞争力。

加码核心技术环节，持续探索高潜力应用领域。公司长期深耕碳化硅衬底的核心技术环节，通过自主扩径实现了2-8英寸碳化硅单晶和衬底的开发。此外，公司积极探索液相法长晶技术的可行性，并成功实现了8英寸N型4H-SiC等多晶型的单晶及衬底制备，阶段性成果显著。与此同时，借助碳化硅晶体材料突出的性能，公司也在持续探索碳化硅材料的新应用领域，包括在热沉、声表面波、光波导等，我们认为，随着技术的进一步成熟，碳化硅产业也将在原有覆盖面上持续扩容，助力公司长期发展。

## ■ 投资建议

维持“买入”评级。我们调整公司2024-2026年归母净利润预测至1.96/3.93/5.12亿元，对应EPS分别为0.46/0.92/1.19元，对应PE估值分别为130/65/50倍。

## ■ 风险提示

终端需求不及预期、行业竞争加剧、研发进展不及预期

## ■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1251	1812	3091	3636
年增长率	199.9%	44.9%	70.6%	17.6%
归母净利润	-46	196	393	512
年增长率	74.0%	528.4%	100.8%	30.3%
每股收益(元)	-0.11	0.46	0.92	1.19
市盈率(X)	—	129.77	64.64	49.61
市净率(X)	4.86	4.67	4.36	4.01

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2024年10月31日收盘价)

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1030	-468	-1563	-2162
应收票据及应收账款	364	586	988	1150
存货	843	1323	2056	2303
其他流动资产	566	661	858	951
流动资产合计	2804	2103	2339	2242
长期股权投资	27	40	55	72
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3418	4227	5192	6089
在建工程	205	305	405	455
无形资产	273	282	293	305
其他非流动资产	185	163	172	181
非流动资产合计	4107	5016	6118	7102
<b>资产总计</b>	<b>6911</b>	<b>7119</b>	<b>8457</b>	<b>9345</b>
短期借款	3	5	7	9
应付票据及应付账款	1070	903	1594	1872
合同负债	99	106	200	236
其他流动负债	131	266	416	466
流动负债合计	1304	1279	2216	2583
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	381	403	411	419
非流动负债合计	381	403	411	419
<b>负债合计</b>	<b>1685</b>	<b>1682</b>	<b>2626</b>	<b>3002</b>
股本	430	430	430	430
资本公积	5088	5099	5099	5099
留存收益	-289	-90	304	816
归属母公司股东权益	5227	5437	5830	6343
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>5227</b>	<b>5437</b>	<b>5830</b>	<b>6343</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>6911</b>	<b>7119</b>	<b>8457</b>	<b>9345</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>13</b>	<b>-53</b>	<b>761</b>	<b>1348</b>
净利润	-46	196	393	512
折旧摊销	227	582	774	980
营运资金变动	-179	-812	-387	-126
其他	11	-18	-19	-18
<b>投资活动现金流量</b>	<b>123</b>	<b>-1482</b>	<b>-1866</b>	<b>-1956</b>
资本支出	-1395	-1506	-1859	-1947
投资变动	-3	-23	-26	-27
其他	1522	48	18	18
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-6</b>	<b>34</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
债权融资	0	9	10	10
股权融资	0	11	0	0
其他	-6	15	-1	-1
<b>现金净流量</b>	<b>129</b>	<b>-1497</b>	<b>-1096</b>	<b>-598</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1251</b>	<b>1812</b>	<b>3091</b>	<b>3636</b>
营业成本	1053	1342	2139	2444
营业税金及附加	8	15	26	29
销售费用	20	22	37	44
管理费用	154	169	278	309
研发费用	137	149	263	309
财务费用	-13	-10	5	17
资产减值损失	-16	0	0	0
投资收益	16	15	19	18
公允价值变动损益	7	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>-57</b>	<b>212</b>	<b>438</b>	<b>575</b>
营业外收支净额	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>-56</b>	<b>214</b>	<b>439</b>	<b>576</b>
所得税	-10	18	46	64
净利润	-46	196	393	512
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>-46</b>	<b>196</b>	<b>393</b>	<b>512</b>

**主要指标**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	15.8%	25.9%	30.8%	32.8%
净利率	-3.7%	10.8%	12.7%	14.1%
净资产收益率	-0.9%	3.6%	6.7%	8.1%
资产回报率	-0.7%	2.8%	4.7%	5.5%
投资回报率	-1.4%	3.4%	6.8%	8.2%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	199.9%	44.9%	70.6%	17.6%
EBIT 增长率	60.1%	319.5%	118.1%	33.4%
归母净利润增长率	74.0%	528.4%	100.8%	30.3%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.11	0.46	0.92	1.19
每股净资产	12.16	12.65	13.57	14.76
每股经营现金流	0.03	-0.12	1.77	3.14
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.20	0.26	0.40	0.41
应收账款周转率	5.60	4.72	4.85	4.15
存货周转率	1.53	1.24	1.27	1.12
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	24.4%	23.6%	31.1%	32.1%
流动比率	2.15	1.64	1.06	0.87
速动比率	1.30	0.37	-0.07	-0.22
<b>估值指标</b>				
P/E	—	129.77	64.64	49.61
P/B	4.86	4.67	4.36	4.01
EV/EBITDA	204.49	32.98	22.17	17.56

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断