

信义山证汇通天下

证券研究报告

半导体材料

天岳先进（688234.SH）

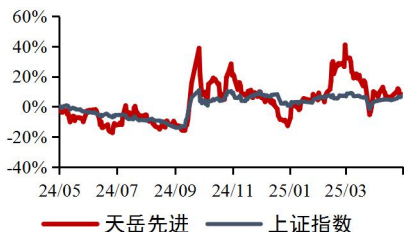
增持-A(维持)

研发费用增长致业绩承压，Q1 毛利率同比提升

2025 年 5 月 13 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 5 月 12 日

收盘价（元）：	58.92
年内最高/最低（元）：	79.77/44.30
流通 A 股/总股本（亿）：	3.00/4.30
流通 A 股市值（亿）：	177.00
总市值（亿）：	253.19

基础数据：2025 年 3 月 31 日

基本每股收益（元）：	0.02
摊薄每股收益（元）：	0.02
每股净资产（元）：	12.40
净资产收益率（%）：	0.16

资料来源：最闻

分析师：

叶中正

执业登记编码：S0760522010001

电话：

邮箱：yeyzhongzheng@sxzq.com

谷茜

执业登记编码：S0760518060001

电话：0351-8686775

邮箱：guqian@sxzq.com

事件描述

➢ 公司披露 2025 年一季度报告，2025Q1 公司实现营业收入 4.08 亿元/-4.25%，归母净利润 0.09 亿元/-81.52%，扣非归母净利润 0.04 亿元/-91.75%。

事件点评

➢ 研发/管理费用增长致业绩增长承压，但毛利率同比提升。2025Q1 公司聚焦主业，加强与国内外知名客户长期合作，持续产能释放并优化产品结构。25Q1 整体毛利率为 23.95%/+2.03pcts，虽然业绩下降但毛利率同比提升；25Q1 整体期间费用率 23.87%/+8.82pcts，主要受到大尺寸产品研发投入增加影响，叠加管理费用中介费增加以及其他收益进项税加计抵扣减少，Q1 费用端高增压制了业绩增长。

➢ 持续推进产能提升，向 AI 眼镜领域积极拓展。分产品看，2024 年公司主营业务碳化硅半导体材料实现收入 14.74 亿元/+35.72%，收入占比 83.35%。公司持续提升核心产品的产能产量，2024 年碳化硅衬底产量 41.02 万片，同比增长 56.56%；销量 36.12 万片，同比增长 59.61%。上海工厂已达到年产 30 万片导电型衬底的产能规划，公司将继续推进二阶段产能提升规划。新兴应用领域方面，公司与多个消费电子行业全球领导者共同合作，探索碳化硅材料在 AI 眼镜的应用，进一步打开下游应用市场。

➢ 产品矩阵布局超前，公司导电型衬底全球排名第二。衬底向大尺寸发展已成必然趋势，6 英寸导电型衬底仍是主流，8 英寸导电型衬底起量，12 英寸导电型衬底已有研发样品。公司是全球少数能够批量出货 8 英寸碳化硅衬底的市场参与者之一，持续推动头部客户积极向 8 英寸转型，此外，公司推出业内首款 12 英寸碳化硅衬底。根据日本富士经济报告测算，2024 年全球导电型碳化硅衬底材料市场占有率，公司是全球排名第二的碳化硅衬底制造商，市场份额 22.80%。根据 Yole 旗下的知识产权调查公司数据，2024 年度，公司在碳化硅衬底专利领域，位列全球前五。

投资建议

➢ 天岳是全球少数能够批量出货 8 英寸碳化硅衬底的公司之一，目前已处于行业领先地位。考虑到 25 年大尺寸产品研发费用增加，我们小幅调整了盈利预测，预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 23.28/28.96/34.87 亿元，归母净利润 2.64/3.23/3.94 亿元，对应 EPS 分别为 0.62/0.75/0.92 元，以 5 月 12 日收盘价 58.92 元计算，25-27 年 PE 分别为 95.8X/78.4X/64.3X，维持“增持-A”评级。

风险提示

请务必阅读最后股票评级说明和免责声明 1

➤ 国家产业政策变化、行业竞争加剧、产能产量提升不及预期、客户/供应商集中度较高、地缘政治风险、股东计划减持风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,251	1,768	2,328	2,896	3,487
YoY(%)	199.9	41.4	31.7	24.4	20.4
净利润(百万元)	-46	179	264	323	394
YoY(%)	73.9	491.6	47.7	22.2	21.9
毛利率(%)	15.8	25.9	27.8	28.9	30.0
EPS(摊薄/元)	-0.11	0.42	0.62	0.75	0.92
ROE(%)	-0.9	3.4	4.7	5.5	6.3
P/E(倍)	-553.8	141.4	95.8	78.4	64.3
P/B(倍)	4.8	4.8	4.5	4.3	4.0
净利率(%)	-3.7	10.1	11.4	11.2	11.3

资料来源：最闻，山西证券研究所



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2804	3125	3604	3995	5145
现金	1030	1239	1076	1339	1612
应收票据及应收账款	364	566	674	728	1063
预付账款	144	39	201	98	262
存货	843	1022	1369	1562	1913
其他流动资产	423	258	282	269	293
非流动资产	4107	4232	4941	5762	6092
长期投资	27	27	26	26	25
固定资产	3418	3615	4285	5111	5465
无形资产	273	275	263	252	241
其他非流动资产	390	316	365	373	361
资产总计	6911	7357	8545	9757	11237
流动负债	1304	1543	2483	3390	4493
短期借款	3	600	1198	2509	3273
应付票据及应付账款	1070	771	998	650	876
其他流动负债	231	172	288	231	344
非流动负债	381	501	484	467	450
长期借款	0	86	69	51	34
其他非流动负债	381	415	415	415	415
负债合计	1685	2044	2967	3856	4942
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	430	430	430	430	430
资本公积	5088	5098	5098	5098	5098
留存收益	-289	-110	154	477	871
归属母公司股东权益	5227	5313	5577	5900	6294
负债和股东权益	6911	7357	8545	9757	11237

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	13	66	289	222	393
净利润	-46	179	264	323	394
折旧摊销	220	347	356	451	541
财务费用	-13	-16	-9	-6	6
投资损失	-16	1	-6	-7	-4
营运资金变动	-179	-465	-303	-533	-537
其他经营现金流	47	19	-14	-7	-7
投资活动现金流	123	-293	-1045	-1258	-861
筹资活动现金流	-6	571	-5	-11	-24
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.11	0.42	0.62	0.75	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.15	0.67	0.52	0.92
每股净资产(最新摊薄)	12.16	12.36	12.98	13.73	14.65

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1251	1768	2328	2896	3487
营业成本	1053	1310	1680	2059	2441
营业税金及附加	8	13	15	20	24
营业费用	20	29	33	45	58
管理费用	154	176	197	248	306
研发费用	137	142	206	253	303
财务费用	-13	-16	-9	-6	6
资产减值损失	-27	-33	-22	-27	-27
公允价值变动收益	7	-0	14	7	7
投资净收益	16	-1	6	7	4
营业利润	-57	159	264	328	401
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-56	159	265	329	402
所得税	-10	-20	1	6	8
税后利润	-46	179	264	323	394
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-46	179	264	323	394
EBITDA	160	534	658	858	1065

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	199.9	41.4	31.7	24.4	20.4
营业利润(%)	68.3	380.0	66.3	24.3	22.2
归属于母公司净利润(%)	73.9	491.6	47.7	22.2	21.9
获利能力					
毛利率(%)	15.8	25.9	27.8	28.9	30.0
净利率(%)	-3.7	10.1	11.4	11.2	11.3
ROE(%)	-0.9	3.4	4.7	5.5	6.3
ROIC(%)	-0.9	3.3	4.1	4.5	5.1
偿债能力					
资产负债率(%)	24.4	27.8	34.7	39.5	44.0
流动比率	2.2	2.0	1.5	1.2	1.1
速动比率	1.3	1.2	0.7	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	4.8	3.8	3.8	4.1	3.9
应付账款周转率	1.7	1.4	1.9	2.5	3.2
估值比率					
P/E	-553.8	141.4	95.8	78.4	64.3
P/B	4.8	4.8	4.5	4.3	4.0
EV/EBITDA	152.1	47.2	39.4	31.4	25.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

