

天岳先进（688234.SH）

优于大市

全球市占率持续提升，碳化硅大尺寸与光学应用多维扩展

核心观点

1Q25 大尺寸研发投入增加，短期盈利波动。公司主要产品为碳化硅衬底，随产能释放公司市占率提升，24 年实现营收 17.68 亿元（YoY+41.37%），扣非归母净利润 1.56 亿元（同比扭亏为盈），综合毛利率为 25.90%（YoY+10.09pct），其中规模效应体现，主营业务碳化硅毛利率为 32.92%（YoY+15.39pct）。进入 1Q25 单季度实现营收 4.08 亿元（YoY-4.2%，QoQ-16.22%），研发投入同比增加 101.67%拖累扣非归母净利润 0.04 亿元（YoY-91.75%，QoQ-82.60%），毛利率 23.95%（YoY+2.02pct，QoQ-2.25pct）。

24 年境外收入同比增长 104%，全球份额持续提升。24 年公司境外收入达 8.40 亿元（YoY+104.43%，占 47.53%），毛利率 42.05%（YoY+13.10pct）。目前公司已与全球前十大功率半导体器件制造商中一半以上的企业建立业务合作，与英飞凌、博世等国际知名客户签订长期供应协议，客户壁垒逐步形成。根据富士经济报告，公司 24 年导电型碳化硅衬底全球市场份额位居第二，达 22.80%；碳化硅下游需求近 80%为新能源汽车，主要厂商为我国企业，预计随芯片环节走向国产，国产碳化硅衬底份额有望加速提升。

临港工厂产能释放，客户与技术提升进入正向循环。24 年公司上海工厂提前达到年产 30 万片导电型衬底的产能规划。全年碳化硅衬底产量达 41.02 万片（YoY+56.56%），销量达 36.12 万片（YoY+59.61%）。随着公司车规级高品质导电型衬底向国际大厂客户大规模批量供应，品控能力进一步提升，有望进入头部客户-技术提升-规模扩大的正向循环。

8 英寸产品批量供应，技术创新引领行业。公司已实现 8 英寸导电型衬底的批量供应并率先实现海外客户批量销售，占据先发优势；根据英飞凌公告，25 年 2 月首批基于 8 英寸 SiC 晶圆的器件产品于一季度交付客户，公司作为英飞凌供应商，有望受益于 8 英寸放量。根据公司公众号，25 年 SEMICON 展出 12 英寸碳化硅光学片应用于 AR 眼镜领域，预计 100 万副眼镜需要 30 万片 8 英寸碳化硅晶圆，而 12 英寸的利用率将更高。未来，随 SiC 材料制备工艺的不断成熟，碳化硅 AR 应用市场有望逐步打开。

投资建议：中长期我们看好公司在碳化硅衬底的领先身位，考虑 8 英寸价格下降快于预期，4Q24 及 1Q25 毛利率低于此前预期，下调 25-26 年毛利率，公司新产品布局研发投入增加上调费用率，预计公司 25-27 年归母净利润 2.37/4.64/6.38 亿元（25-26 年前值：4.63/6.58 亿元），对应 25-27 年 PE 分别为 105/54/39 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新能源汽车需求不及预期，行业竞争加剧产品价格下降等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,251	1,768	2,122	2,792	3,420
(+/-%)	199.9%	41.4%	20.0%	31.6%	22.5%
净利润(百万元)	-46	179	237	464	638
(+/-%)	73.9%	491.6%	32.5%	95.6%	37.5%
每股收益(元)	-0.11	0.42	0.55	1.08	1.49
EBIT Margin	-9.7%	5.6%	8.4%	15.4%	18.2%
净资产收益率(ROE)	-0.9%	3.4%	4.3%	7.9%	10.0%
市盈率(PE)	-545.9	139.4	105.2	53.8	39.1
EV/EBITDA	280.8	61.9	41.2	29.1	23.8
市净率(PB)	4.78	4.70	4.54	4.25	3.91

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：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

联系人：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

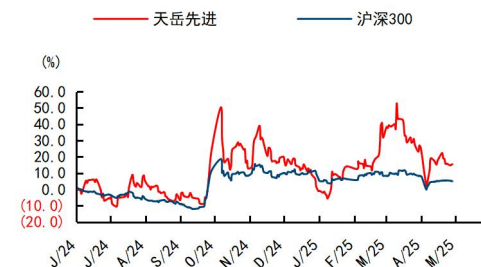
证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

证券分析师：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn
S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	58.08 元
总市值/流通市值	24958/0 百万元
52 周最高价/最低价	79.77/44.30 元
近 3 个月日均成交额	517.12 百万元

市场走势

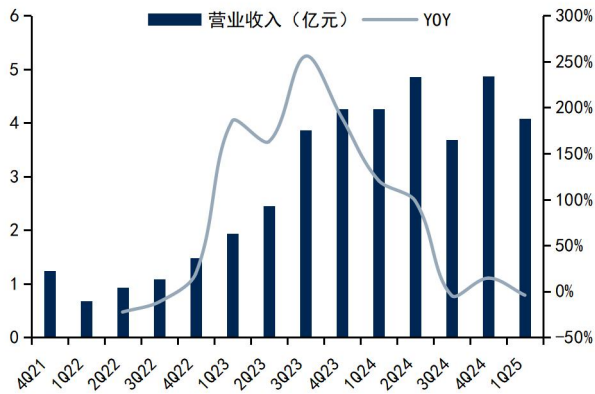


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

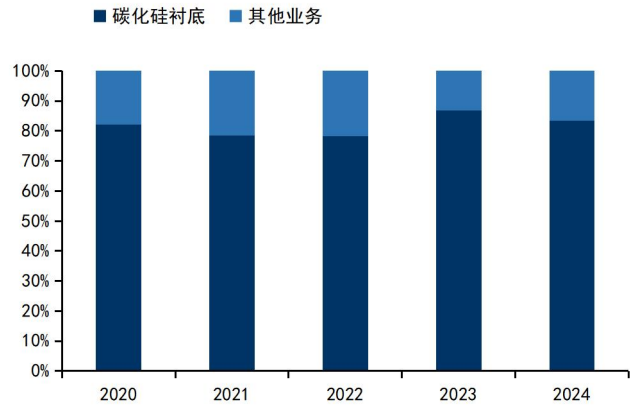
《天岳先进（688234.SH）-3Q24 毛利率环比提升 8.66pct，8 英寸衬底占据先发优势》——2024-11-06
《天岳先进（688234.SH）-毛利率环比持续提升，8 英寸衬底保持领先》——2024-08-31
《天岳先进（688234.SH）-1Q24 盈利水平大幅改善，产品与客户拓展保持领先》——2024-05-06
《天岳先进（688234.SH）-3Q23 单季度归母净利润转正，营收同比增长 256%》——2023-11-03
《天岳先进（688234.SH）-一季度营收同环比提升，毛利率逐季环比改善》——2023-05-07

图1：公司单季度营业收入及增速（亿元、%）



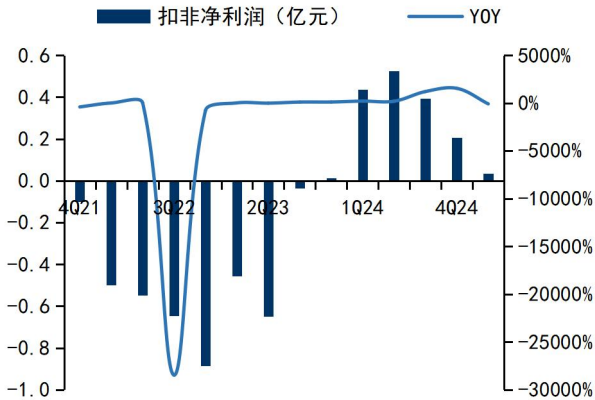
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司近年营收结构



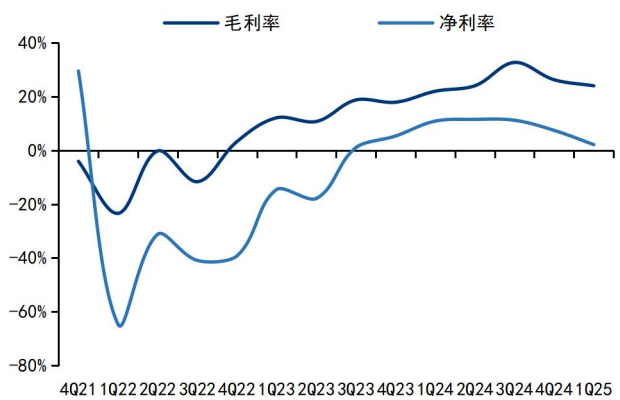
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度扣非净利润及增速（亿元、%）



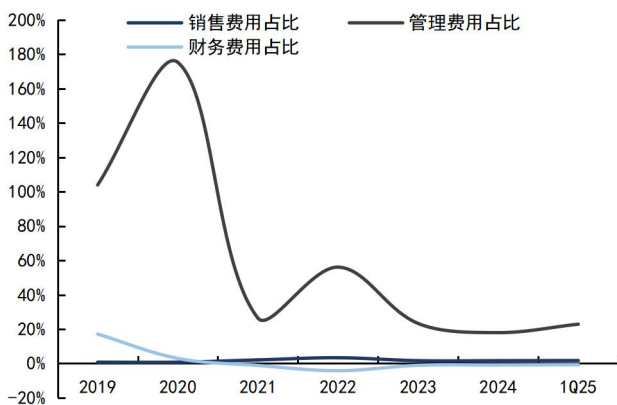
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司近年毛利率与净利率情况（%、%）



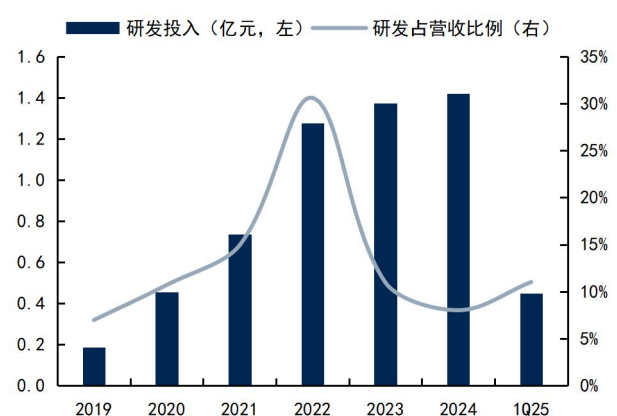
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司近五年费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司近五年研发投入及占营收比例（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1030	1239	1478	1763	1997	营业收入	1251	1768	2122	2792	3420
应收款项	388	576	691	909	1114	营业成本	1053	1310	1548	1835	2263
存货净额	843	1022	1121	1388	1791	营业税金及附加	8	13	14	20	20
其他流动资产	543	288	359	475	584	销售费用	20	29	31	45	45
流动资产合计	2804	3125	3649	4535	5486	管理费用	154	176	199	240	251
固定资产	3623	3709	3524	3362	3223	研发费用	137	142	151	220	221
无形资产及其他	273	275	264	253	242	财务费用	(13)	(16)	(2)	(8)	(16)
其他长期资产	185	222	222	222	222	投资收益	16	(1)	6	7	4
长期股权投资	27	27	27	27	27	资产减值及公允价值变动	(9)	(22)	(3)	(19)	(27)
资产总计	6911	7357	7685	8398	9199	其他	45	68	65	61	58
短期借款及交易性金融负债	3	614	614	659	546	营业利润	(57)	159	249	488	671
应付款项	1070	771	845	1047	1351	营业外净收支	1	1	1	1	1
其他流动负债	230	158	174	216	270	利润总额	(56)	159	250	489	672
流动负债合计	1304	1543	1633	1922	2167	所得税费用	(10)	(20)	12	24	34
长期借款及应付债券	0	86	86	86	86	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	381	415	463	517	562	归属于母公司净利润	(46)	179	237	464	638
长期负债合计	381	501	549	602	647	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1685	2044	2182	2524	2815	净利润	(46)	179	237	464	638
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	16	8	17	26	34
股东权益	5227	5313	5503	5874	6385	折旧摊销	217	338	480	513	547
负债和股东权益总计	6911	7357	7685	8398	9199	公允价值变动损失	(7)	0	(14)	(7)	(7)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	1	(3)	(2)	(8)	(16)
每股收益	(0.11)	0.42	0.55	1.08	1.49	营运资本变动	322	(775)	(133)	(297)	(307)
每股红利	0.00	0.02	0.11	0.22	0.30	其它	(490)	319	(15)	(18)	(19)
每股净资产	12.16	12.36	12.81	13.67	14.86	经营活动现金流	13	66	571	674	871
ROIC	-2%	2%	3%	7%	9%	资本开支	(1395)	(568)	(284)	(341)	(398)
ROE	-1%	3%	4%	8%	10%	其它投资现金流	1519	275	0	0	0
毛利率	16%	26%	27%	34%	34%	投资活动现金流	123	(293)	(284)	(341)	(398)
EBIT Margin	-10%	6%	8%	15%	18%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	8%	25%	31%	34%	34%	负债净变化	0	86	0	0	0
收入增长	200%	41%	20%	32%	23%	支付股利、利息	0	(7)	(47)	(93)	(128)
净利润增长率	74%	492%	33%	96%	38%	其它融资现金流	(6)	493	0	45	(113)
资产负债率	24%	28%	28%	30%	31%	融资活动现金流	(6)	571	(47)	(48)	(240)
息率	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.5%	现金净变动	129	344	239	285	233
P/E	(545.9)	139.4	105.2	53.8	39.1	货币资金的期初余额	682	812	1155	1395	1680
P/B	4.8	4.7	4.5	4.2	3.9	货币资金的期末余额	812	1155	1395	1680	1913
EV/EBITDA	280.8	61.9	41.2	29.1	23.8	企业自由现金流	(955)	(894)	233	285	432
						权益自由现金流	(961)	(316)	235	337	335

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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