证券研究报告

公司点评

上海证券 SHANGHAI SECURITIES

经营盈利再创佳绩，产能落地&大尺寸升级稳步推进

——天岳先进（688234）年报&一季报点评

买入（维持）

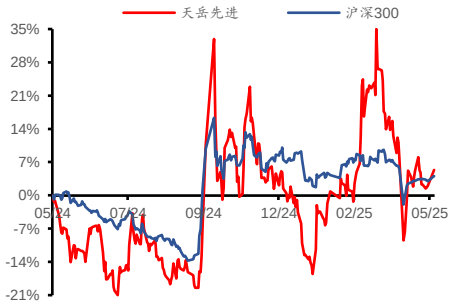
行业： 电子
日期： 2025年05月07日

分析师： 方晨
Tel: 021-53686475
E-mail: fangchen@shzq.com
SAC 编号: S0870523060001
联系人： 陈凯
Tel: 021-53686412
E-mail: chenkai@shzq.com
SAC 编号: S0870123070004

基本数据

最新收盘价（元）	59.98
12mth A 股价格区间（元）	45.02-76.80
总股本（百万股）	429.71
无限售 A 股/总股本	69.91%
流通市值（亿元）	180.18

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《盈利能力全面走向正轨，统筹布局迎接 8 英寸新时代》

——2024 年 11 月 01 日

《业绩逐步兑现，积极拓客加速迈入 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

■ 投资摘要

事件概述

4月30日，公司发布2025年一季度报告，公司2025Q1实现营收4.08亿元，较2024年同期同比略降4.25%；根据公司3月28日发布的2024年年报显示，公司2024全年实现营业收入17.68亿元，yoy+41.37%；全年实现归母净利润1.79亿元，实现扣非归母净利润1.56亿元，全面扭亏为盈。

分析与判断

经营再创佳绩，盈利全面走向正轨。2024年碳化硅材料在终端如新能源汽车、光伏发电、储能以及AI等应用领域的加速渗透带动其整体市场规模不断扩大。公司深耕碳化硅衬底主业，兼顾研发创新与市场开拓，加强同国内外知名客户深入合作。2024年在产能得到持续释放、产品结构持续优化背景下，公司营收延续2023年的快速增长趋势；2024年公司强化降本增效和管理能力使得盈利能力显著改善，2024年天岳先进综合毛利率达到25.90%，yoy+10.09个百分点，主营业务碳化硅衬底全年毛利率为32.92%，yoy+15.39个百分点。公司2024年在实现扭亏为盈的同时，每股收益、加权平均净资产收益率等指标均同比改善。2025Q1公司营收同比略降，毛利率为23.95%，相比2024年全年平均有所回落，但较2024年同期依然同比增长2.03个百分点。

产能建设&大尺寸转型稳步推进，聚焦研发把握行业战略先机。公司专注于高品质碳化硅衬底的研发与产业化：1）产能方面，上海工厂已于年中提前达到年产30万片导电型衬底的产能规划，二阶段产能提升规划有序推进，济南工厂的产能产量稳步推进，2024全年公司碳化硅衬底产量达到41.02万片，yoy+56.56%；公司前瞻布局已具备领先的8英寸导电型衬底产品质量和批量供应能力，成为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。2）技术层面，公司积极探索碳化硅在电网端的应用潜力，并于2024年11月成功向客户交付高质量低阻P型碳化硅衬底，后者有望极大加速高性能SiC-IGBT的发展进程，助力高端特高压功率器件国产化。公司继续发掘大尺寸碳化硅衬底技术，并于2024年11月推出业内首款12英寸碳化硅衬底，相较于应用逐步推广的8英寸碳化硅衬底，更大的尺寸能够进一步扩大单片晶圆上可用于芯片制造的面积，并在相同良率条件下大幅提升合格芯片产量，长期助力碳化硅产业规模降本。根据权威行业调研机构日本富士经济报告测算，公司在2024年全球导电型碳化硅衬底材料市场中以22.80%的份额位居全球第二。**我们认为，公司有效产能的持续稳定落地、8英寸衬底产品质量及批量供应能力以及在更大尺寸产品端的先行布局为公司未来扩大合作规模和快速发展奠定了坚实基础。**

终端应用创新升级长期驱动碳化硅需求，公司卡位衬底环节长期增长空间广阔。当前碳化硅材料正在新能源和AI两大产业的带动下赋能未来科技革命。凭借材料特性优势，碳化硅功率半导体器件能够提升电力在生产和消费环节的转换效率，赋能电动汽车、光伏储能系统、电

力供应等终端，推动能源体系向低碳化跃迁；AI及周边应用持续向各行业渗透，数据中心作为支撑AI算力需求的重要基础设施，其电力转换效率和功率密度的升级需要碳化硅功率半导体器件的支撑。碳化硅材料为AI端侧的应用推广提供条件，其中碳化硅基材料的光波导应用于AI眼镜中可以实现更大的视场角和结构更简单的全彩显示，同时进一步减少AI眼镜的尺寸、重量以及制造成本和复杂性。在终端应用创新层出不穷，碳化硅产业持续加速扩张背景下，公司通过前期布局，已跻身为国际知名半导体公司的重要供应商，已与全球前十大功率半导体器件制造商中一半以上的制造商建立业务合作关系。公司的碳化硅衬底经客户制成功率器件及射频器件，该等器件最终应用于诸如电动汽车、AI数据中心及光伏系统等多领域的终端产品中。根据弗若斯特沙利文数据显示，全球新能源产业的持续扩张带动碳化硅材料加速渗透，预计到2030年全球碳化硅功率半导体器件在全球功率半导体器件市场中的渗透率将达到22.60%，有望带动碳化硅衬底端市场规模增长至人民币664亿元，我们认为公司作为产业核心厂商，成长空间依旧广阔。

■ 投资建议

维持“买入”评级。我们调整公司2025-2027年归母净利润预测至2.96/4.78/6.38亿元，对应EPS分别为0.69/1.11/1.48元，对应PE估值分别为87/54/40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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1768	2530	3295	3874
年增长率	41.4%	43.1%	30.2%	17.6%
归母净利润	179	296	478	638
年增长率	491.6%	65.5%	61.4%	33.4%
每股收益（元）	0.42	0.69	1.11	1.48
市盈率（X）	143.97	86.98	53.89	40.40
市净率（X）	4.85	4.59	4.23	3.83

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025 年 05 月 06 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	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1239	1131	1210	1172
应收票据及应收账款	566	809	1042	1234
存货	1022	1743	2171	2536
其他流动资产	297	615	741	838
流动资产合计	3125	4298	5164	5781
长期股权投资	27	39	50	57
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3615	3561	3674	3757
在建工程	94	174	197	439
无形资产	275	286	298	309
其他非流动资产	222	239	249	258
非流动资产合计	4232	4300	4468	4820
资产总计	7357	8598	9632	10601
短期借款	600	602	604	606
应付票据及应付账款	771	1351	1765	1973
合同负债	45	163	214	247
其他流动负债	126	365	447	535
流动负债合计	1543	2482	3030	3360
长期借款	86	86	86	86
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	415	410	419	419
非流动负债合计	501	496	504	504
负债合计	2044	2978	3534	3865
股本	430	430	430	430
资本公积	5098	5104	5104	5104
留存收益	-110	190	668	1306
归属母公司股东权益	5313	5620	6098	6736
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5313	5620	6098	6736
负债和股东权益合计	7357	8598	9632	10601

现金流量表（单位：百万元）

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	66	529	929	1094
净利润	179	296	478	638
折旧摊销	358	565	648	728
营运资金变动	-465	-354	-231	-316
其他	-6	22	34	44
投资活动现金流量	-293	-647	-843	-1117
资本支出	-566	-629	-830	-1104
投资变动	0	-26	-27	-26
其他	273	7	14	13
筹资活动现金流量	571	7	-7	-15
债权融资	695	30	10	2
股权融资	0	5	0	0
其他	-124	-28	-17	-17
现金净流量	344	-108	79	-38

利润表（单位：百万元）

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1768	2530	3295	3874
营业成本	1310	1813	2303	2653
营业税金及附加	13	19	24	28
销售费用	29	33	36	39
管理费用	176	228	264	291
研发费用	142	190	231	263
财务费用	-16	4	6	5
资产减值损失	-22	-23	-33	-42
投资收益	-1	12	14	14
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	159	295	473	621
营业外收支净额	1	1	1	1
利润总额	159	297	474	622
所得税	-20	0	-5	-16
净利润	179	296	478	638
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	179	296	478	638

主要指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	25.9%	28.3%	30.1%	31.5%
净利率	10.1%	11.7%	14.5%	16.5%
净资产收益率	3.4%	5.3%	7.8%	9.5%
资产回报率	2.4%	3.4%	5.0%	6.0%
投资回报率	2.7%	4.7%	7.1%	8.6%
成长能力指标				
营业收入增长率	41.4%	43.1%	30.2%	17.6%
EBIT 增长率	254.8%	109.5%	59.2%	30.9%
归母净利润增长率	491.6%	65.5%	61.4%	33.4%
每股指标（元）				
每股收益	0.42	0.69	1.11	1.48
每股净资产	12.36	13.08	14.19	15.68
每股经营现金流	0.15	1.23	2.16	2.55
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力指标				
总资产周转率	0.25	0.32	0.36	0.38
应收账款周转率	4.27	4.26	4.34	4.18
存货周转率	1.40	1.31	1.18	1.13
偿债能力指标				
资产负债率	27.8%	34.6%	36.7%	36.5%
流动比率	2.03	1.73	1.70	1.72
速动比率	1.18	0.82	0.79	0.77
估值指标				
P/E	143.97	86.98	53.89	40.40
P/B	4.85	4.59	4.23	3.83
EV/EBITDA	42.74	29.31	22.45	18.70

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

股票投资评级：	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
行业投资评级：	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