

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	91.93
总股本/流通股本(亿股)	4.85 / 4.30
总市值/流通市值(亿元)	446 / 395
52周内最高/最低价	92.56 / 47.55
资产负债率(%)	27.8%
第一大股东	宗艳民

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
研究助理: 陈天瑜
SAC 登记编号: S1340125090015
Email: chentianyu@cnpsec.com

天岳先进(688234)

天琢晶刚，岳筑芯途

● 投资要点

产能规模持续扩大，产业化优势与规模竞争力进一步巩固。公司是全球宽禁带半导体材料行业的领军企业，较早在国内实现了半绝缘型碳化硅衬底的产业化，并进一步实现导电型碳化硅衬底的产业化。2025年H1，公司持续提升核心产品的产能产量。济南工厂的产能产量通过技术与中道制程推进，上海临港工厂已于2024年年中提前达到年产30万片导电型衬底的产能规划，正推进二阶段产能提升计划，两个工厂合计设计产能已突破40万片。

超前布局碳化硅衬底产品矩阵。公司8英寸导电型衬底产品质量和批量供应能力领先，作为全球少数能够批量出货8英寸碳化硅衬底的核心参与者，持续推动头部客户向8英寸技术路线转型。2024年11月实现关键技术突破与产品拓展：一方面成功交付高质量低阻P型碳化硅衬底，标志着向以智能电网为代表的更高电压领域迈进了一步，将加速高性能SiC-IGBT器件的研发与产业化进程，为高端特高压功率器件国产化提供核心材料支撑；另一方面推出业内首款12英寸碳化硅衬底，该产品可进一步扩大单片晶圆的有效芯片制造面积，在同等生产条件下大幅提升合格芯片产量、降低单位成本，进而增强碳化硅材料的经济性与规模化应用潜力。目前公司已构建起覆盖6/8/12英寸碳化硅衬底产品矩阵，包含12英寸高纯半绝缘型、导电P型及导电N型碳化硅衬底。随着碳化硅行业全面迈入“12英寸新时代”，公司凭借超大尺寸技术先发优势与完善的产品布局，持续深耕碳化硅半导体材料蓝海市场，充分享受产业升级带来的市场机遇。

聚焦碳化硅产品多元领域应用拓展，以产品创新响应下游发展趋势。在核心应用领域，公司前瞻性布局电动汽车赛道，于2022年较早通过车规级IATF16949体系认证，碳化硅衬底产品经国际一线领先功率半导体厂商严苛验证后，已实现持续大规模批量供货；同时凭借前瞻性技术布局与创新能力，深度切入可再生能源及AI两大高增长赛道，公司推出的大尺寸、高品质碳化硅衬底，正加速碳化硅材料在下游应用领域的渗透，如电动汽车、AI数据中心、光伏系统及电网等。产品供应方面，公司已实现8英寸导电型衬底的质量稳定与批量供应，客户资源优势显著，截至2025H1，公司已与全球前十大功率半导体器件制造商中半数以上建立业务合作关系，客户体系持续完善。此外，公司积极开拓光学等新兴领域，已与全球头部光学厂商达成合作并斩获多个订单，成功实现光学领域碳化硅衬底产品的商业化落地，进一步拓宽市场边界，为长期发展奠定坚实基础。

● 投资建议

我们预计公司2025/2026/2027年分别实现收入17/27/38亿元，实现归母净利润分别为0.3/1.4/2.8亿元，维持“买入”评级。

风险提示

行业及市场变动风险；市场竞争加剧风险；客户认证风险；原材料价格波动风险；下游需求不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1768	1730	2740	3798
增长率(%)	41.37	-2.15	58.38	38.63
EBITDA（百万元）	502.16	476.31	648.10	823.10
归属母公司净利润（百万元）	179.03	33.19	143.93	278.49
增长率(%)	491.56	-81.46	333.71	93.48
EPS(元/股)	0.37	0.07	0.30	0.57
市销率(P/S)	24.05	24.58	15.52	11.20
市净率(P/B)	8.39	8.26	8.04	7.66
EV/EBITDA	42.74	92.74	67.97	53.13

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.1 相对估值

公司是全球宽禁带半导体材料行业的领军企业,自成立以来即专注于高品质碳化硅衬底的研究与产业化。公司专注于碳化硅行业已超过 14 年,较早在国内实现了半绝缘型碳化硅衬底的产业化,并进一步实现导电型碳化硅衬底的产业化。依托研发、生产和管理经验,在产品大尺寸化上的优势不断提高,目前公司量产碳化硅衬底的尺寸已从 2 英寸迭代升级至 8 英寸,于 2024 年推出业内首款 12 英寸碳化硅衬底,不仅在碳化硅衬底大尺寸化上,公司在产业化能力和产品品质方面也能继续保持全球领先。我们参考英诺赛科、云南锗业进行相对估值分析,参考公司 2025 年 iFind 一致预期 PS 均值为 31.50x。后续公司将通过推动产品大尺寸化、生产效率提升的双轮驱动,持续降低碳化硅衬底的规模化使用成本,推动碳化硅衬底在更多应用场景加速应用,维持“买入”评级。

图表1: 相对估值表 (可比公司数据来自 iFind 一致性预期,天岳先进营业收入预测值采用中邮证券研究所预测值)

2025/12/29										
证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PS			
			TTM	2025E	2026E	2027E	TTM	2025E	2026E	2027E
英诺赛科	2577.HK	561	9.96	13.99	24.88	40.02	56.33	40.12	22.55	14.02
云南锗业	002428.SZ	204	10.63	8.90	9.63	10.48	19.16	22.89	21.15	19.44
均值								31.50	21.85	16.73
天岳先进	688234.SH	425	15.99	17.30	27.40	37.98	26.60	24.58	15.52	11.20

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	1768	1730	2740	3798	营业收入	41.4%	-2.2%	58.4%	38.6%
营业成本	1310	1371	2119	2905	营业利润	380.0%	-79.0%	372.4%	91.9%
税金及附加	13	12	18	23	归属于母公司净利润	491.6%	-81.5%	333.7%	93.5%
销售费用	29	31	44	57	获利能力				
管理费用	176	164	236	304	毛利率	25.9%	20.7%	22.7%	23.5%
研发费用	142	156	236	315	净利率	10.1%	1.9%	5.3%	7.3%
财务费用	-16	3	8	9	ROE	3.4%	0.6%	2.6%	4.8%
资产减值损失	-22	-20	-25	-30	ROIC	2.7%	0.5%	1.9%	3.3%
营业利润	159	33	157	302	偿债能力				
营业外收入	1	3	2	1	资产负债率	27.8%	37.3%	43.7%	47.8%
营业外支出	0	1	1	1	流动比率	2.03	1.69	1.67	1.70
利润总额	159	35	158	303	营运能力				
所得税	-20	2	14	24	应收账款周转率	4.27	3.18	4.45	4.96
净利润	179	33	144	278	存货周转率	1.40	1.28	1.74	2.04
归母净利润	179	33	144	278	总资产周转率	0.25	0.22	0.30	0.36
每股收益(元)	0.37	0.07	0.30	0.57	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.37	0.07	0.30	0.57
货币资金	1239	1994	2813	3699	每股净资产	10.96	11.14	11.43	12.01
交易性金融资产	0	109	149	187	估值比率				
应收票据及应收账款	566	605	718	930	PE	248.85	1342.45	309.53	159.98
预付款项	39	96	138	174	PB	8.39	8.26	8.04	7.66
存货	1022	1123	1309	1539	现金流量表				
流动资产合计	3125	4201	5478	6969	净利润	179	33	144	278
固定资产	3615	3690	3673	3477	折旧和摊销	358	438	482	511
在建工程	94	185	155	141	营运资本变动	-465	23	-57	-154
无形资产	275	287	298	308	其他	-6	55	79	101
非流动资产合计	4232	4405	4367	4168	经营活动现金流净额	66	550	648	737
资产总计	7357	8606	9845	11137	资本开支	-566	-609	-441	-309
短期借款	600	1150	1550	1910	其他	273	-107	-39	-36
应付票据及应付账款	771	1067	1354	1694	投资活动现金流净额	-293	-717	-480	-346
其他流动负债	172	263	371	484	股权融资	0	55	0	0
流动负债合计	1543	2480	3276	4089	债务融资	695	916	700	560
其他	501	729	1029	1229	其他	-124	-43	-48	-65
非流动负债合计	501	729	1029	1229	筹资活动现金流净额	571	928	652	495
负债合计	2044	3210	4305	5318	现金及现金等价物净增加额	344	754	819	886
股本	430	485	485	485					
资本公积金	5098	5098	5098	5098					
未分配利润	-123	-101	21	258					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	-92	-86	-64	-22					
所有者权益合计	5313	5396	5540	5819					
负债和所有者权益总计	7357	8606	9845	11137					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048