

## 天岳先进(688234.SH)

## 多重因素致25年利润承压，但盈利能力有望修复与增强

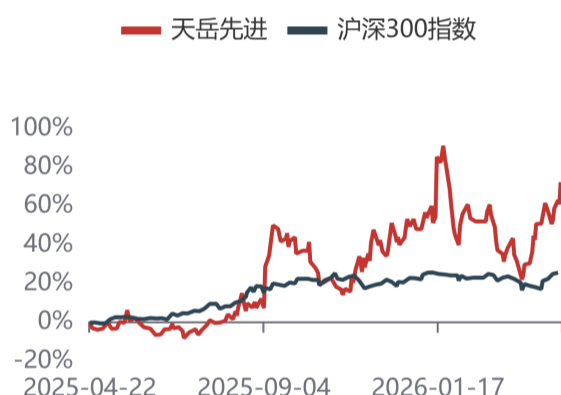
## 推荐 (维持)

股价:103.36元

## 主要数据

行业	电子
公司网址	www.sicc.cc
大股东/持股	宗艳民/26.68%
实际控制人	宗艳民
总股本(百万股)	485
流通A股(百万股)	430
流通B/H股(百万股)	55
总市值(亿元)	474
流通A股市值(亿元)	444
每股净资产(元)	14.80
资产负债率(%)	25.1

## 行情走势图



## 证券分析师

杨钟	投资咨询资格编号 S1060525080001 yangzhong035@pingan.com.cn
徐碧云	投资咨询资格编号 S1060523070002 XUBIYUN372@pingan.com.cn



## 事项:

公司发布2025年年报，实现营业收入14.65亿元，同比减少17.15%，实现归母净利润-2.08亿元，同比减少216.36%。

## 平安观点:

- 多重因素致公司利润承压：2025年公司实现营收14.65亿元（-17.15%YoY），实现归母净利润为-2.08亿元（-216.36%YoY），实现扣非归母净利润为-2.46亿元（-257.53%YoY），主要系受宏观经济环境变化、行业供需关系动态调整及产业阶段性因素影响，叠加公司为扩大市场占有率、巩固行业地位而实施的主动市场渗透策略，产品平均销售价格阶段性下调。上述因素叠加导致全年利润承压，但相关影响多为一次性或阶段性特征。2025年公司整体毛利率和净利率分别是13.05%（-12.85pct YoY）和-14.24%（-24.37pct YoY）。从费用端来看，2025年公司期间费用率为28.05%（+9.35pct YoY），其中销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为2.12%（+0.49pct YoY）、12.66%（+2.72pct YoY）、1.94%（+2.83pct YoY）和11.32%（+3.30pct YoY）。为把握大尺寸衬底在新兴应用领域的商业化机遇，公司加大市场推广力度与渠道建设投入，优化客户服务体系，销售费用同比上升；同时，为巩固碳化硅衬底领域的技术壁垒，持续聚焦大尺寸衬底关键技术及新工艺研发，高研发投入推动核心技术突破与产品迭代，研发投入同比增长。尽管短期内费用增长对利润形成一定挤压，但上述投入有效强化了公司的技术储备与市场开拓能力，为未来市场份额的持续提升与盈利弹性奠定了坚实基础。2025Q4单季度，公司实现营收3.53亿元（-27.53%YoY，+10.90%QoQ），归母净利润-2.09亿元（-681.89%YoY，-2045.83%QoQ）。2025Q4单季度的毛利率为-5.89%（-32.09pct YoY，-26.48pct QoQ）。
- 8英寸快速起量，12英寸开启下一代赛道：尽管行业承压，但碳化硅成本下行刺激出更多的市场应用，新能源汽车、工业、光储充、智能电网的

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,768	1,465	1,955	2,641	3,361
YOY(%)	41.4	-17.2	33.4	35.1	27.3
净利润(百万元)	179	-208	20	164	273
YOY(%)	491.6	-216.4	109.7	712.4	66.5
毛利率(%)	25.9	13.1	21.9	27.3	29.7
净利率(%)	10.1	-14.2	1.0	6.2	8.1
ROE(%)	3.4	-2.9	0.3	2.2	3.6
EPS(摊薄/元)	0.37	-0.43	0.04	0.34	0.56
P/E(倍)	257.7	-221.5	2,282.2	280.9	168.8
P/B(倍)	8.7	6.4	6.4	6.3	6.0

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

强劲需求驱动出货量显著增长。公司2024年衬底产量已达41.02万片，2025年产量达到69.04万片，继续保持增长态势。价减量增的背后，是国产产业链凭借规模效应和良率突破，正成为全球碳化硅行业的大增长极。2025-2026年初，衬底尺寸升级依然是行业最重要的结构性趋势之一：6英寸是行业目前最为主流出货品类，同时8英寸正快速起量，并成为盈利与成本博弈的胜负手，12英寸是下一代技术和话语权的高地。12英寸方面，2024-2025年是从实验室阶段迈向工程样片与小批供货的关键窗口期。2025年，公司已经完成12英寸导电N型、导电P型及高纯半绝缘型全系列产品技术攻关，并在国际展会上展示样品，部分头部客户已启动验证。

- 投资建议：公司自成立以来即专注于高品质碳化硅衬底的研发与产业化，是全球少数能够实现8英寸碳化硅衬底量产、率先实现2英寸到8英寸碳化硅衬底商业化的公司之一，也是率先推出12英寸碳化硅衬底的公司，具备先发优势。综合公司最新财报以及对行业发展趋势的判断，我们调整了公司盈利预期，鉴于公司尚未稳定盈利，我们采用PS估值法，预计公司2026-2028年营收分别为19.55亿元（前值为19.36亿元）、26.41亿元（前值为27.61亿元）、33.61亿元（新增），对应4月22日收盘价PS分别为24.3X、18.0X和14.1X。随着公司技术升级带来的降本增效成果逐步释放，以及核心产品市场渗透率的持续提升，公司盈利能力有望得到修复与增强。我们看好下游电动车领域碳化硅渗透率提升，AR眼镜光波导、数据中心、先进封装等新应用领域对碳化硅衬底需求带来的新增量，以及公司在碳化硅衬底领域的领导地位，维持公司“推荐”评级。
- 风险提示：（1）部分原材料和加工检测设备依赖外资供应商的风险。未来，若外资供应商所在国家或地区实施限制性贸易政策，公司无法获得必要的原材料或设备，将会对公司的生产经营产生负面影响。（2）半导体材料行业竞争激烈。若公司未能成功竞争，公司的业务、经营业绩和未来前景将受到损害。（3）碳化硅衬底成本高昂制约下游应用发展的风险。短期内碳化硅衬底良率普遍不高，对成本降低带来一定难度，导致碳化硅器件渗透率不及预期，或将对公司的经营产生不利影响。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	5292	5178	5803	6611
现金	3178	2762	2690	2745
应收票据及应收账款	621	678	915	1165
其他应收款	8	19	26	33
预付账款	121	143	193	246
存货	1063	1229	1547	1902
其他流动资产	301	348	432	520
<b>非流动资产</b>	4291	4158	3978	3765
长期投资	22	22	23	23
固定资产	3609	3557	3455	3304
无形资产	269	224	179	135
其他非流动资产	392	356	321	303
<b>资产总计</b>	9583	9336	9781	10376
<b>流动负债</b>	1540	1349	1705	2101
短期借款	658	0	0	0
应付票据及应付账款	732	1108	1395	1716
其他流动负债	149	240	310	386
<b>非流动负债</b>	868	792	715	638
长期借款	357	281	204	127
其他非流动负债	511	511	511	511
<b>负债合计</b>	2408	2141	2420	2740
少数股东权益	1	1	1	2
股本	485	485	485	485
资本公积	7095	7095	7096	7098
留存收益	-405	-385	-221	52
<b>归属母公司股东权益</b>	7174	7194	7359	7635
<b>负债和股东权益</b>	9583	9336	9781	10376

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	220	733	404	528
净利润	-209	20	164	273
折旧摊销	364	533	584	619
财务费用	28	17	0	-3
投资损失	5	-3	-3	-3
营运资金变动	11	165	-340	-357
其他经营现金流	19	0	-1	-2
<b>投资活动现金流</b>	-520	-398	-399	-400
资本支出	307	400	403	406
长期投资	-13	-3	-3	-3
其他投资现金流	-814	-795	-799	-803
<b>筹资活动现金流</b>	2278	-751	-77	-74
短期借款	58	-658	0	0
长期借款	271	-76	-77	-77
其他筹资现金流	1948	-17	-0	3
<b>现金净增加额</b>	1932	-416	-72	55

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	1465	1955	2641	3361
营业成本	1274	1526	1921	2362
税金及附加	14	15	20	26
营业费用	31	35	47	60
管理费用	185	195	264	336
研发费用	166	176	238	303
财务费用	28	17	0	-3
资产减值损失	-49	-38	-52	-66
信用减值损失	1	-9	-12	-16
其他收益	128	87	87	87
公允价值变动收益	-1	0	1	2
投资净收益	-5	3	3	3
资产处置收益	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	-161	33	178	287
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	39	13	13	13
<b>利润总额</b>	-199	21	165	275
所得税	9	0	1	1
<b>净利润</b>	-209	20	164	273
少数股东损益	-0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	-208	20	164	273
EBITDA	193	571	749	891
EPS (元)	-0.43	0.04	0.34	0.56

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	-17.2	33.4	35.1	27.3
营业利润(%)	-201.3	120.6	435.9	61.8
归属于母公司净利润(%)	-216.4	109.7	712.4	66.5
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	13.1	21.9	27.3	29.7
净利率(%)	-14.2	1.0	6.2	8.1
ROE(%)	-2.9	0.3	2.2	3.6
ROIC(%)	-2.7	1.0	3.5	5.3
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	25.1	22.9	24.7	26.4
净负债比率(%)	-30.1	-34.5	-33.8	-34.3
流动比率	3.4	3.8	3.4	3.1
速动比率	2.5	2.6	2.2	1.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	2.4	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	2.94	2.03	2.03	2.03
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	-0.43	0.04	0.34	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	1.51	0.83	1.09
每股净资产(最新摊薄)	14.80	14.84	15.19	15.75
<b>估值比率</b>				
P/E	-221.5	2282.2	280.9	168.8
P/B	6.4	6.4	6.3	6.0
EV/EBITDA	212	77	59	49

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2026版权所有。保留一切权利。



## 平安证券研究所

电话:4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

### 上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

### 北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层