

天岳先进 (688234.SH)

优于大市

1Q26 毛利率由负转正至 19.12%，全球市占率持续提升

核心观点

1Q26 毛利率由负转正至 19.12%。公司主要产品为碳化硅衬底，25 年实现销售量同比增长 75%，但受产品价格下降影响，公司业绩短期承压，全年营收 14.65 亿元 (YoY-17.15%)，扣非归母净利润-2.08 亿元 (YoY-216.36%)。进入 1Q26，通过降本增效，公司单季度实现营收 3.66 亿元 (YoY-10.41%，QoQ+3.58%)，扣非归母净利润-0.59 亿元 (YoY-1750.21%，QoQ+72.55%)，毛利率 19.12% (YoY-4.83pct，QoQ+25.01pct) 由负转正。

25 年碳化硅材料销售量同比增加 75.3%，全球份额持续提升。25 年公司碳化硅衬底产品销售量和生产量分别同比增长 75.33% 和 68.31%，随着下游应用场景拓展与渗透率提升，销量增速高于生产量增速，年产能已超过 50 万片。根据日本富士经济 26 年数据，25 年全球导电型碳化硅衬底材料市场中，公司市占率达 27.6%，位居全球第一，超越 Wolfspeed 跃居行业龙头；其中 6 英寸市场份额为 27.5%，8 英寸市场份额达 51.3%。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制造商建立合作，并已进入国际头部半导体公司供应链。未来，随上海工厂、济南工厂产能提升，海外工厂逐步进入计划建设阶段，产品销量有望进一步加速增长。

大尺寸衬底技术行业领先，新兴应用多维拓展。公司在大尺寸产品化方面 25 年完成了 12 英寸导电 N 型、导电 P 型及高纯半绝缘型碳化硅衬底全系列产品的技术研发，是全球少数能够实现 8 英寸碳化硅衬底量产的公司之一。在新兴应用领域，公司与舜宇奥来微纳光学（上海）有限公司达成战略合作，推动碳化硅衬底材料在光学领域应用；先进封装领域已与全球头部客户达成合作；在芯片散热方向，已成功将半绝缘碳化硅衬底应用于高功率激光器芯片的散热层并形成批量出货。

投资建议：中长期我们看好公司在碳化硅衬底的领先身位及碳化硅材料的多维拓展空间，考虑产品价格下降幅度高于预期，下调产品毛利率与单价，预计公司 26-28 年归母净利润 0.63/2.83/3.76 亿元 (26-27 年前值：4.64/6.38 亿元)，对应 26-28 年 PE 分别为 782/173/130 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：碳化硅渗透不及预期，行业竞争加剧产品价格下降等。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,768	1,465	1,848	2,170	2,553
(+/-%)	41.4%	-17.2%	26.1%	17.4%	17.7%
净利润(百万元)	179	-208	63	283	376
(+/-%)	491.6%	-216.4%	130.0%	353.1%	32.5%
每股收益(元)	0.42	-0.43	0.13	0.58	0.78
EBIT Margin	5.6%	-14.0%	-1.7%	8.4%	10.6%
净资产收益率 (ROE)	3.4%	-2.9%	0.9%	3.8%	4.8%
市盈率 (PE)	242.4	-235.0	782.3	172.7	130.3
EV/EBITDA	104.1	348.3	116.2	76.0	65.9
市净率 (PB)	8.17	6.82	6.76	6.52	6.23

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

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

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

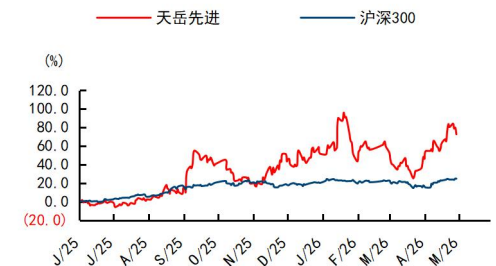
证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

证券分析师：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn
S0980525080004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	101.00 元
总市值/流通市值	48946/48946 百万元
52 周最高价/最低价	116.36/54.51 元
近 3 个月日均成交额	788.42 百万元

市场走势

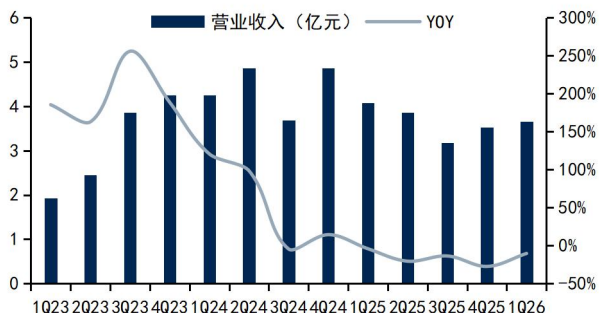


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

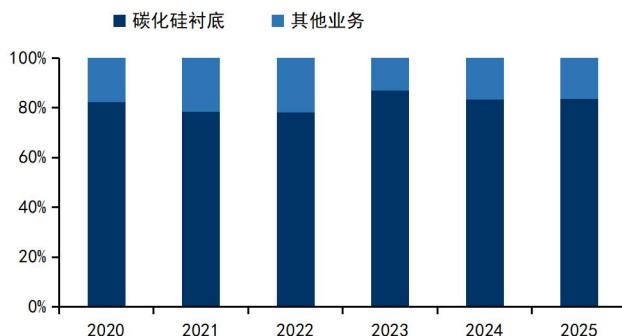
- 《天岳先进 (688234.SH) - 全球市占率持续提升，碳化硅大尺寸与光学应用多维扩展》——2025-05-06
- 《天岳先进 (688234.SH) - 3Q24 毛利率环比提升 8.66pct，8 英寸衬底占据先发优势》——2024-11-06
- 《天岳先进 (688234.SH) - 毛利率环比持续提升，8 英寸衬底保持领先》——2024-08-31
- 《天岳先进 (688234.SH) - 1Q24 盈利水平大幅改善，产品与客户拓展保持领先》——2024-05-06

图1: 公司单季度营业收入及增速 (亿元、%)



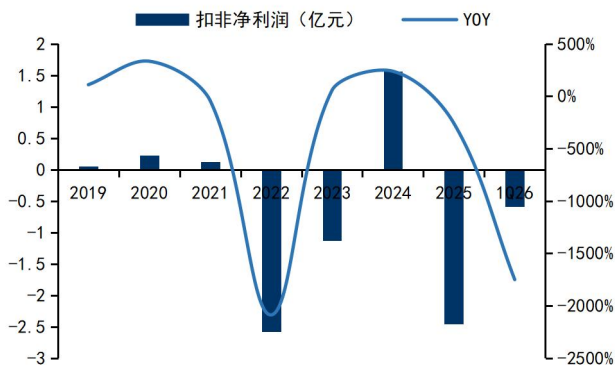
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构



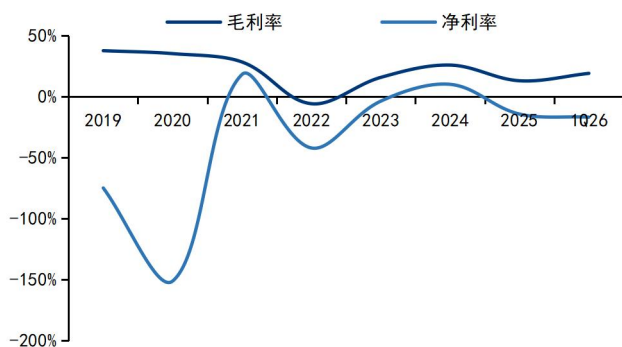
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司扣非净利润及增速 (亿元、%)



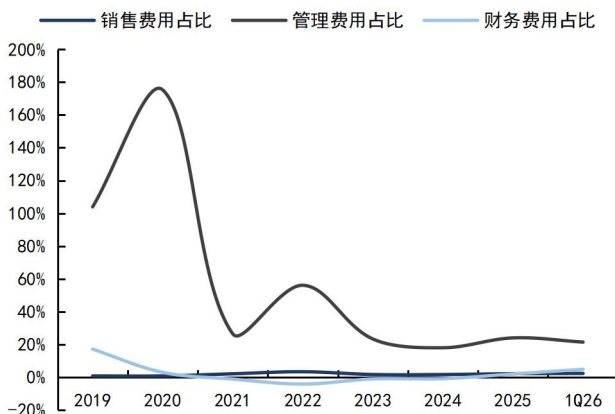
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近年毛利率与净利率情况 (%、%)



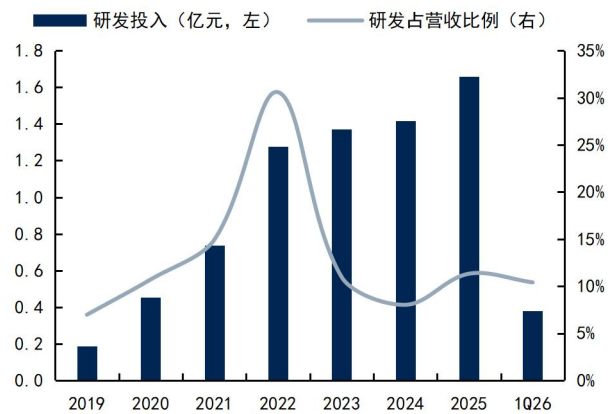
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

盈利预测

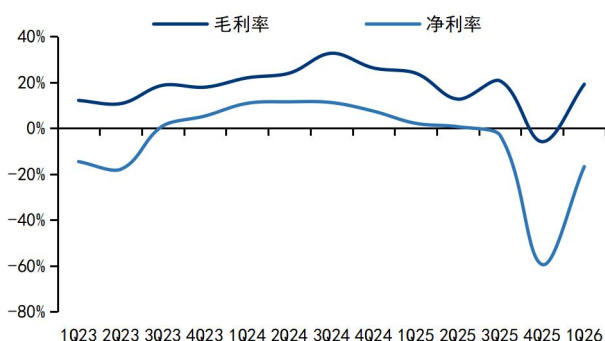
2025 年碳化硅产品降价幅度高于预期。根据公司公告，2025 年公司碳化硅材料销售收入同比下降 16.9%，产品销售量同比增长 75.3%，对应产品均价由 4080 元下降至 1934 元，同比下降 52.6%，降幅高于我们此前预期。由于产品价格下降，公司 4Q25 单季度毛利率及净利率转负，进入 1Q26 公司毛利率转正至 19%，随着降本增效逐步优化，公司毛利率有望修复。

表1: 公司营业收入、销售量及平均单价

	2024	2025	YoY
碳化硅材料营收 (亿元)	14.74	12.25	-16.9%
销售量 (万片)	36.12	63.33	75.3%
产品均价 (千元)	4080	1934	-52.6%

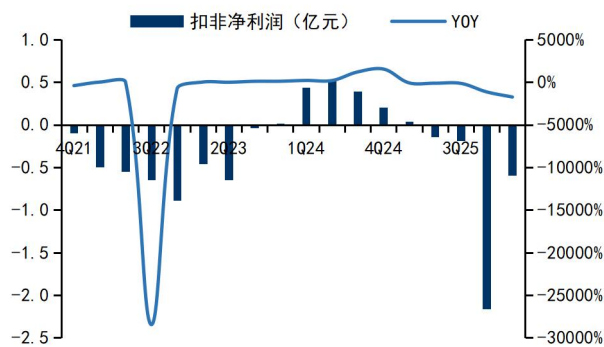
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

图7: 公司单季度毛利率与净利率变化 (% , %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度扣非归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

由于 25 产品价格下降幅度高于预期，结合 1Q26 公司情况，下调业务收入预期：

碳化硅材料：公司主要销售碳化硅衬底材料，为全球该领域的龙头企业。25 年公司在行业承压背景下仍实现了份额提升，根据日本富士经济数据，25 年全球导电型碳化硅衬底材料市场中，天岳先进（SICC）市场份额为 27.6%，位居全球第一；其中 6 英寸市场份额为 27.5%，8 英寸市场份额为 51.3%。短期碳化硅衬底价格下降影响公司营收增长，中长期看随着价格下降下游新能源汽车等领域加速渗透，产品销量增长，考虑 8 英寸衬底价格仍将下降，6 英寸衬底价格下降幅度收敛，结合公司产销量情况，预计该业务 26-28 年对应营收 15.96/19.05/22.75 亿元。

其他业务：假设基本保持稳定。

表2: 公司营业收入及毛利率预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (亿元)	17.68	14.65	18.48	21.70	25.53
碳化硅材料收入 (亿元)	14.74	12.25	15.96	19.05	22.75
碳化硅产品均价 (千元)	4080	1934	1453	1235	1110
其他业务	2.94	2.40	2.52	2.64	2.78
同比增速 (%)	41%	-17%	26%	17%	18%
毛利率 (%)	25.90%	13.05%	23.10%	25.00%	26.02%

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

综上所述,中长期我们看好公司在碳化硅衬底的领先身位及碳化硅材料的多维拓展空间,考虑产品价格下降幅度高于预期,下调产品毛利率与单价,预计公司 26-28 年归母净利润 0.63/2.83/3.76 亿元(26-27 年前值:4.64/6.38 亿元),对应 26-28 年 PE 分别为 782/173/130 倍,维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1239	3178	3378	3975	4711	营业收入	1768	1465	1848	2170	2553
应收款项	576	556	702	824	969	营业成本	1310	1274	1421	1627	1889
存货净额	1022	1063	1091	1294	1562	营业税金及附加	13	14	18	20	24
其他流动资产	288	494	597	682	784	销售费用	29	31	34	29	30
流动资产合计	3125	5292	5767	6775	8026	管理费用	176	185	212	158	172
固定资产	3709	3717	3455	3206	2972	研发费用	142	166	195	152	167
无形资产及其他	275	269	258	247	236	财务费用	(16)	28	(32)	(36)	(39)
其他长期资产	222	284	284	284	284	投资收益	(1)	(5)	3	(1)	(1)
长期股权投资	27	22	22	22	22	资产减值及公允价值变动	(22)	(50)	(20)	(28)	(34)
资产总计	7357	9583	9785	10533	11539	其他	68	128	88	99	105
短期借款及交易性金融负债	614	705	747	1002	1359	营业利润	159	(161)	72	287	381
应付款项	771	732	750	890	1075	营业外净收支	1	(39)	(13)	(17)	(23)
其他流动负债	158	103	108	119	142	利润总额	159	(199)	60	270	358
流动负债合计	1543	1540	1605	2011	2576	所得税费用	(20)	9	(3)	(14)	(18)
长期借款及应付债券	86	345	345	345	345	少数股东损益	0	(0)	0	0	0
其他长期负债	415	523	597	669	754	归属于母公司净利润	179	(208)	63	283	376
长期负债合计	501	868	942	1014	1099	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2044	2408	2548	3026	3674	净利润	179	(209)	63	284	376
少数股东权益	0	1	1	2	2	资产减值准备	8	25	22	28	34
股东权益	5313	7174	7236	7506	7863	折旧摊销	338	353	475	502	527
负债和股东权益总计	7357	9583	9785	10533	11539	公允价值变动损失	0	1	(2)	(0)	(1)
关键财务与估值指标						财务费用	(3)	69	(32)	(36)	(39)
每股收益	0.42	(0.43)	0.13	0.58	0.78	营运资本变动	(775)	(189)	(176)	(188)	(223)
每股红利	0.02	0.06	0.00	0.03	0.04	其它	319	180	10	7	4
每股净资产	12.36	14.80	14.93	15.49	16.22	经营活动现金流	66	231	360	598	680
ROIC	2%	-3%	-0%	2%	3%	资本开支	(568)	(403)	(202)	(242)	(282)
ROE	3%	-3%	1%	4%	5%	其它投资现金流	275	(117)	0	0	0
毛利率	26%	13%	23%	25%	26%	投资活动现金流	(293)	(520)	(202)	(242)	(282)
EBIT Margin	6%	-14%	-2%	8%	11%	权益性融资	0	2062	0	0	0
EBITDA Margin	25%	10%	24%	32%	31%	负债净变化	86	259	0	0	0
收入增长	41%	-17%	26%	17%	18%	支付股利、利息	(7)	(28)	0	(14)	(19)
净利润增长率	492%	-216%	130%	353%	33%	其它融资现金流	493	(16)	42	255	357
资产负债率	28%	25%	26%	29%	32%	融资活动现金流	571	2278	42	241	338
息率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	344	1943	200	597	736
P/E	242.4	(235.0)	782.3	172.7	130.3	货币资金的期初余额	812	1155	3098	3298	3895
P/B	8.2	6.8	6.8	6.5	6.2	货币资金的期末余额	1155	3098	3298	3895	4631
EV/EBITDA	104.1	348.3	116.2	76.0	65.9	企业自由现金流	(894)	(454)	64	263	307
						权益自由现金流	(316)	(210)	140	556	705

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提及的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