

2026年05月08日

天岳先进 (688234. SH)

投资评级：买入（首次）

——2026Q1 毛利率环比提升，8英寸SiC衬底有望放量

投资要点：

- 公司2026年一季度实现营业收入3.66亿元，同比下降10.41%；归母净利润-0.61亿元。2025年全年公司实现营业收入14.65亿元，较2024年的17.68亿元下降17.15%；归母净利润-2.08亿元，较2024年的1.79亿元转亏。
- 公司毛利率环比提升，盈利能力环比改善。2026年一季度公司毛利率、净利率分别为19.12%、-16.77%，环比2025年四季度增长25.01pct、42.65pct。2025年全年毛利率、净利率分别为13.05%、-14.24%，同比变化-12.85pct、-24.37pct。分地区来看，2025年境内和境外毛利率分别为-6.22%、35.97%，同比变化-27.01pct、-6.08pct。
- SiC衬底有望迎来周期拐点，8英寸有望快速放量。当前6英寸SiC衬底价格底部逐渐回暖、8英寸衬底则作为新的增长引擎开始放量。据晶升股份公开投资者交流记录显示，碳化硅衬底价格呈现结构性上涨，6英寸产品价格较大幅度反弹，8英寸价格则止跌企稳并小幅上涨，部分衬底厂商已收到其下游客户的新增订单需求。公司具备全球领先的规模化量产能力，2025年度公司碳化硅产品折合69.04万片，同比增长68.31%。
- 公司作为8英寸SiC衬底龙头企业，有望受益行业回暖。根据日本富士经济于2026年3月发布的报告测算，2025年全球导电型碳化硅衬底材料市场中公示天岳先进市场份额为27.6%，位居全球第一，其中8英寸市场份额为51.3%。公司是全球少数能够实现8英寸SiC衬底量产、也是率先推出12英寸SiC衬底的公司，并已完成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，部分头部客户已启动验证或下达订单。8英寸的稳定量产及12英寸的前瞻布局有望让公司在下一个时代的竞争中掌握先机。
- 盈利预测与评级：我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为0.38/1.85/3.09亿元，2026年扭亏为盈，2027-2028年同比增速分别为391.65%/66.77%，当前股价对应PE分别为1399.49、284.65、170.69倍。选取三安光电、晶盛机电、芯联集成作为可比公司，考虑公司具备规模化量产8英寸SiC衬底的能力，有望受益于SiC衬底行业回暖，迎来需求增长。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：行业景气度不及预期风险、原材料价格上涨风险、竞争格局恶化风险、海外业务风险。

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

葛星甫

SAC: S1350524120001

gexingfu@huayuanstock.com

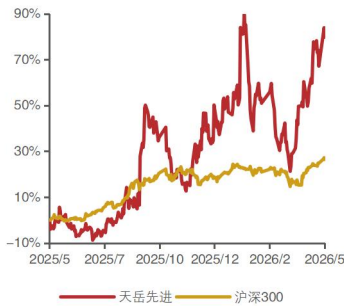
刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年05月08日

收盘价(元)	108.66
一年内最高/最低(元)	116.36/54.51
总市值(百万元)	52,658.65
流通市值(百万元)	52,658.65
总股本(百万股)	484.62
资产负债率(%)	25.90
每股净资产(元/股)	14.68

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,768	1,465	2,272	2,922	3,469
同比增长率(%)	41.37%	-17.15%	55.09%	28.63%	18.72%
归母净利润(百万元)	179	-208	38	185	309
同比增长率(%)	491.56%	-216.36%	118.06%	391.65%	66.77%
每股收益(元/股)	0.37	-0.43	0.08	0.38	0.64
ROE(%)	3.37%	-2.90%	0.52%	2.50%	4.00%
市盈率(P/E)	294.14	-252.78	1,399.49	284.65	170.69

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,178	2,832	2,496	2,428
应收票据及账款	621	787	1,013	1,202
预付账款	121	166	214	254
其他应收款	8	22	29	34
存货	1,063	1,343	1,605	1,825
其他流动资产	301	386	466	533
流动资产总计	5,292	5,538	5,822	6,277
长期股权投资	22	19	17	14
固定资产	3,609	3,699	4,084	4,261
在建工程	129	464	350	300
无形资产	269	261	264	276
长期待摊费用	30	40	45	55
其他非流动资产	233	241	246	251
非流动资产合计	4,291	4,724	5,005	5,157
资产总计	9,583	10,262	10,828	11,433
短期借款	658	758	908	1,028
应付票据及账款	732	1,212	1,448	1,646
其他流动负债	149	269	330	382
流动负债合计	1,540	2,239	2,686	3,056
长期借款	357	298	232	160
其他非流动负债	511	511	511	511
非流动负债合计	868	810	743	671
负债合计	2,408	3,049	3,430	3,727
股本	485	485	485	485
资本公积	7,095	7,095	7,095	7,095
留存收益	-405	-368	-183	126
归属母公司权益	7,174	7,212	7,397	7,705
少数股东权益	1	1	1	2
股东权益合计	7,175	7,213	7,398	7,707
负债和股东权益合计	9,583	10,262	10,828	11,433

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	-209	-40	108	231
折旧与摊销	375	430	531	591
财务费用	28	36	39	43
投资损失	5	-3	-3	-3
营运资金变动	11	8	-324	-272
其他经营现金流	19	78	78	78
经营性现金净流量	231	508	429	667
投资性现金净流量	-520	-860	-810	-740
筹资性现金净流量	2,278	5	44	5
现金流量净额	1,943	-346	-336	-68

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,465	2,272	2,922	3,469
营业成本	1,274	1,668	1,993	2,266
税金及附加	14	17	22	27
销售费用	31	41	52	62
管理费用	185	265	340	404
研发费用	166	230	295	351
财务费用	28	36	39	43
资产减值损失	-49	-45	-57	-68
信用减值损失	1	-11	-14	-16
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-5	3	3	3
公允价值变动损益	-1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	128	87	87	87
营业利润	-161	51	199	323
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	39	13	13	13
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	-199	38	186	310
所得税	9	0	1	2
净利润	-209	38	185	309
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	-208	38	185	309
EPS(元)	-0.43	0.08	0.38	0.64

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-17.15%	55.09%	28.63%	18.72%
营业利润增长率	-201.27%	131.47%	292.63%	62.55%
归母净利润增长率	-216.36%	118.06%	391.65%	66.77%
经营现金流增长率	249.79%	120.35%	-15.59%	55.61%
盈利能力				
毛利率	13.05%	26.57%	31.80%	34.68%
净利率	-14.24%	1.66%	6.33%	8.90%
ROE	-2.90%	0.52%	2.50%	4.00%
ROA	-2.17%	0.37%	1.71%	2.70%
估值倍数				
P/E	-252.78	1,399.49	284.65	170.69
P/S	35.95	23.18	18.02	15.18
P/B	7.34	7.30	7.12	6.83
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	205	104	70	57

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。