

2025 年 09 月 07 日



**华鑫证券**  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# SiC 衬底材料全球领导者，有望受益于终端 AI 芯片技术迭代

## 一天岳先进 (688234.SH) 公司事件点评报告

## 买入(维持)

分析师：吕卓阳 S1050523060001

lvzy@cfsc.com.cn

联系人：石俊烨 S1050125060011

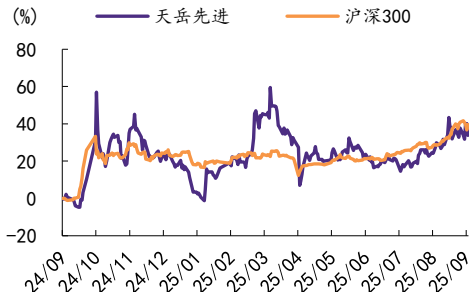
✉ shi jy@cfsc. com. cn

## 基本数据

2025-09-05

|             |             |
|-------------|-------------|
| 当前股价（元）     | 77.28       |
| 总市值（亿元）     | 369         |
| 总股本（百万股）    | 477         |
| 流通股本（百万股）   | 430         |
| 52 周价格范围（元） | 45.88-77.28 |
| 日均成交额（百万元）  | 435.03      |

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 1、《天岳先进（688234）：基本面拐点进一步明确，单季度收入利润创新高》2024-09-22
- 2、《天岳先进（688234）：收入持续增长，基本面拐点进一步明确》2024-05-07
- 3、《天岳先进（688234）：2023Q4收入利润双增，产能爬坡顺利拐点明确》2024-01-31

# 事件

公司发布 2025 年半年报：2025 年上半年公司实现营业收入 7.94 亿元，同比下降 12.98%；实现归母净利润 0.11 亿元，同比下降 89.32%；实现扣非归母净利润 -0.11 亿元，同比下降 111.37%。

## 投资要点

### 公司业绩承压，大尺度 SiC 衬底研发力度提升

2025 年第二季度，公司实现营业收入 3.86 亿元，同比下降 20.63%，环比下降 5.42%；实现归母净利润 0.02 亿元，同比下降 95.77%，环比下降 72.27%；实现扣非归母净利润 -0.15 亿元，同比下降 127.63%，环比下降 504.37%。公司业绩承压主要原因系公司为持续加大碳化硅衬底材料在下游应用的渗透，提高公司产品市场占有率，衬底销售价格同比下降。研发方面，公司加大对大尺寸衬底研发投入，2025 年上半年，公司研发费用 7584.67 万元，同比增加 34.94%，主要用于大尺寸碳化硅衬底产品技术攻关以及 AR 眼镜等新兴应用领域的拓展。

## ■ SiC 材料满足 AI 芯片性能需求，终端 AI 大客户引领中介层材料升级

英伟达计划在 2027 年前将下一代 Rubin GPU 的 CoWoS 先进封装中介层材料从硅替换为碳化硅。台积电已联合日本 DISCO 等设备商研发 SiC 中介层制造技术，首代 Rubin GPU 将沿用硅中介层，当新设备到位之后，预计英伟达将推动 SiC 中介层的导入。

SiC 做中介层的核心优势在于：1) 散热性能突破：单晶 SiC 热导率达  $490\text{W/m}\cdot\text{K}$ ，可解决 CoWoS 封装中高带宽内存的散热挑战。2) 封装体积缩小：SiC 耐化学性强，支持湿法刻蚀制备高深宽比通孔，可以通过非直线通孔设计缩短互连距离，使 2.5D 封装效果逼近 3D 封装。

从需求端来看，根据行家说三代半，一片 12 英寸晶圆分别可生产 21 个 3 倍光罩尺寸和 5 个 8 倍光罩尺寸的中介层，我们假设采用 3 倍光罩尺寸的中介层，2024-2026 年的需求分别为 1809 片/月、3952 片/月和 5333 片/月；假设采用 8 倍光

罩尺寸的中介层，2024-2026 年的需求分别为 7600 片/月、16600 片/月和 22400 片/月。

从供给端来看，4H-SiC 单晶衬底、热沉级以及多晶 SiC 衬底可以用作 SiC 中介层。目前，天科合达、同光股份等 12 家厂商已率先实现 12 英寸 N 型 4H-SiC 单晶衬底的研发和量产。

从商业化的角度来看，12 英寸碳化硅有望成为先进封装的散热性能突破关键技术，先进封装将成为碳化硅的赛道，但是碳化硅要导入中介层材料市场，要突破 12 英寸切磨抛的关键技术。此外，SiC 中介层相较于硅材料价格仍然较高，亟待厂商后续降本方案。

## ■ 碳化硅衬底头部企业，海外客户拓展顺利

目前，公司已形成 6/8/12 英寸碳化硅衬底产品矩阵，包括 12 英寸高纯半绝缘型碳化硅衬底、12 英寸导电 P 型及 12 英寸导电 N 型碳化硅衬底。其中，高质量低阻 P 型碳化硅衬底将极大加速高性能 SiC-IGBT 的发展进程，实现高端特高压功率器件国产化。产能方面，公司目前已形成山东济南、上海临港碳化硅半导体材料生产基地，设计产能每年超 40 万片。客户方面，截至目前，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了业务合作关系。同时，公司积极开拓海外市场，高品质导电型碳化硅衬底产品加速“出海”，已获得英飞凌、博世、安森美等下游电力电子、汽车电子领域的国际知名企业合作。下游应用方面，公司产品已被运用于电动汽车、AI 数据中心以及光伏系统等领域。

## ■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 22.35、28.86、35.07 亿元，EPS 分别为 0.51、0.70、0.87 元，当前股价对应 PE 分别为 151.7、110.8、88.8 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

SiC 中介层方案进度不及预期；公司产能释放不及预期；碳化硅衬底竞争加剧。

| 预测指标       | 2024A   | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|---------|-------|-------|-------|
| 主营收入（百万元）  | 1,768   | 2,235 | 2,886 | 3,507 |
| 增长率（%）     | 41.4%   | 26.4% | 29.2% | 21.5% |
| 归母净利润（百万元） | 179     | 243   | 333   | 415   |
| 增长率（%）     | -491.6% | 35.9% | 36.9% | 24.8% |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.42    | 0.51  | 0.70  | 0.87  |
| ROE（%）     | 3.4%    | 4.4%  | 5.7%  | 6.6%  |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

| 资产负债表         | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 利润表              | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产：</b>  |              |              |              |              | <b>营业收入</b>      | <b>1,768</b> | <b>2,235</b> | <b>2,886</b> | <b>3,507</b> |
| 现金及现金等价物      | 1,239        | 1,899        | 2,460        | 2,783        | 营业成本             | 1,310        | 1,665        | 2,139        | 2,592        |
| 应收款           | 576          | 612          | 593          | 577          | 营业税金及附加          | 13           | 13           | 17           | 21           |
| 存货            | 1,022        | 1,012        | 1,004        | 1,002        | 销售费用             | 29           | 29           | 38           | 46           |
| 其他流动资产        | 288          | 268          | 289          | 316          | 管理费用             | 176          | 170          | 202          | 235          |
| 流动资产合计        | 3,125        | 3,791        | 4,346        | 4,677        | 财务费用             | -16          | 17           | 18           | 18           |
| <b>非流动资产：</b> |              |              |              |              | 研发费用             | 142          | 134          | 173          | 210          |
| 金融类资产         | 0            | 0            | 0            | 0            | 费用合计             | 331          | 350          | 430          | 509          |
| 固定资产          | 3,615        | 3,407        | 3,203        | 3,314        | 资产减值损失           | -22          | -3           | -3           | -3           |
| 在建工程          | 94           | 94           | 94           | 94           | 公允价值变动           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产          | 275          | 261          | 247          | 234          | 投资收益             | -1           | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资        | 27           | 27           | 27           | 27           | <b>营业利润</b>      | <b>159</b>   | <b>253</b>   | <b>347</b>   | <b>433</b>   |
| 其他非流动资产       | 222          | 222          | 222          | 222          | 加：营业外收入          | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 非流动资产合计       | 4,232        | 4,010        | 3,793        | 3,891        | 减：营业外支出          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 资产总计          | 7,357        | 7,801        | 8,139        | 8,569        | <b>利润总额</b>      | <b>159</b>   | <b>253</b>   | <b>347</b>   | <b>433</b>   |
| <b>流动负债：</b>  |              |              |              |              | 所得税费用            | -20          | 10           | 14           | 17           |
| 短期借款          | 600          | 600          | 600          | 600          | <b>净利润</b>       | <b>179</b>   | <b>243</b>   | <b>333</b>   | <b>415</b>   |
| 应付账款、票据       | 771          | 782          | 768          | 787          | 少数股东损益           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动负债        | 126          | 126          | 126          | 126          | <b>归母净利润</b>     | <b>179</b>   | <b>243</b>   | <b>333</b>   | <b>415</b>   |
| 流动负债合计        | 1,543        | 1,754        | 1,772        | 1,803        |                  |              |              |              |              |
| <b>非流动负债：</b> |              |              |              |              | <b>主要财务指标</b>    | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 长期借款          | 86           | 86           | 86           | 86           | <b>成长性</b>       |              |              |              |              |
| 其他非流动负债       | 415          | 415          | 415          | 415          | 营业收入增长率          | 41.4%        | 26.4%        | 29.2%        | 21.5%        |
| 非流动负债合计       | 501          | 501          | 501          | 501          | 归母净利润增长率         | -491.6%      | 35.9%        | 36.9%        | 24.8%        |
| 负债合计          | 2,044        | 2,254        | 2,273        | 2,304        | <b>盈利能力</b>      |              |              |              |              |
| <b>所有者权益</b>  |              |              |              |              | 毛利率              | 25.9%        | 25.5%        | 25.9%        | 26.1%        |
| 股本            | 430          | 477          | 477          | 477          | 四项费用/营收          | 18.7%        | 15.7%        | 14.9%        | 14.5%        |
| 股东权益          | 5,313        | 5,547        | 5,866        | 6,265        | 净利率              | 10.1%        | 10.9%        | 11.5%        | 11.8%        |
| 负债和所有者权益      | 7,357        | 7,801        | 8,139        | 8,569        | ROE              | 3.4%         | 4.4%         | 5.7%         | 6.6%         |
|               |              |              |              |              | <b>偿债能力</b>      |              |              |              |              |
| <b>现金流量表</b>  | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | 资产负债率            | 27.8%        | 28.9%        | 27.9%        | 26.9%        |
| 净利润           | 179          | 243          | 333          | 415          | <b>营运能力</b>      |              |              |              |              |
| 少数股东权益        | 0            | 0            | 0            | 0            | 总资产周转率           | 0.2          | 0.3          | 0.4          | 0.4          |
| 折旧摊销          | 338          | 272          | 256          | 241          | 应收账款周转率          | 3.1          | 3.6          | 4.9          | 6.1          |
| 公允价值变动        | 0            | 0            | 0            | 0            | 存货周转率            | 1.3          | 1.7          | 2.1          | 2.6          |
| 营运资金变动        | -451         | 204          | 24           | 23           | <b>每股数据(元/股)</b> |              |              |              |              |
| 经营活动现金净流量     | 66           | 719          | 614          | 679          | EPS              | 0.42         | 0.51         | 0.70         | 0.87         |
| 投资活动现金净流量     | -293         | 208          | 203          | -111         | P/E              | 185.5        | 151.7        | 110.8        | 88.8         |
| 筹资活动现金净流量     | 886          | -10          | -13          | -17          | P/S              | 18.8         | 16.5         | 12.8         | 10.5         |
| 现金流量净额        | 660          | 918          | 804          | 551          | P/B              | 6.3          | 6.7          | 6.3          | 5.9          |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## ■ 电子通信组介绍

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、算力硬件等领域研究。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，研究方向为功率半导体、模拟 IC、量子计算、光通信。

石俊烨：香港大学金融硕士，新南威尔士大学精算学与统计学双学位，研究方向为 PCB 方向。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | > 20%               |
| 2 | 增持   | 10% — 20%           |
| 3 | 中性   | -10% — 10%          |
| 4 | 卖出   | < -10%              |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | > 10%               |
| 2 | 中性   | -10% — 10%          |
| 3 | 回避   | < -10%              |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。