

宏微科技 (688711.SH)

需求波动业绩短期承压，模块产品丰富度提升驱动长期增长

买入

核心观点

公司23年扣非归母净利润同比增长67%，一季度盈利能力短期承压。受益于新能源需求增长，公司23年实现营收15亿元(YoY+62.5%)，归母净利润1.2亿元(YoY+47.6%)，扣非归母净利润1亿元(YoY+66.9%)，毛利率22.2%(YoY+1.3pct)。进入1Q24，受光伏需求疲软及汽车产品价格调整等影响，公司1Q24营收2.46亿元(YoY-25.59%，QoQ-33.3%)，归母净利润-0.02亿元(YoY-105.6%，QoQ-105.6%)，扣非归母净利润-0.05亿元(YoY-118.5%，QoQ-127.9%)，毛利率15.9%(YoY-3.6pct，QoQ-8.7pct)，盈利能力短期承压。

芯片技术持续突破，模块产品丰富度提升。公司保持较高水平的研发投入(23年研发费用率7.18%)，在芯片技术方面，750V IGBT和FRD芯片已完成车规认证，工控和光伏用12寸1200V M7i芯片已完成验证，自研SiC SBD已送样。在模块技术方面，公司光伏用400A/650V三电平定制模块已批量交付，车用400-800A/750V双面散热模块已进入大批量供货阶段，UPS定制SiC混合模块已批量导入。由于模块产品偏定制化具备一定的客户黏性，随着公司模块产品矩阵逐步丰富，公司客户粘性有望进一步增强。

成立芯动能半导体，领先布局塑封模块。公司与常州科创基金联合设立了“芯动能半导体”公司，聚焦模块先进封装技术开发。项目规划年产能720万只，主要聚焦在汽车等应用中逐步渗透的模块封装形式：塑封，包括双面和单面散热形式。目前，项目已完成第一条产线安装调试及通线工作，23年已向客户批量交付数万只汽车主驱塑封模块产品，预计24年出货有望超百万只。

已覆盖行业头部客户，后续随景气回暖有望迎来盈利能力修复。公司深耕行业多年，已有良好的客户基础：在工控领域，客户包含汇川技术、台达集团、英威腾、伊顿等公司；在新能源发电领域，客户包含客户A、阳光电源、爱士惟、古瑞瓦特、禾望等头部公司；在新能源汽车领域，客户包含比亚迪、汇川、臻驱科技等企业；充电桩客户包含英飞源、英可瑞、优优绿能、特来电等。未来随着光伏需求逐步回暖，公司有望迎来盈利端的修复改善。

投资建议：中长期我们看好公司芯片、模块设计与工艺实现的技术能力以及新能源应用领域的成长空间，短期考虑行业景气下行及产品价格下滑，结合公司23年及1Q24经营情况，下调24-25年毛利率预期，预计24-26年公司有望实现归母净利润1.02/1.36/1.80亿元(前值：24-25年2.11/2.91亿元)，对应24-26年PE分别为35/26/20倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源发电及汽车需求不及预期，模块产线建设不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	926	1,505	1,702	2,070	2,465
(+/-%)	68.2%	62.5%	13.1%	21.6%	19.1%
净利润(百万元)	79	116	102	136	180
(+/-%)	14.4%	47.6%	-11.9%	33.1%	32.0%
每股收益(元)	0.57	0.76	0.67	0.90	1.18
EBIT Margin	8.1%	9.3%	7.1%	7.9%	8.7%
净资产收益率(ROE)	8.2%	10.1%	8.3%	10.1%	12.0%
市盈率(PE)	41.0	30.6	34.8	26.1	19.8
EV/EBITDA	42.4	28.5	23.9	18.7	15.6
市净率(PB)	3.34	3.11	2.89	2.65	2.38

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：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

联系人：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn

联系人：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn

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

证券分析师：周靖翔
021-60375402
zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

联系人：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		23.14元
总市值/流通市值		3520/2876百万元
52周最高价/最低价		72.21/21.85元
近3个月日均成交额		94.90百万元

市场走势

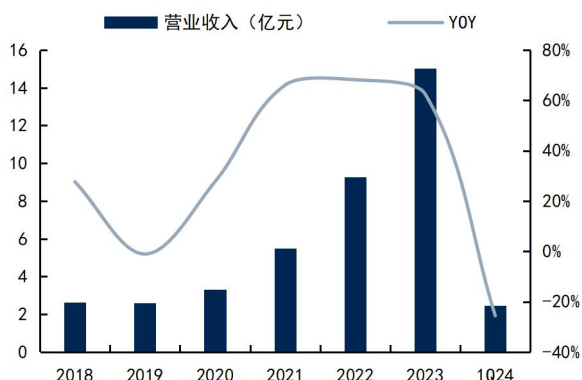


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

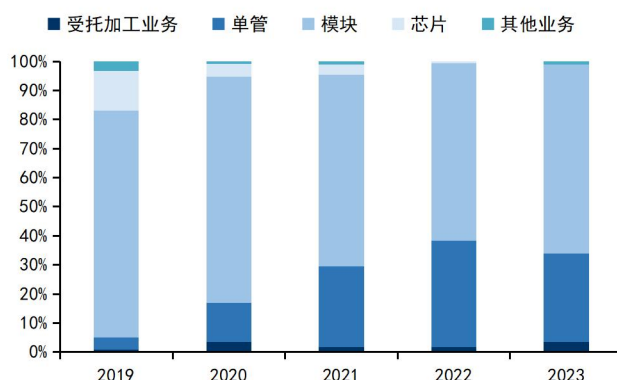
- 《宏微科技(688711.SH)-2023毛利率提升，与大客户签订产能保障协议助增长》——2023-08-29
- 《宏微科技(688711.SH)-一季度营收同比增长136.55%，客户结构持续优化》——2023-04-30
- 《宏微科技(688711.SH)-22年营收同比增长68.75%，新能源应用加速渗透成长可期》——2023-02-21
- 《宏微科技(688711.SH)-新能源应用占比提升，IGBT模块产品再上台阶》——2022-10-20

图1: 公司近五年营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



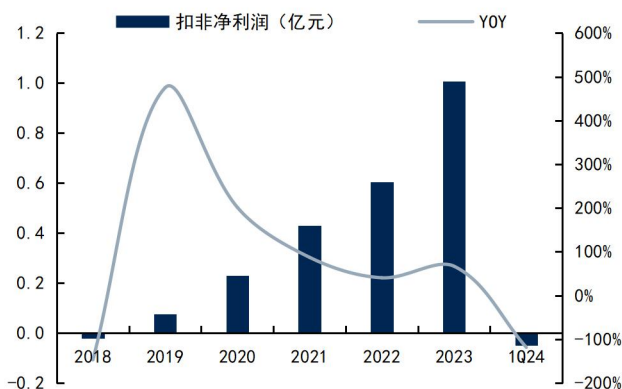
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构 (单位: 亿元)



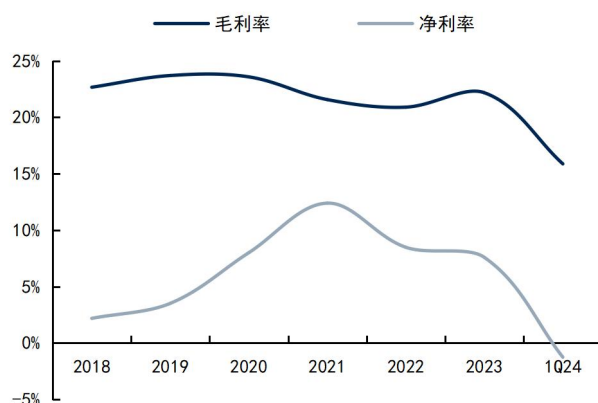
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度扣非归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



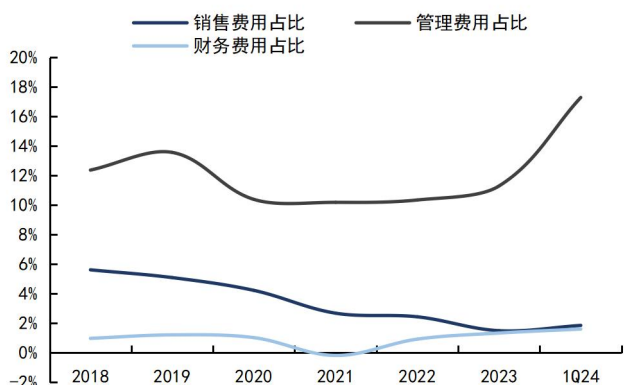
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率与净利率情况 (单位: %、%)



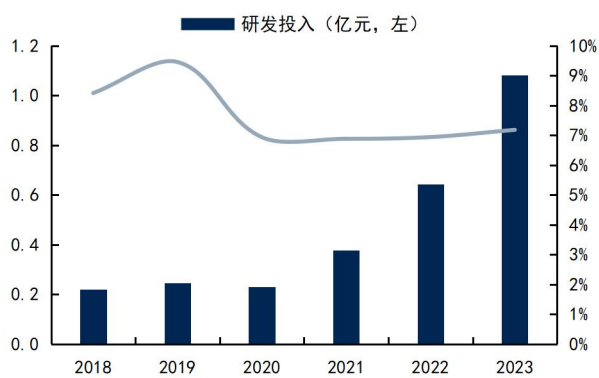
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年费用率 (%)



资料来源: 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、%)

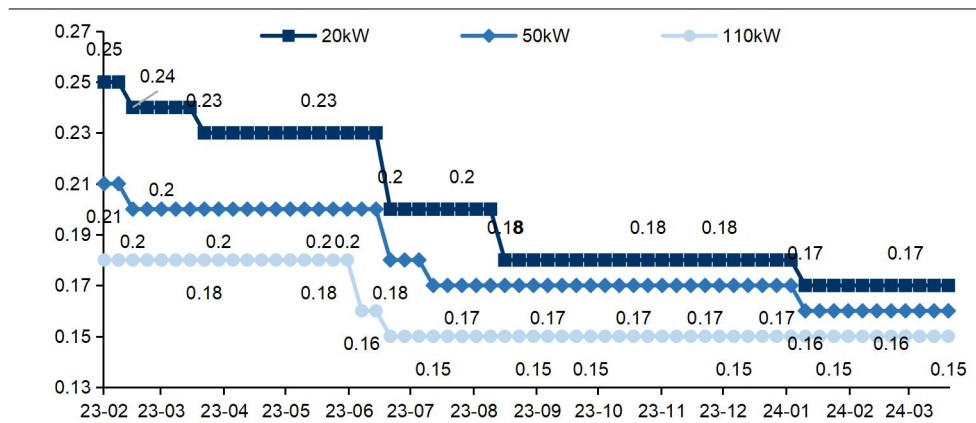


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

23 年光伏逆变器价格持续下降，IGBT 模块供给松动后价格下降。IGBT 模块为光伏逆变器的核心部件，自 23 年 3 月以来 20kW、50kW、110kW 光伏逆变器价格持续下降，此前缺货的 IGBT 模块随着海外产能增加与斯达半导、宏微科技等国内厂商进入，供给端逐步松动，IGBT 模块价格有所回落。经历库存积压、过度下单后，逆变器厂商在原材料采购方面走向谨慎，自 4Q23 后随逆变器价格下跌传导 IGBT 模块价格下降，下单节奏放缓，IGBT 光伏模块量价逐步走弱。

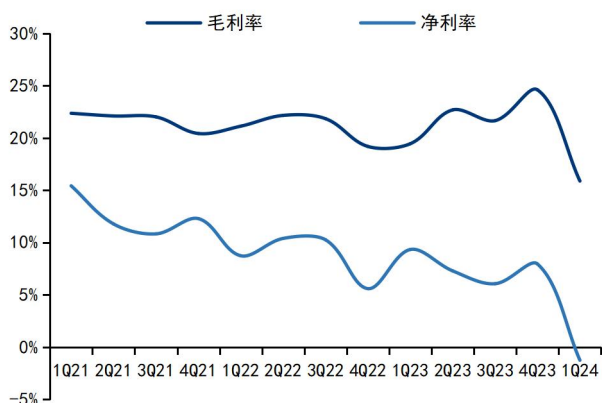
图 9：23-24 年我国逆变器平均单价（W/元）



资料来源：Trendforce，国信证券经济研究所整理

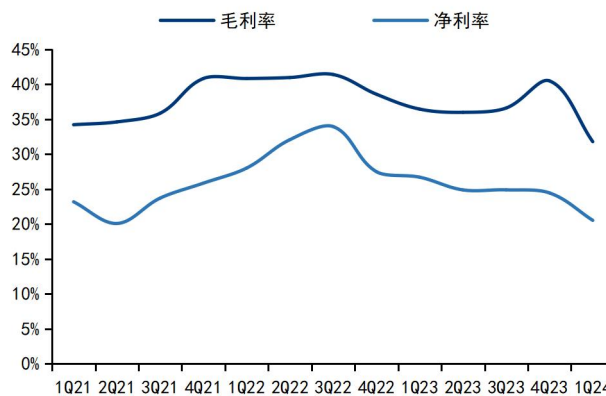
IGBT 模块价格下降带来行业公司 1Q24 毛利率与净利率下行。由于汽车电驱竞争加剧传导核心器件 IGBT 模块价格下降，叠加光伏 IGBT 模块量价走弱，公司 1Q24 毛利率同比下降 3.57pct，环比下降 8.71pct；同行可比公司斯达半导受价格影响 1Q24 毛利率亦同比下 4.64pct，环比下降 8.69pct。

图 7：21-24 年公司单季度净利率与毛利率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所测算

图 8：21-24 年斯达半导单季度净利率与毛利率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

目前公司产品主要包括 IGBT 模块与单管，下游应用领域为新能源汽车、光伏与工控，考虑 24 年受新能源汽车、光伏下游景气度与竞争格局恶化影响，调整公司业务收入情况与产品毛利率：

工控应用：在工业控制领域，客户包含汇川技术、台达集团、英威腾、伊顿等公司，工控 IGBT 模块为公司优势业务，随着下游工控需求回暖，公司定制化模块逐步拓展，工控业务有望保持加速增长；我们预期工控业务 24-26 年营收 6.89/7.86/9.04 亿元。

新能源汽车应用：在新能源汽车领域，公司产品主要用于电控系统，主要客户有比亚迪、汇川、臻驱科技等企业；目前公司已出货物流车近十几万量，乘用车数量达二十多万辆，考虑新能源汽车类产品价格调整，我们预计该业务 24-26 年收入约 5.17/6.08/7.06 亿元。

光伏应用：在新能源发电领域，客户包含客户 A、阳光电源、爱士惟、古瑞瓦特、禾望等头部公司。根据公司公告，随着集中式及地面电站的需求增大，大功率模块数量相应增长，该部分业务随大客户订单需求逐步恢复有望改善。考虑 24 年产品价格调整与光伏需求逐步修复的节奏，我们预计该应用 24-26 年对应营收 4.22/6.02/7.82 亿元。

其他业务包括芯片、受托加工业务等，假设 24-26 年不变。

表1: 公司营业收入及毛利率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	926	1505	1702	2070	2465
工控应用	509.61	586.06	689.20	785.69	903.54
新能源汽车应用	268.96	556.75	516.69	607.82	705.75
光伏应用	128.93	322.33	422.33	602.33	782.33
其他	18.57	85.78	73.81	73.81	73.81
同比增速(%)	68.2%	62.5%	13.1%	21.6%	19.1%
工控应用		15.0%	17.6%	14.0%	15.0%
新能源汽车应用		107.0%	-7.2%	17.6%	16.1%
光伏应用		150.0%	31.0%	42.6%	29.9%
毛利率(%)	20.90%	22.18%	18.04%	18.92%	19.74%

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，短期考虑行业景气下行及产品价格下滑，结合公司 23 年及 1Q24 经营情况，下调 24-25 年毛利率至 17.98%/18.88%(前值 24-25 年:20.73%/20.57%)，预计 24-26 年公司有望实现归母净利润 1.02/1.36/1.80 亿元(前值: 24-25 年 2.11/2.91 亿元)，对应 24-26 年 PE 分别为 35/26/20 倍，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	191	192	192	192	192	营业收入	926	1505	1702	2070	2465
应收款项	388	509	576	700	834	营业成本	733	1171	1395	1678	1979
存货净额	229	463	530	637	754	营业税金及附加	0	1	2	2	2
其他流动资产	276	186	201	228	258	销售费用	23	22	19	22	26
流动资产合计	1083	1349	1499	1757	2038	管理费用	32	62	62	74	86
固定资产	355	814	854	846	808	研发费用	64	108	105	130	157
无形资产及其他	12	28	27	26	25	财务费用	9	20	25	26	26
其他长期资产	239	284	284	284	284	投资收益	9	1	4	5	3
长期股权投资	0	14	14	14	14	资产减值及公允价值变动	(0)	(9)	(2)	(3)	(4)
资产总计	1689	2489	2677	2927	3169	其他	3	3	10	8	7
短期借款及交易性金融负债	252	334	341	365	332	营业利润	78	115	106	149	196
应付款项	294	443	508	610	723	营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	25	69	78	93	110	利润总额	78	115	106	149	196
流动负债合计	570	846	927	1069	1165	所得税费用	(1)	1	5	15	20
长期借款及应付债券	40	412	412	412	412	少数股东损益	(0)	(2)	(2)	(3)	(3)
其他长期负债	113	88	112	109	108	归属于母公司净利润	79	116	102	136	180
长期负债合计	153	500	524	521	520	现金流量表 (百万元)					
负债合计	723	1346	1451	1590	1685	净利润	79	114	101	134	177
少数股东权益	0	(2)	(4)	(6)	(10)	资产减值准备	1	9	3	3	4
股东权益	966	1145	1230	1344	1493	折旧摊销	18	32	90	111	121
负债和股东权益总计	1689	2489	2677	2927	3169	公允价值变动损失	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
关键财务与估值指标						财务费用	11	23	25	26	26
每股收益	0.57	0.76	0.67	0.90	1.18	营运资本变动	(254)	(249)	(51)	(143)	(152)
每股红利	0.24	0.13	0.11	0.15	0.20	其它	65	(77)	(28)	(29)	(30)
每股净资产	7.00	7.53	8.09	8.83	9.82	经营活动现金流	(81)	(148)	138	101	146
ROIC	8%	8%	5%	6%	8%	资本开支	(130)	(206)	(128)	(103)	(82)
ROE	8%	10%	8%	10%	12%	其它投资现金流	(73)	(99)	0	0	0
毛利率	21%	22%	18%	19%	20%	投资活动现金流	(203)	(305)	(128)	(103)	(82)
EBIT Margin	8%	9%	7%	8%	9%	权益性融资	2	12	0	0	0
EBITDA Margin	10%	11%	12%	13%	14%	负债净变化	40	(18)	0	0	0
收入增长	68%	62%	13%	22%	19%	支付股利、利息	(33)	(19)	(17)	(23)	(30)
净利润增长率	14%	48%	-12%	33%	32%	其它融资现金流	176	482	7	24	(33)
资产负债率	43%	54%	54%	54%	53%	融资活动现金流	184	456	(10)	1	(64)
息率	0.9%	0.5%	0.5%	0.6%	0.8%	现金净变动	(98)	2	0	0	0
P/E	41.0	30.6	34.8	26.1	19.8	货币资金的期初余额	284	187	188	188	188
P/B	3.3	3.1	2.9	2.6	2.4	货币资金的期末余额	187	188	188	188	188
EV/EBITDA	42.4	28.5	23.9	18.7	15.6	企业自由现金流	(290)	(284)	24	13	81
						权益自由现金流	(74)	180	7	14	25

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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