

华润微 (688396.SH)

盈利水平短期承压，提质增效与产品优化有望带来业绩改善

增持

核心观点

1Q24 受行业景气度影响毛利率环比下行。23年公司实现营收99亿元 (YoY-1.59%)，扣非归母净利润12.27亿元 (YoY-49.97%)，毛利率32.22% (YoY-4.49pct)，其中制造费用与折旧增加叠加产品价格调整，毛利率下降。进入1Q24，受行业价格调整叠加12寸与封测基地前期投入影响公司利润率进一步回落，公司单季度实现营收21.16亿元 (YoY-9.8%，QoQ-10.7%)，扣非归母净利润0.58亿元 (YoY-82.8%，QoQ-72.1%)，毛利率26.48% (YoY-8.33pct，QoQ-1.95pct)。

产品与方案23年营收46.7元 (YoY-5.62%)，毛利率同比下降。23年受产品价格影响，产品与方案业务毛利率26.62% (YoY-9.51pct)，产品结构逐步优化：中泛新能源占39%，消费电子占34%，工业设备占16%，通信设备占11%，消费类占比下降，产品向货值较高的领域拓展。此外，公司新品加速扩展：高压超结MOS营收同比增长46%；IGBT收入约7亿元，已推出多款主驱模块；SiC MOS已占碳化硅营收60%以上，车规SiC MOS进入固化批量流片阶段；功率IC营收同比增长100.5%，IPM营收同比增长139.7%。

制造与服务板块23年营收增长2.66%，工艺平台持续升级。23年公司代工业务客户粘性较强业务稳定性较高，制造与服务业务板块实现营收50.80亿元 (YoY+2.66%)，毛利率37.42% (YoY-0.19pct)。在此基础上，工艺平台逐步升级：0.11微米BCD技术平台完成工艺平台固化，0.18微米HRBCD进入小批量生产，0.5微米超高压SOI BCD技术平台通过先导客户应用认证。

23年公司研发投入占11.67%，封测与掩膜版业务顺利推进。23年公司研发投入11.54亿元 (YoY+25.3%)，聚焦氮化镓器件、DrMOS、SiC MOS等产品。先进封测功率基地量产，面板级封装产能扩产到位，营收同比增长60%，新型IPM封装产品量产，LPAK、TOLL、T0247实现规模量产；掩膜业务营收同比增长30.6%，净利润同比增长20.7%，高端掩膜项目设备陆续进场。

投资建议：考虑行业降价对毛利率带来的影响与公司费用端的优化，基于公司23年与24年一季度经营情况，下调公司24-25年归母净利润，预计24-26年公司有望实现归母净利润11.8/13.5/15.1（前值：22.8/26.8亿元），对应24-26年PE分别为43/38/34倍，维持“增持”评级。

风险提示：新能源需求不及预期，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)	10,060	9,901	10,660	11,996	13,038
(+/-%)	8.8%	-1.6%	7.7%	12.5%	8.7%
净利润(百万元)	2617	1479	1181	1350	1511
(+/-%)	15.4%	-43.5%	-20.1%	14.3%	12.0%
每股收益(元)	2.15	1.21	0.89	1.02	1.14
EBIT Margin	19.5%	11.4%	8.3%	9.2%	10.4%
净资产收益率 (ROE)	13.1%	6.9%	5.3%	5.7%	6.1%
市盈率 (PE)	18.0	31.8	43.3	37.9	33.9
EV/EBITDA	18.7	25.3	31.0	24.8	20.2
市净率 (PB)	2.36	2.18	2.28	2.18	2.07

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：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

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：叶子

0755-81982153

yezhi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

增持(维持)

合理估值

收盘价

37.83元

总市值/流通市值

50069/50069百万元

52周最高价/最低价

61.11/34.23元

近3个月日均成交额

165.41百万元

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

《华润微(688396.SH)-2023 营收同环比增加，产品结构持续优化》——2023-09-07

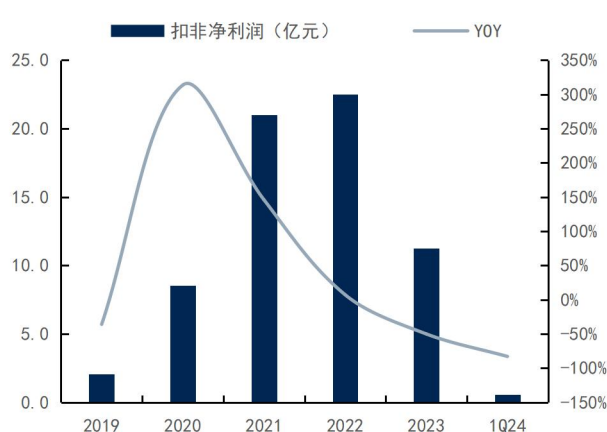
《华润微(688396.SH)-22 年产品结构持续优化，对外投资多维布局》——2023-05-08

图1: 公司近五年营业收入及增速 (亿元、%)



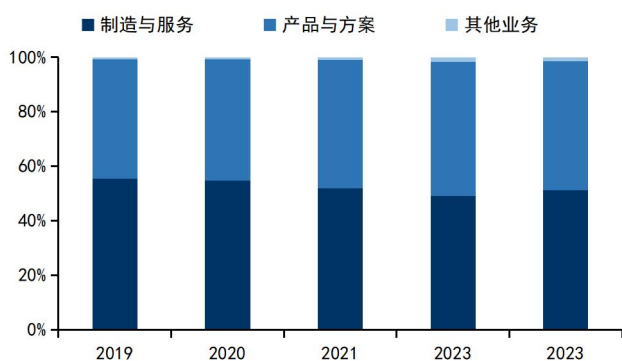
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近五年扣非归母净利润及增速 (亿元、%)



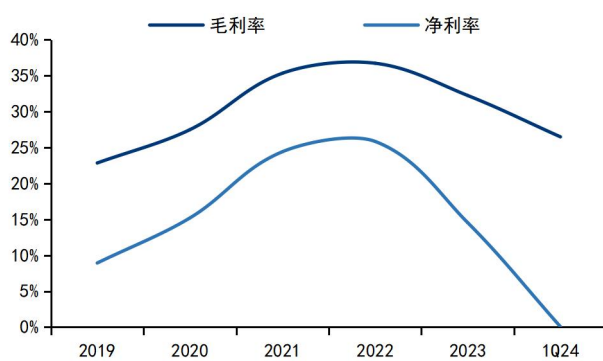
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近年分产品营收结构 (%)



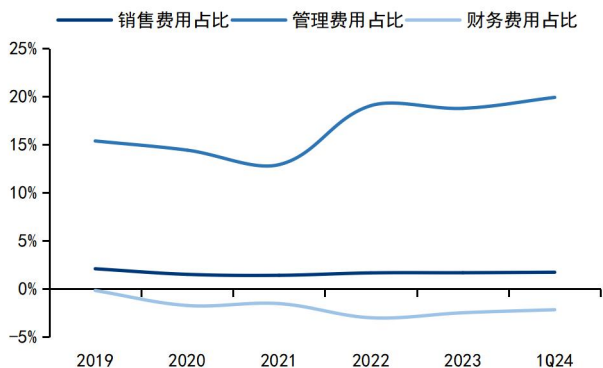
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率与净利率 (%)



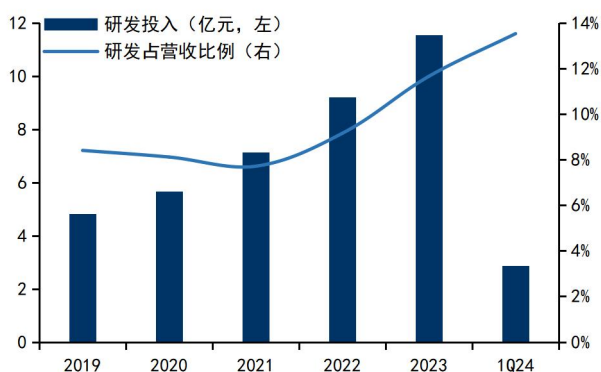
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

中低压产品交期持续缩短，行业自 22 年开始逐步下行。由于公司产品线较多，下游应用覆盖各行业应用，因此与半导体整体周期同步性较强。进入 22 年后，全球半导体进入调整期，消费电子等市场需求疲软，可比公司全球头部企业安森美、英飞凌及威世产品交期亦持续缩短，陆续进入业绩调整期。

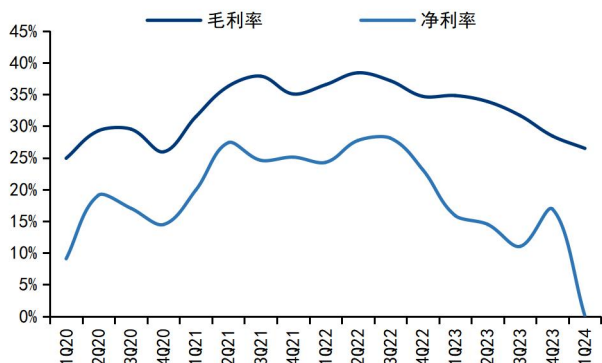
图 9：22-23 年功率产品交期情况

		2022				2023											
		1Q		2Q		3Q		4Q		1Q		2Q		3Q		4Q	
品类	品牌	交期	趋势	交期	趋势	交期	趋势	交期	趋势	交期	趋势	交期	趋势	交期	趋势	交期	趋势
低压 MOSFET	英飞凌	42-52	稳定	52-65	延长	52-65	稳定	40-60	缩短	26-54	缩短	18-48	缩短	18-48	缩短	10-36	缩短
	安森美	42-52	稳定	47-52	稳定	47-52	稳定	40-52	缩短	26-54	缩短	26-52	缩短	26-52	缩短	12-26	缩短
	安世半导体	42-52	稳定	47-52	稳定	47-52	稳定	47-52	稳定	47-52	稳定	40-52	缩短	16-52	缩短	4-20	缩短
	DIODES	42-52	延长	48-54	延长	48-54	稳定	48-54	缩短	48-54	稳定	18-52	缩短	18-52	缩短	8-16	缩短
	意法半导体	42-52	延长	50-54	稳定	50-54	稳定	50-54	稳定	50-54	稳定	50-54	稳定	50-54	稳定	50-54	缩短
	威世	42-52	延长	52-65	延长	52-65	稳定	52-65	稳定	52-65	稳定	18-60	缩短	16-52	缩短	16-52	缩短
	MCC (扬杰科技)	-	-	20-24	稳定	20-24	稳定	20-24	稳定	20-24	稳定	14-20	缩短	14-20	缩短	10-20	缩短
高压 MOSFET	英飞凌	36-52	稳定	50-54	延长	50-54	稳定	50-54	稳定	50-54	缩短	39-56	缩短	39-56	缩短	12-40	缩短
	安森美	36-52	稳定	36-52	稳定	36-52	稳定	36-52	稳定	36-52	稳定	36-52	缩短	36-52	缩短	12-40	缩短
	IXYS	36-52	延长	50-54	延长	50-54	稳定	50-54	稳定	50-54	稳定	50-54	稳定	50-54	稳定	50-54	稳定
	意法半导体	36-52	延长	47-52	稳定	47-52	稳定	47-52	稳定	47-52	稳定	47-52	稳定	39-52	缩短	14-40	缩短
	威世	42-52	延长	52-65	延长	52-65	稳定	52-65	稳定	52-65	稳定	18-65	缩短	15-52	缩短	12-52	缩短
	MCC (扬杰科技)	-	-	20-26	稳定	20-26	稳定	20-26	稳定	20-26	稳定	16-24	稳定	16-24	稳定	16-24	稳定
IGBT	英飞凌	39-52	延长	39-50	延长	39-50	稳定	39-50	稳定	39-50	稳定	39-50	稳定	39-50	稳定	14-52	缩短
	安森美	39-50	延长	39-52	延长	39-52	稳定	39-52	稳定	39-52	稳定	39-52	稳定	39-52	稳定	16-52	缩短
	IXYS	42-52	延长	50-54	延长	50-54	稳定	50-54	稳定	50-54	稳定	50-54	稳定	50-54	稳定	50-54	稳定
	意法半导体	44-52	延长	47-52	延长	47-52	稳定	47-52	稳定	47-52	稳定	47-52	稳定	47-52	稳定	14-52	缩短

资料来源：富昌电子，国信证券经济研究所整理

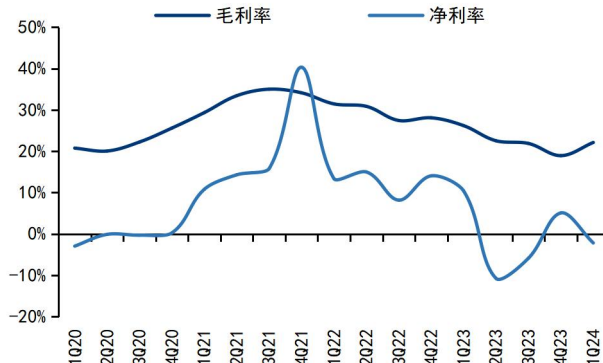
产品价格下降带来行业公司毛利率与净利率下行。由于行业竞争加剧需求回落，功率器件价格加速下滑，公司 1Q24 毛利率 26.48% (YoY-23.93pct, QoQ-17.84pct) 同环比下降；同行可比公司士兰微受价格影响毛利率与净利率亦同步下行。

图 7：20-24 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 8：20-24 年士兰微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

目前公司业务主要包括产品与方案、制造与服务及其他业务，拥有 6、8、12 英寸产线，考虑 24 年受需求端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：

产品与方案：该领域主要为自有品牌功率相关器件，23 年对应下游应用泛新能源领域（车类及新能源）占比 39%，消费电子领域占比 34%，工业设备占比 16%，通信设备占比 11%，未来重庆 12 英寸产能释放将带动业务收入增加。23 年功率器件价格调整影响公司产品毛利率，随着消费、工业等下游需求逐步呈现回暖趋势，24 年下半年后公司产品价格有望企稳；由于 12 英寸产线主要以自有品牌为主，产能增量贡献主要在该业务板块，我们预期产品与方案业务 24-26 年营收 59.58/69.81/76.96 亿元。

制造与服务：该业务主要包括 BCD 技术、驱动 IC、MEMES 等工艺平台代工业务，封测业务以及掩膜业务；考虑工艺平台代工产能增量有限但客户粘性较强，价格波动不大，25 年有望进入价格修复阶段，我们预计该业务 24-26 年收入约 45.90/48.88/52.06 亿元。

其他业务假设 24-26 年维持往年平均水平。

表1: 公司营业收入及毛利率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	100.60	99.01	106.60	119.99	130.42
产品与方案	49.47	46.70	59.58	69.81	76.96
制造与服务	49.49	50.80	45.90	48.88	52.06
其他	1.64	1.51	1.13	1.30	1.39
同比增速(%)	8.8%	-1.6%	7.7%	12.6%	8.7%
产品与方案	13.5%	-5.6%	27.6%	17.2%	10.2%
制造与服务	3.1%	2.7%	-9.7%	6.5%	6.5%
毛利率(%)	36.7%	32.2%	29.5%	29.7%	30.1%

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，考虑行业降价对毛利率带来的影响与公司费用端的优化，基于公司 23 年与 24 年一季度经营情况，下调公司 24-25 年归母净利润，预计 24-26 年公司有望实现归母净利润 11.8/13.5/15.1（前值：22.8/26.8 亿元），对应 24-26 年 PE 分别为 43/38/34 倍，维持“增持”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	12700	11737	11894	12110	11914	营业收入	10060	9901	10660	11996	13038
应收款项	1320	1572	1693	1905	2071	营业成本	6367	6710	7515	8427	9116
存货净额	1876	1966	2203	2392	2500	营业税金及附加	95	84	91	106	112
其他流动资产	753	833	892	996	1077	销售费用	168	167	180	191	181
流动资产合计	16649	16107	16682	17403	17561	管理费用	548	655	642	691	697
固定资产	6329	7306	9967	12634	15196	研发费用	921	1154	1349	1482	1572
无形资产及其他	498	361	346	332	317	财务费用	(301)	(245)	(206)	(127)	(55)
其他长期资产	1484	1520	1520	1520	1520	投资收益	85	86	94	88	89
长期股权投资	1498	3922	3922	3922	3922	资产减值及公允价值变动	42	(33)	(7)	(8)	(8)
资产总计	26458	29215	32437	35811	38516	其他	148	239	152	160	153
短期借款及交易性金融负债	58	88	1893	3807	5119	营业利润	2537	1667	1328	1466	1648
应付款项	1344	1182	1325	1439	1504	营业外净收支	116	20	23	26	23
其他流动负债	3066	2998	3333	3614	3758	利润总额	2653	1687	1351	1493	1671
流动负债合计	4469	4268	6551	8860	10380	所得税费用	54	249	203	179	201
长期借款及应付债券	927	907	907	907	907	少数股东损益	(18)	(41)	(33)	(36)	(41)
其他长期负债	367	410	462	511	560	归属于母公司净利润	2617	1479	1181	1350	1511
长期负债合计	1294	1317	1368	1418	1466	现金流量表 (百万元)					
负债合计	5762	5585	7919	10278	11846	净利润	2599	1438	1148	1314	1471
少数股东权益	715	2072	2041	2007	1969	资产减值准备	84	26	7	8	8
股东权益	19981	21558	22476	23526	24701	折旧摊销	872	956	1023	1384	1757
负债和股东权益总计	26458	29215	32437	35811	38516	公允价值变动损失	(71)	(166)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(34)	65	(206)	(127)	(55)
每股收益	2.15	1.21	0.89	1.02	1.14	营运资本变动	(357)	(576)	112	(60)	(98)
每股红利	0.21	0.27	0.20	0.23	0.25	其它	(34)	(5)	199	119	47
每股净资产	16.41	17.70	16.98	17.78	18.66	经营活动现金流	3058	1738	2283	2637	3130
ROIC	11%	5%	3%	4%	4%	资本开支	(2135)	(5205)	(3670)	(4037)	(4304)
ROE	13%	7%	5%	6%	6%	其它投资现金流	79	(1201)	0	0	0
毛利率	37%	32%	30%	30%	30%	投资活动现金流	(2056)	(6405)	(3670)	(4037)	(4304)
EBIT Margin	19%	11%	8%	9%	10%	权益性融资	640	1623	0	0	0
EBITDA Margin	28%	21%	18%	21%	24%	负债净变化	861	(20)	0	0	0
收入增长	9%	-2%	8%	13%	9%	支付股利、利息	(253)	(329)	(261)	(298)	(334)
净利润增长率	15%	-43%	-20%	14%	12%	其它融资现金流	(958)	2378	1805	1914	1311
资产负债率	24%	26%	31%	34%	36%	融资活动现金流	290	3651	1544	1616	977
息率	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	现金净变动	1456	(963)	158	216	(197)
P/E	18.0	31.8	43.3	37.9	33.9	货币资金的期初余额	11244	12699	11737	11894	12110
P/B	2.4	2.2	2.3	2.2	2.1	货币资金的期末余额	12699	11737	11894	12110	11914
EV/EBITDA	18.7	25.3	31.0	24.8	20.2	企业自由现金流	301	(3861)	(1784)	(1746)	(1448)
						权益自由现金流	204	(1504)	197	280	(88)

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