

华润微 (688396.SH)

营收与净利润环比改善，工艺与产品持续升级

优于大市

核心观点

2024 公司营收与扣非归母净利润均环比上升。公司是拥有芯片设计、掩模制造、晶圆制造、封装测试等全产业链一体化能力的领先半导体企业；目前公司主营业务可分为产品与方案、制造与服务两大业务板块：产品与方案业务板块聚焦功率半导体、数模混合、智能传感器与智能控制等领域，为 IDM 模式，制造与服务业务主要提供晶圆制造、封装测试等代工服务。2024 公司实现营收 26.44 亿元 (YoY-1.45%，QoQ+24.98%)，扣非归母净利润 2.27 亿元 (YoY-42.69%，QoQ+293.27%)，毛利率 26.34% (YoY-7.51pct，QoQ-0.13pct)。

产品与方案板块 (占 48%) 毛利率约 20%，汽车电子、功率 IC 等加速开拓。产品与方案业务产品结构逐步优化：泛新能源占 39%，消费电子占 36%，工业设备占 16%，通信设备占 9%；泛新能源中汽车电子提升至 22%，产品进入比亚迪、吉利、一汽、长安、五菱等重点车企。IGBT 产品线中工业 (含光伏)、汽车电子领域销售占比超过 70%；IGBT 模块、IPM 模块、TMBS 模块、MOSFET 模块整体规模增长 85%；功率 IC 产品在电机市场份额实现较大提升，营收同比增长 61.5%。

制造与服务板块 (占 49%) 毛利率约 33%，工艺平台持续升级。在制造工艺平台方面，0.11um BCD、0.15um 高性能 BCD、新一代 HVIC、CMOS-MEMS 单芯片集成喷墨打印头等多平台技术产品进入风险量产，发布 0.18um SOI BCD、0.15um 高可靠 BCD、0.15um 高性能 CMOS 等平台技术。先进封装业务 (矽磐微电子) 营收同比增长 136%，SiP 模块封装实现大规模量产；功率封装 (润安科技) 营收同比增长 1241%，IPM 模块实现大规模量产。

1H24 公司研发投入占 12.05%，掩膜版业务顺利推进。1H24 公司研发投入 5.74 亿元，同比增长 4.89%，氮化镓器件、SiC MOS 等产品研发持续推进。此外，掩膜业务营收同比增长 22.4%，高等级产品占比逐步提高，掩膜新品良率保持在 98% 以上，重点客户产品准时交付率达 99.97%；高端掩膜项目 6 月实现产线贯通，完成首套 90nm 高端掩膜产品的生产与交付。

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 1H24 经营情况，下调公司平均毛利率，预计 24-26 年公司有望实现归母净利润 9.81/11.05/12.79 (前值：11.8/13.5/15.1 亿元)，24-26 年 PB 分别为 2.06/1.98/1.90 倍，维持优于大市评级。

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	12,156	13,701
(+/-%)	8.8%	-1.6%	7.7%	14.0%	12.7%
净利润 (百万元)	2617	1479	981	1105	1279
(+/-%)	15.4%	-43.5%	-33.7%	12.7%	15.7%
每股收益 (元)	2.15	1.21	0.74	0.84	0.97
EBIT Margin	19.5%	11.4%	6.2%	7.0%	8.3%
净资产收益率 (ROE)	13.1%	6.9%	4.4%	4.8%	5.3%
市盈率 (PE)	16.2	28.6	46.8	41.6	35.9
EV/EBITDA	17.0	22.9	32.0	25.1	20.1
市净率 (PB)	2.12	1.96	2.06	1.98	1.90

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：李书颖

0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn

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

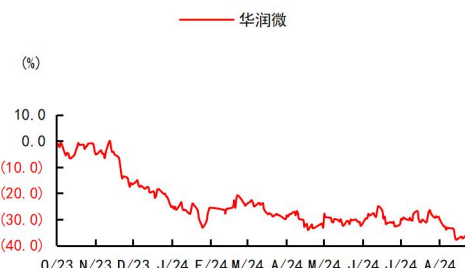
联系人：连欣然

010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	34.71 元
总市值/流通市值	45939/45939 百万元
52 周最高价/最低价	88.88/33.06 元
近 3 个月日均成交额	166.23 百万元

市场走势

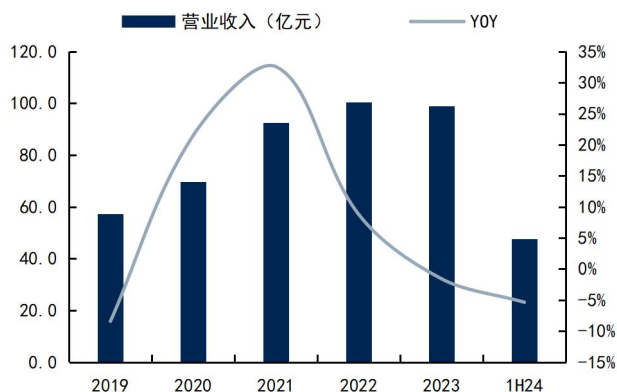


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华润微 (688396.SH) - 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》——2024-05-16
- 《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、%)



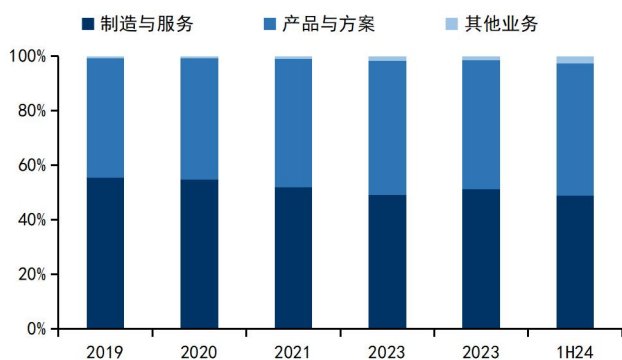
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近五年扣非归母净利润及增速 (亿元、%)



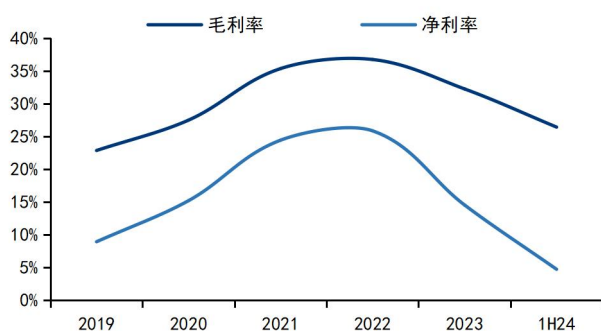
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近年分产品营收结构 (%)



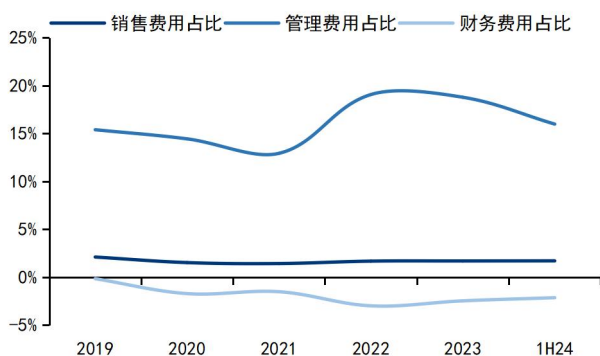
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率与净利率 (%)



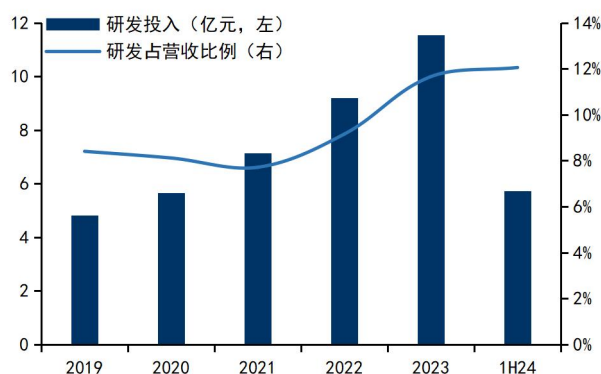
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

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	12156	13701
应收款项	1320	1572	1693	1931	2176	营业成本	6367	6710	7735	8800	9878
存货净额	1876	1966	2272	2506	2745	营业税金及附加	95	84	91	107	118
其他流动资产	753	833	892	1008	1128	销售费用	168	167	180	193	190
流动资产合计	16649	16107	16751	17555	17963	管理费用	548	655	642	700	732
固定资产	6329	7306	10283	13037	15340	研发费用	921	1154	1349	1502	1652
无形资产及其他	498	361	346	332	317	财务费用	(301)	(245)	(197)	(103)	(28)
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)	(8)	(8)	(9)
资产总计	26458	29215	32822	36366	39061	其他	148	239	152	160	153
短期借款及交易性金融负债	58	88	2295	4470	5676	营业利润	2537	1667	1098	1196	1391
应付款项	1344	1182	1367	1507	1651	营业外净收支	116	20	23	26	23
其他流动负债	3066	2998	3425	3773	4108	利润总额	2653	1687	1122	1222	1415
流动负债合计	4469	4268	7087	9749	11435	所得税费用	54	249	168	147	170
长期借款及应付债券	927	907	907	907	907	少数股东损益	(18)	(41)	(27)	(30)	(34)
其他长期负债	367	410	462	511	560	归属于母公司净利润	2617	1479	981	1105	1279
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	8455	11167	12901	净利润	2599	1438	953	1076	1245
少数股东权益	715	2072	2047	2019	1986	资产减值准备	84	26	8	8	9
股东权益	19981	21558	22320	23180	24174	折旧摊销	872	956	1037	1418	1791
负债和股东权益总计	26458	29215	32822	36366	39061	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	(197)	(103)	(28)
每股收益	2.15	1.21	0.74	0.84	0.97	营运资本变动	(357)	(576)	177	(50)	(78)
每股红利	0.21	0.27	0.17	0.19	0.22	其它	(34)	(5)	190	95	18
每股净资产	16.41	17.70	16.86	17.51	18.26	经营活动现金流	3058	1738	2167	2443	2958
ROIC	11%	5%	3%	3%	4%	资本开支	(2135)	(5205)	(4000)	(4158)	(4079)
ROE	13%	7%	4%	5%	5%	其它投资现金流	79	(1201)	0	0	0
毛利率	37%	32%	27%	28%	28%	投资活动现金流	(2056)	(6405)	(4000)	(4158)	(4079)
EBIT Margin	19%	11%	6%	7%	8%	权益性融资	640	1623	0	0	0
EBITDA Margin	28%	21%	16%	19%	21%	负债净变化	861	(20)	0	0	0
收入增长	9%	-2%	8%	14%	13%	支付股利、利息	(253)	(329)	(217)	(244)	(283)
净利润增长率	15%	-43%	-34%	13%	16%	其它融资现金流	(958)	2378	2207	2175	1207
资产负债率	24%	26%	32%	36%	38%	融资活动现金流	290	3651	1990	1931	924
息率	0.6%	0.8%	0.5%	0.6%	0.7%	现金净变动	1456	(963)	158	216	(197)
P/E	16.2	28.6	46.8	41.6	35.9	货币资金的期初余额	11244	12699	11737	11894	12110
P/B	2.1	2.0	2.1	2.0	1.9	货币资金的期末余额	12699	11737	11894	12110	11914
EV/EBITDA	17.0	22.9	32.0	25.1	20.1	企业自由现金流	301	(3861)	(2222)	(2040)	(1370)
						权益自由现金流	204	(1504)	152	226	(139)

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