



华润微 (688396.CH): MOS 价格触底, 产能稳步扩张

我们下调了华润微 2024 年、2025 年盈利预测, 下调目标价至人民币 56.4 元, 潜在升幅 16%, 维持“买入”评级。

• **重申华润微的“买入”评级:** 华润微正在从功率半导体周期底部复苏向上。华润微的产能利用率从 2024 年 6 月开始保持满载。虽然 IGBT 的价格仍然不稳定, 但是 MOS 产品价格已经企稳。我们预期华润微今年下半年收入将较上半年增长, 且毛利率保持稳中微升。今年下半年新能源领域需求将从此前低点复苏, 而汽车领域保持较高增长。展望明年, 我们认为华润微业务驱动力主要来自于三个部分: 1) MOS 产品, 包括中低压产品, 持续上量, 2) MOS、IGBT、TMBS、IPM、SiC 五类模块产品快速增长, 3) 功率 IC 借助国产化趋势及新产线贡献增量。因此, 我们对公司明年的基本面持续改善保持乐观。MOS、模块产品、功率 IC 产品三大类将推动公司业绩成长。目前, 华润微远期市盈率为 48x, 相对历史高位估值还有上行空间, 重申“买入”评级。

• **重庆 12 寸线产能稳步爬坡、深圳 12 寸线投产在即, 提供基本面增量:**
 1) 重庆 12 寸线: 目前 2 万多片月产能保持满产, 公司预计今年年底产能有望扩产至 3.5 万片/月。12 寸产线 MOS 产品释放, 产品将会较此前的 6 寸、8 寸有更高性能, 为 2025 年提供增长的基础。2) 深圳 12 寸线: 计划主要生产功率 IC 产品, 总产能规划 4 万片/月。预计今年年底有望通线并在明年开始爬坡, 初期规划在两年左右时间扩充到总的规划产能。深圳 12 寸线部分需求将来自于原 8 寸 BCD 工艺的代工产品, 部分来自于 MCU、电源管理等自有产品。

• **估值:** 我们使用 DCF 估值, 采用 2.1% 的无风险利率, 并假设华润微 2029-2032 年的成长率为 25%-26%, 永久增长率为 3%, WACC 是 11.1%。我们下调目标价至人民币 56.4 元, 潜在升幅 16%。

• **投资风险:** 消费、工业、新能源等下游需求复苏及增长不及预期; 功率半导体产能扩张, 供过于求, 行业竞争加剧拖累利润; MOS 价格上行动能不足, IGBT 价格持续下行; 公司产能扩张带来的折旧影响利润; 高端功率器件成长速度较慢。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2022-2026E)

人民币百万	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,060	9,901	10,208	10,918	11,791
营收同比增速	9%	-2%	3%	7%	8%
毛利率	36.7%	32.2%	26.7%	27.1%	27.3%
净利润	2,617	1,479	921	1,099	1,242
净利润增速	15%	-43%	-38%	19%	13%
基本每股收益 (元)	1.98	1.12	0.70	0.83	0.94

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师
 tony_shen@spdbi.com
 (852) 2808 6435

马智焱

科技分析师
 ivy_ma@spdbi.com
 (852) 2809 0300

黄佳琦

科技分析师
 sia_huang@spdbi.com
 (852) 2809 0355

2024 年 10 月 17 日

评级

买入

目标价 (人民币)	56.4
潜在升幅/降幅	+16%
目前股价 (人民币)	48.6
52 周内股价区间 (人民币)	33.1-65.0
总市值 (百万人民币)	66,308
近 90 日日均成交额 (百万人民币)	151

注: 截至 2024 年 10 月 16 日收盘价

市场预期区间



股价相对表现



注: 截至 2024 年 10 月 16 日收盘价
 资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,060	9,901	10,208	10,918	11,791
营业成本	(6,367)	(6,710)	(7,486)	(7,963)	(8,577)
毛利润	3,694	3,190	2,722	2,954	3,214
经营支出	(1,637)	(1,976)	(2,016)	(2,119)	(2,227)
销售费用	(168)	(167)	(164)	(175)	(187)
管理费用	(548)	(655)	(617)	(646)	(683)
研发费用	(921)	(1,154)	(1,235)	(1,297)	(1,357)
经营利润	2,056	1,214	706	836	987
非经营收入	596	473	297	368	389
财务费用	301	245	207	217	228
投资收益	85	86	(65)	(5)	5
其他	210	142	156	156	156
税前利润	2,653	1,687	1,004	1,203	1,376
税务费用	(54)	(249)	(186)	(199)	(228)
税后利润含少数股东权益	2,599	1,438	818	1,005	1,147
少数股东权益	(18)	(41)	(103)	(95)	(95)
净利润	2,617	1,479	921	1,099	1,242
基本股数 (百万)	1,320	1,320	1,320	1,320	1,320
摊销股数 (百万)	1,321	1,320	1,320	1,320	1,320
基本每股收益 (元)	1.98	1.12	0.70	0.83	0.94
摊销每股收益 (元)	1.98	1.12	0.70	0.83	0.94

资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	12,700	11,737	11,801	12,032	12,405
短期投资	-	62	64	68	74
应收账款和应收票据	1,298	1,554	1,603	1,714	1,851
存货	1,876	1,966	2,193	2,333	2,513
其他流动负债	775	789	813	870	939
流动资产合计	16,649	16,107	16,474	17,017	17,782
物业、厂房及设备	6,329	7,306	7,497	7,728	8,009
使用权资产	65	104	104	104	104
无形资产	498	361	341	323	306
长期投资收益	1,498	3,922	4,314	4,745	5,220
商誉	128	185	185	185	185
其他非流动资产	1,292	1,230	1,230	1,230	1,230
总资产	26,458	29,215	30,146	31,334	32,837
短期借贷	-	22	23	25	27
应付账款和应付票据	1,344	1,182	1,319	1,403	1,511
其他流动负债	3,125	3,063	3,676	4,411	5,293
流动负债合计	4,469	4,268	5,018	5,839	6,831
长期借款	927	907	907	907	907
其他非流动负债	367	410	410	410	410
总负债	5,762	5,585	6,335	7,156	8,148
股本	1,218	1,218	1,333	1,449	1,564
储备	13,840	14,205	14,271	14,522	14,917
少数股东权益	715	2,072	2,072	2,072	2,072
其他	4,923	6,135	6,135	6,135	6,135
股东权益总额	20,696	23,630	23,811	24,178	24,689
总负债和股东权益	26,458	29,215	30,146	31,334	32,837

现金流量表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,058	655	1,922	2,185	2,439
税前利润	2,599	1,438	818	1,005	1,147
折旧	854	532	614	630	650
摊销	59	26	19	18	17
营运资金变动	(567)	(583)	449	511	604
应收账款减少 (增加)	(147)	(257)	(48)	(111)	(137)
库存减少 (增加)	(329)	(89)	(227)	(140)	(180)
应付账款增加 (减少)	26	(161)	137	84	108
其他经营资金变动	(118)	(75)	588	679	813
利息收入 (支出)	(34)	21	21	21	21
其他	147	(780)	-	-	-
投资活动现金流	(2,056)	(3,400)	(1,200)	(1,297)	(1,410)
资本支出	(2,070)	(781)	(806)	(862)	(930)
取得或购买长期投资	(133)	(2,423)	(392)	(431)	(475)
短期投资	301	(62)	(2)	(4)	(5)
其他	(154)	(133)	-	-	-
融资活动现金流	290	(571)	(658)	(657)	(655)
借款	(114)	(494)	1	2	2
发行股份	640	116	116	116	116
发行债券	-	-	-	-	-
现金股利	(39)	(39)	(774)	(774)	(773)
其他	(197)	(153)	-	-	-
外汇损益	163	4	-	-	-
现金及现金等价物净流量	1,456	(3,312)	65	231	373
期初现金及现金等价物	11,244	12,699	9,388	9,452	9,684
期末现金及现金等价物	12,699	9,388	9,452	9,684	10,057

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营运指标增速					
营业收入增速	9%	(2%)	3%	7%	8%
毛利润增速	13%	(14%)	(15%)	9%	9%
营业利润增速	4%	(41%)	(42%)	18%	18%
净利润增速	15%	(43%)	(38%)	19%	13%
盈利能力					
净资产收益率	13.7%	6.7%	3.9%	4.6%	5.1%
总资产回报率	10.8%	5.3%	3.1%	3.6%	3.9%
投入资本回报率	9.3%	4.2%	2.3%	2.8%	3.2%
利润率					
毛利率	36.7%	32.2%	26.7%	27.1%	27.3%
营业利润率	20.4%	12.3%	6.9%	7.7%	8.4%
净利润率	26.0%	14.9%	9.0%	10.1%	10.5%
营运能力					
现金循环周期	66	88	97	97	96
应收账款周转天数	44	53	57	55	55
存货周转天数	98	104	102	104	103
应付账款周转天数	76	69	61	62	62
净债务 (净现金)	(11,773)	(10,807)	(10,871)	(11,101)	(11,472)
自由现金流	291	230	853	996	1,163

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

图表 2：华润微 2Q24 业绩详情

人民币百万	2Q24	2Q23	同比	1Q24	环比
营业收入	2,644	2,683	(1%)	2,116	25%
毛利润	697	908	(23%)	560	24%
营业利润	238	434	(45%)	97	147%
净利润	247	398	(38%)	33	644%
基本每股收益 (元)	0.19	0.30	(38%)	0.03	644%

利润率	2Q24	2Q23	同比 百分点	1Q24	环比 百分点
毛利率	26.3%	33.9%	(7.5)	26.5%	(0.1)
营业费用率	17.3%	17.7%	(0.3)	21.9%	(4.6)
营业利润率	9.0%	16.2%	(7.2)	4.6%	4.4
归母净利率	9.3%	14.8%	(5.5)	1.6%	7.8

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3：华润微盈利预测调整

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	10,208	11,330	(10%)	10,918	12,475	(12%)	11,791		
毛利润	2,722	3,633	(25%)	2,954	4,198	(30%)	3,214		
营业利润	706	1,462	(52%)	836	1,957	(57%)	987		
净利润	921	1,822	(49%)	1,099	2,175	(49%)	1,242		
基本每股收益 (元)	0.70	1.38	(49%)	0.83	1.65	(50%)	0.94		

利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	26.7%	32.1%	(5.4)	27.1%	33.7%	(6.6)	27.3%		
费用率	19.7%	19.2%	0.6	19.4%	18.0%	1.4	18.9%		
经营利润率	6.9%	12.9%	(6.0)	7.7%	15.7%	(8.0)	8.4%		
净利率	9.0%	16.1%	(7.1)	10.1%	17.4%	(7.4)	10.5%		

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 4: 华润微当前远期市盈率 48x, 历史均值 43x, 均值以上一倍标准差 64x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 华润微



注: 截至 2024 年 10 月 16 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	22.7	买入	23.6	26/8/2024	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	90.4	买入	179.4	26/2/2024	手机品牌
AAPL US Equity	苹果	231.8	买入	264.9	10/10/2024	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	32.3	买入	34.2	2/9/2024	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	30.7	买入	37.1	14/5/2024	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	42.3	买入	46.1	26/8/2024	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	20.6	买入	18.6	27/8/2024	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	30.6	买入	28.8	25/3/2024	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	49.4	买入	57.0	26/8/2024	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	4.7	买入	5.1	13/8/2024	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	105.7	买入	108.4	20/8/2024	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	5.5	买入	7.0	26/9/2024	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	43.8	买入	54.5	26/9/2024	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	11.1	买入	8.5	21/8/2024	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	43.1	买入	33.2	21/8/2024	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	25.1	买入	22.7	29/8/2024	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	98.0	买入	88.2	29/8/2024	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	29.1	买入	28.5	16/8/2024	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	221.3	持有	210.8	24/7/2024	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	270.6	买入	280.5	2/9/2024	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	289.8	买入	297.5	2/9/2024	新能源汽车
MBLY US Equity	Mobileye	12.1	买入	16.2	9/9/2024	智驾芯片
981 HK Equity	中芯国际	25.8	买入	19.3	12/8/2024	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	74.1	买入	56.7	12/8/2024	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	21.9	买入	23.3	9/8/2024	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	38.7	买入	43.7	9/8/2024	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	1,045.0	买入	1,167.7	26/7/2024	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	187.5	买入	197.6	26/7/2024	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	48.6	买入	56.4	17/10/2024	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	24.5	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	45.0	买入	43.4	26/8/2024	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	51.2	买入	53.4	27/10/2023	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	32.2	买入	38.7	27/10/2023	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	91.0	买入	230.6	20/9/2023	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	34.0	买入	38.7	14/8/2024	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	17.0	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	135.7	买入	147.6	30/8/2024	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	171.5	买入	240.7	5/8/2024	AI 芯片

注: 截至 2024 年 10 月 16 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

