

2025 年 06 月 26 日

华润微 (688396. SH)

投资评级：增持（首次）

——全产业链一体化运营，功率景气回暖有望受益

投资要点：

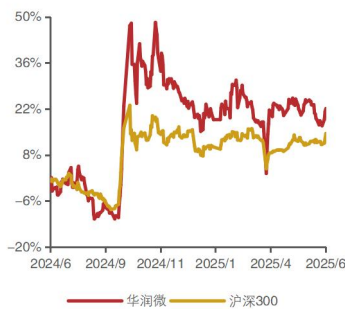
- **全产业链一体化运营，有望受益于功率景气度企稳回升。**华润微拥有芯片设计、掩模制造、晶圆制造、封装测试等全产业链，公司主营业务分为产品与方案、制造与服务两大业务板块，主要采用 IDM 模式经营。其中，产品与方案业务聚焦于功率半导体、智能传感器与智能控制等领域，制造与服务业务系对外提供规模化掩模制造、晶圆制造与封装测试。2024Q1 开始，功率半导体去库存阶段基本结束，多数功率半导体公司的存货周转天数减少，毛利率见底后回升，行业或逐步企稳回暖。
- **产品与方案：技术平台加速迭代，产品组合进一步丰富。**2024 年，华润微 MOSFET 产品进一步拓展在汽车电子、工业、AI 服务器等领域的销售。公司 IGBT 在工业（含光伏）、汽车电子的占比超过 70%，其中，充电桩应用向头部客户供货，并持续导入新客户；车规产品批量出货，用于动力总成、热管理、OBC 等领域。2024 年 IGBT 基于 12 英寸线成功开发新一代 G7 平台，性能对标国际一流水平。华润微率先在行业内推出 750V 高性能产品，在光储市场稳步上量。此外，基于 12 英寸线成功开发新一代 G7 平台，性能对标国际一流水平。
- **制造与服务：特色工艺平台，提供一站式服务。**提供特色化与定制化晶圆制造服务，BCD、MEMS 工艺技术平台具备较强的竞争力。封装与测试业务覆盖半导体晶圆测试、封装、成品测试后道全产业链，拥有完备的半导体封装工艺，以及模拟、数字、混合信号等多类测试工艺。子公司无锡迪思微从事掩模代工服务，目前已完成 90-40nm 工艺技术平台搭建，90nm 产品实现量产交付。迪思微掩模新品良率始终保持在 98%以上，准时交付率近 100%，技术产能双领先。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.59、12.05、16.50 亿元，同比增速分别为 25.80%、25.63%、36.91%，当前股价对应的 PE 分别为 65、52、38 倍。选取扬杰科技、斯达半导、新洁能作为可比公司。华润微具备全产业链一体化运营能力，各产品线共同发力成长，有望受益于行业企稳回升，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：新产品研发进度不及预期、下游需求不及预期、行业竞争加剧。**

证券分析师

葛星甫
SAC: S1350524120001
gexingfu@huayuanstock.com
孟爽
SAC: S1350525040004
mengshuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 06 月 25 日

收盘价（元）	46.88
一年内最高/最低（元）	65.00/33.06
总市值（百万元）	62,234.58
流通市值（百万元）	62,234.58
总股本（百万股）	1,327.53
资产负债率（%）	16.37
每股净资产（元/股）	16.97

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9,901	10,119	11,431	12,811	14,274
同比增长率（%）	-1.59%	2.20%	12.97%	12.07%	11.42%
归母净利润（百万元）	1,479	762	959	1,205	1,650
同比增长率（%）	-43.48%	-48.46%	25.80%	25.63%	36.91%
每股收益（元/股）	1.11	0.57	0.72	0.91	1.24
ROE（%）	6.86%	3.42%	4.14%	4.97%	6.41%
市盈率（P/E）	42.07	81.62	64.88	51.65	37.72

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 9.59、12.05、16.50 亿元，同比增速分别为 25.80%、25.63%、36.91%，当前股价对应的 PE 分别为 65、52、38 倍。选取扬杰科技、斯达半导、新洁能作为可比公司。华润微具备全产业链一体化运营能力，各产品线共同发力成长，有望受益于行业企稳回升，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

产品与方案：重点围绕深圳和重庆两条 12 英寸生产线，加快产品线开发进度，积极拓展市场，其中，MOSFET 产品在汽车电子、工业、AI 服务器等领域不断拓展，我们预计未来将加快 MOSFET 技术平台迭代和系列化。IGBT 针对汽车电子、工业控制、新能源等领域，进一步丰富产品组合，发挥重庆封测基地优势。预计 2025–2027 年营收增速分别为 13.55%、12.20%、11.55%。

制造与服务：制造工艺平台 0.11um CMOS、0.11um BCD、新一代 0.15um 高性能 BCD、新一代 HVIC、CMOS–MEMS 单芯片集成喷墨打印头等多个平台技术领先。封测工艺平台主要客户及工艺门类不断拓展，先进封装（PLP）业务、功率封装业务等实现大规模量产。掩模项目加强 90–40nm 工艺的量产能力，推进内外部 12 英寸线的客户认证。预计 2025–2027 年营收增速分别为 12.80%、12.32%、11.60%。

其他：预计 2025–2027 年营收增速分别为 5.00%、5.00%、5.00%。

投资逻辑要点

功率器件行业景气度逐步企稳，库存回归合理水位。2024Q1 起，去库存阶段基本结束，多数功率半导体公司的存货周转天数减少，毛利率见底后回升，行业或逐步企稳回暖。

产品与方案：技术平台加速迭代，产品组合进一步丰富。未来 MOSFET 产品进一步拓展在汽车电子、工业、AI 服务器等领域的销售。IGBT 在工业（含光伏）、汽车电子的占比超过 70%，未来持续导入充电桩、车规级新客户。

制造与服务：提供特色化与定制化晶圆制造服务，BCD、MEMS 工艺技术平台具备较强的竞争力。掩模代工服务目前已完成 90–40nm 工艺技术平台搭建，90nm 产品实现量产交付。

核心风险提示

新产品研发进度不及预期、下游需求不及预期、行业竞争加剧。

内容目录

1. 功率半导体布局全面，IDM 实现设计制造优化	6
1.1. 全产业链一体化运营，两大业务板块齐发力	6
1.2. 盈利能力有望迎来复苏	11
1.3. 汽车电子+12 英寸线助力成长，或受益于行业景气度企稳	14
2. 功率半导体：产品系列齐全，多应用拓展布局	15
2.1. 全球功率器件市场稳定增长，国内厂商奋起直追	15
2.2. MOSFET：技术平台加速迭代，产品组合进一步丰富	19
2.3. IGBT：主要用于工业&汽车电子，自建 12 英寸线提升性能	21
2.4. 第三代半导体：SiC、GaN 全布局	23
3. 制造与服务：特色工艺平台，提供一站式服务	24
4. 盈利预测与评级	26
5. 风险提示	27

图表目录

图表 1： 华润微业务板块构成	6
图表 2： 华润微功率半导体布局	7
图表 3： 华润微智能控制、智能传感器布局	7
图表 4： 华润微主要制造资源	8
图表 5： 华润微发展历程	8
图表 6： 华润微股权结构	9
图表 7： 子公司业务关系	9
图表 8： 部分参股控股公司 2024 年营收及净利润（亿元）	9
图表 9： 华润微区域布局	10
图表 10： 公司高管简介	10
图表 11： 公司营业收入	11
图表 12： 公司归母净利润	11
图表 13： 公司营收构成（亿元）	12
图表 14： 公司主营业务毛利率	12
图表 15： 2016-2018 年产品与方案营收构成（亿元）	12
图表 16： 2016-2018 年制造与服务营收构成（亿元）	12
图表 17： 公司毛利率及净利率	13
图表 18： 公司期间费用率	13
图表 19： 公司研发费用（亿元）	13
图表 20： 公司资本开支（亿元）	13
图表 21： 2023 年公司产品与方案板块下游终端应用情况	14
图表 22： 2024 年及 2025Q1 公司产品与方案板块下游终端应用情况	14
图表 23： 华润微汽车电子解决方案	14
图表 24： 国内部分功率半导体公司存货周转天数的同比变化	15
图表 25： 国内功率半导体公司单季度毛利率同比（pct）	15
图表 26： 功率半导体分类	16
图表 27： 功率分立器件和功率模块的产业链流程图	16
图表 28： EV 结构示意图	17
图表 29： EV 的电源系统	17

图表 30: 功率半导体在各类应用中的价值量	17
图表 31: 全球功率分立器件及功率模块市场规模 (十亿美元)	18
图表 32: 2022 年全球功率模块及分立器件占比	18
图表 33: 2023 年中国功率半导体市场结构	18
图表 34: 2022 年功率器件及功率模块销售市场结构	18
图表 35: 功率器件各下游应用规模 (亿美元)	19
图表 36: 中国功率器件参与者	19
图表 37: 2023 年全球功率分立器件及模块的市场份额	19
图表 38: 平面型 MOSFET	20
图表 39: Trench (沟槽型) MOSFET	20
图表 40: SGT (屏蔽栅沟槽) MOSFET	20
图表 41: SJ (超结) MOSFET	20
图表 42: 全球 MOSFET 市场规模 (百万美元)	21
图表 43: 2022 年全球硅基 MOSFET 市场份额	21
图表 44: 2023 年中国市场 MOSFET 市占率	21
图表 45: IGBT 平面型与沟槽型 (右)	22
图表 46: 全球 IGBT 市场规模 (百万美元)	22
图表 47: 2022 年 IGBT 分立器件份额	22
图表 48: 2022 年 IGBT 模块&IPM 市场份额	22
图表 49: 不同功率、频率的功率器件应用场景	23
图表 50: 华润微第三代半导体产品	24
图表 51: 华润微晶圆代工工艺路线图	25
图表 52: 华润微对外制造平台核心技术	25
图表 53: 华润微封装测试业务	26
图表 54: 盈利预测拆分	27
图表 55: 可比公司估值表	27

1. 功率半导体布局全面，IDM 实现设计制造优化

1.1. 全产业链一体化运营，两大业务板块齐发力

全产业链一体化运营，产品设计与制造工艺紧密联系。华润微是拥有芯片设计、掩模制造、晶圆制造、封装测试等全产业链一体化的半导体公司，公司主营业务分为产品与方案、制造与服务两大业务板块，主要采用 IDM 模式经营。其中，产品与方案业务聚焦于功率半导体、智能传感器与智能控制等领域，制造与服务业务系对外提供规模化掩模制造、晶圆制造与封装测试。

图表 1：华润微业务板块构成



资料来源：公司官网，华源证券研究所

产品与方案板块主要分为以下三项业务：

1) 功率半导体：主要分为功率器件、功率 IC、模拟、数模混合。其中，功率器件主要有 MOSFET、IGBT、SBD、FRD、BJT、CRD、SiC、GaN 等；功率 IC 主要有各类电机驱动芯片、电源管理芯片等。公司拥有 CRMICRO、华晶等功率自主品牌，自主开发的中低压沟槽 MOS、SJ MOS、SBD、FRD、IGBT 工艺平台以及相关模块和系统应用方案技术水平领先。

2) 智能控制产品：可分为人机交互 MCU、计量计算 MCU、通用型 MCU、安全型 MCU。基于 OTP、MTP、Flash CMOS 等主流工艺平台，涵盖 4 位、8 位、16 位以及 32 位 CPU 内核，下游应用包括人机交互、消费电子、工业控制、计量计算等领域。

3) 智能传感器产品：分为 MEMS 传感器（主要为压力、温湿度传感器）、烟雾传感器、光电传感产品。

图表 2：华润微功率半导体布局



资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 3：华润微智能控制、智能传感器布局



资料来源：公司官网，华源证券研究所

制造与服务板块主要分为以下三项业务：

1) 晶圆制造：公司在无锡拥有 1 条 8 英寸，以及 3 条 6 英寸半导体晶圆制造生产线，在重庆拥有 1 条 8 英寸生产线。根据 2024 年报，8 英寸晶圆制造产能约为 14 万片/月，6 英寸晶圆制造产能约为 23 万片/月。此外，在重庆和深圳各有一条 12 英寸晶圆产线，正在上量爬坡过程。

2) 封装测试：拥有完备的半导体封装生产工艺及模拟、数字、混合信号等多类半导体测试生产工艺。其中，封装包含传统 IC 封装、功率器件封装、模块封装、先进面板级封装、光耦封装、MEMS 封装等系列工艺。

3) 掩模业务: 在无锡拥有掩模生产线, 拥有配套齐全的光掩模制造设备、优良的工艺技术、严密的质量控制。

图表 4: 华润微主要制造资源

业务	产线	主要工艺
晶圆制造	无锡 3 条 6 英寸线	Analog、BCD、MEMS、DMOS、Power Discrete 等制造工艺
	无锡 1 条 8 英寸线	Advance、BCD、Analog、DMOS 等制造工艺
	重庆 1 条 8 英寸线	中低压沟槽栅 MOS、屏蔽栅 MOS、超结 MOS、SBD 等制造工艺
	重庆 1 条 12 英寸, 深圳 1 条 12 英寸。 (长期股权投资)	重庆产线系功率半导体产线; 深圳产线目前 90nm 平台多颗产品导入上量, 55/40nm 产品成功导入与平台同步验证, 产品涵盖高性能电源和 MCU 等高端特色工艺产品门类及显示驱动、蓝牙等产品门类。
封装测试	圆片测试产线	数字芯片、模拟芯片、数模混合芯片和分立器件等测试工艺
	封装产线	QFP、QFN、PQFN、FC-QFN、TSSOP、SSOP、MSOP、IPM 等封装工艺
	成品测试产线	数字芯片、模拟芯片、数模混合芯片和分立器件等测试工艺
掩模制造	掩模制造产线	光掩模板生产

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

“自主建设+外延收购”双管齐下, 深厚积累构筑坚实基础。1983 年, 公司前身香港华科成立, 建立国内首条四英寸晶圆产线。1999 年, 成立无锡华晶上华半导体, 开启代工先河。2001 年, 成立华润矽科, 建立电子设计业务。2003 年, 建立 6 英寸晶圆生产线, 同年成立华润安盛进军封测业务。2009 年, 建立 8 英寸晶圆生产线。2019 年, 收购杰群电子, 开拓汽车级封装业务。2020 年, 于科创板上市。2022 年重庆 12 英寸晶圆制造生产线通线。2024 年, 高端掩模生产线投产, 深圳 12 英寸特色功率集成电路制造生产线通线。

图表 5: 华润微发展历程

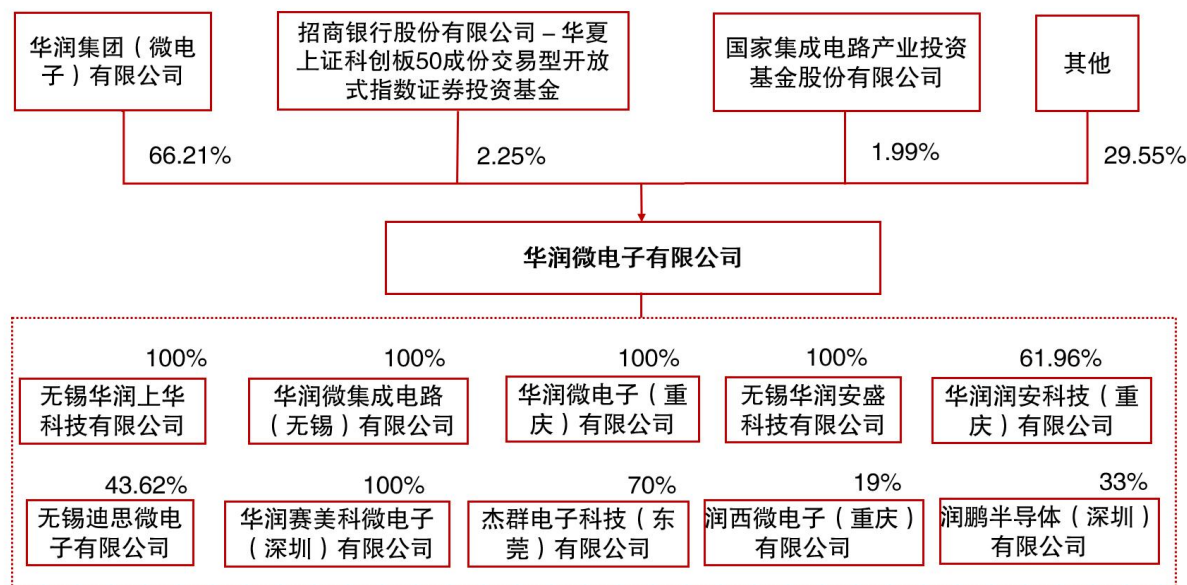


资料来源: 公司官网, 华源证券研究所

中国华润为实控人, 大基金参股彰显重要地位。截至 2025 年一季报, 华润集团(微电子)持有华润微 66.21% 股份, 为控股股东。中国华润间接持有华润集团(微电子) 100% 股

份，为华润微实际控制人。此外，国家集成电路产业投资基金持有公司 1.99% 股份，充分彰显公司在半导体产业链中的重要地位。

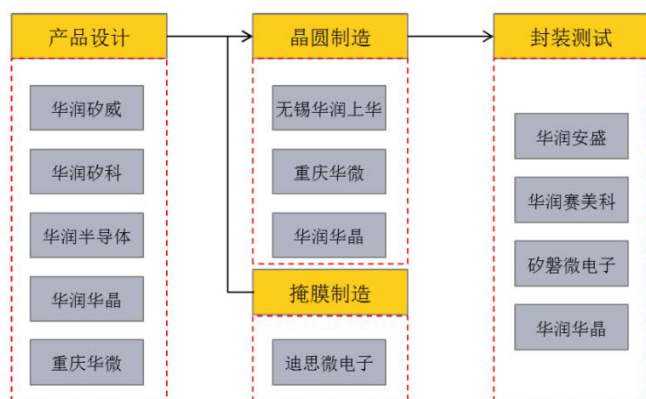
图表 6：华润微股权结构



资料来源：公司公告，华源证券研究所（注：股东持股比例截至 2025 年一季报，对子公司、合营企业或联营企业的持股比例截至 2024 年报）

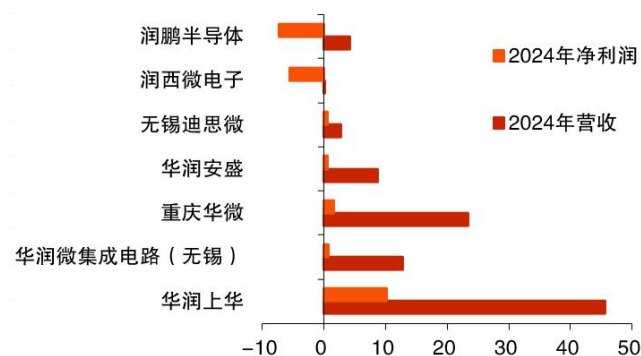
“长三角+成渝+大湾区”区域布局，定位清晰。子公司方面，华润矽威、华润矽科、华润半导体主要从事芯片设计。无锡华润上华、润西微电子、润鹏半导体主要从事晶圆制造业务，其中，润西微电子运营重庆 12 英寸功率半导体晶圆产线，润鹏半导体运营深圳 12 英寸线。华润安盛、华润赛美科、矽磐微电子主要从事封装测试业务。华润华晶、重庆华微从事功率半导体产品的设计、研发、制造及销售服务。公司生产制造分布于长三角、成渝、大湾区三地，其中，长三角主要指无锡、上海，包括 IC 设计服务、晶圆和封测制造基地、第三代半导体研发和制造基地、控股平台、投资平台等；成渝双城主要指重庆，围绕功率器件打造研发设计、制造、封测基地；大湾区包括传感器研发中心、12 英寸特色功率集成电路制造与研发基地、市场销售与应用服务中心等。

图表 7：子公司业务关系



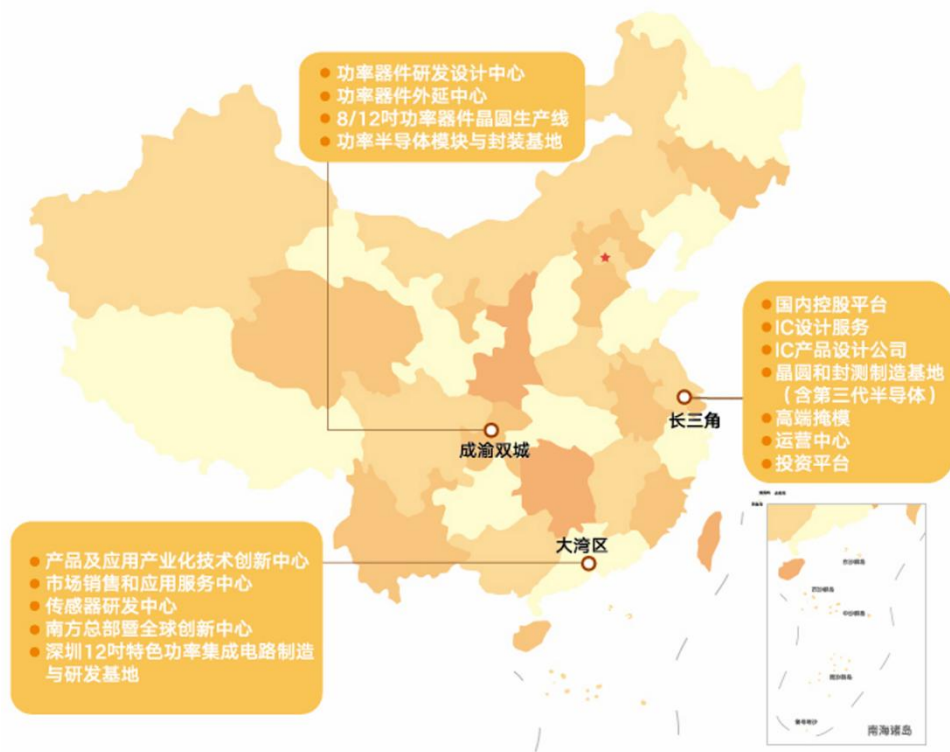
资料来源：华润微招股说明书，华源证券研究所

图表 8：部分参股控股公司 2024 年营收及净利润（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：华润微区域布局



资料来源：公司官网，华源证券研究所（注：本图片仅为示意图，并非完整的中国地图）

多名高管拥有深厚的半导体产业积累。公司多名高管为半导体专业科班出身，董事长何小龙先生为电子科技大学微电子学与固体电子学硕士，副总裁马卫清、段军先生均为半导体专业出身。管理层具备多年半导体产业积累，为公司发展注入充足动能。

图表 10：公司高管简介

姓名	职务	简介
何小龙	董事长、董事	电子科技大学微电子学与固体电子学硕士，正高级工程师。历任信息产业部科学技术司综合处处长、质量监督管理处处长、工业和信息化部科技司质量管理处处长、国家工业信息安全发展研究中心副主任、华润（集团）有限公司战略管理部副总经理，2025 年 3 月至今任公司董事长。
马卫清	副总裁,华润华晶总经理	南京大学半导体专业学士，拥有高级工程师资格。1987 年至 2001 年，历任中国华晶分立器件总厂二分厂产品主管、副厂长、分立器件总厂总工程师、厂长；2001 年至 2008 年，历任华润华晶常务副总经理、总经理；2008 年至今，任公司副总裁。
段军	副总裁	电子科技大学电子工程专业学士。2021 年 6 月加入公司，现任公司副总裁。
李舸	副总裁,总法律顾问,首席合规官	北京大学法律专业，英国华威大学国际经济法专业法学硕士。2021 年 8 月加入公司，现任公司副总裁兼总法律顾问、首席合规官。
庄恒前	副总裁	安徽工业大学，大学本科，会计学专业。2021 年至 2022 年，任公司功率器件事业群运营副总经理（代理主持工作）；2022 年至今，任公司副总裁。
窦健	副总裁	安徽大学计算机软件专业学士学位、英国卡迪夫商学院 MBA 学位。2021 年 9 月至 2024 年 12 月任公司董事；2025 年 1 月至今任公司副总裁。
吴国屹	财务总监,董事会秘书	上海财经大学经济学学士，会计硕士，荷兰商学院工商管理博士。2008 年至今，历任公司战略发展部资深经理、助理总监、总监，现任公司董事、财务总监兼董事会秘书。

资料来源：wind，华源证券研究所

1.2. 盈利能力有望迎来复苏

2016 年以来，公司经营情况可分为以下几个阶段：

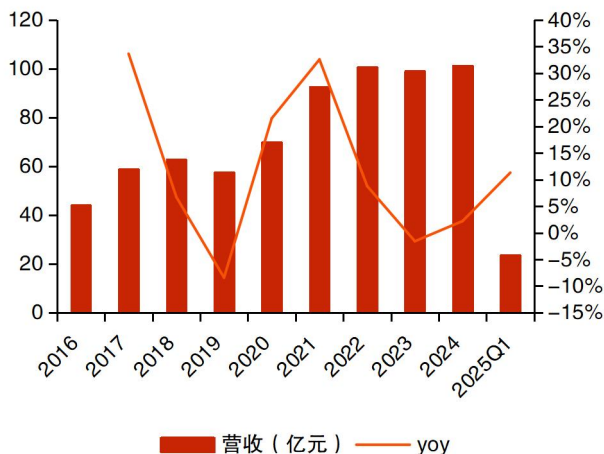
1) 2016–2019 年，收购重庆华微，叠加半导体周期波动影响。2017 年营收为 58.76 亿元，同比增长 33.63%，主要系 2017 年收购重庆华微，业务规模提升，同时受半导体行业景气度较高，下游客户需求旺盛，公司产品竞争力持续加强。2018 年营收为 62.71 亿元，同比增长 6.73%，主要增长来自于功率半导体产品的营收提升，其高附加值产品的占比提升。2019 年营收为 57.43 亿元，同比减少 8.42%，主要系 2019 年全球半导体市场景气度较低，公司制造与服务的晶圆代工业务收入同比减少。

2) 2020–2021 年，消费电子等下游需求旺盛，供应链紧缺，公司产品结构不断优化。2020 年营收 69.77 亿元，同比增长 21.50%，归母净利润 9.64 亿元，同比增长 140.46%，主要系消费电子销售提振，泛新能源及工业等下游需求向好，供应链紧缺下，公司抓住自主可控机遇，丰富产品线，优化产品结构。2021 年营收 92.49 亿元，同比增长 32.56%，归母净利润 22.68 亿元，同比增长 135.34%，主要系市场景气度向好，订单饱满，产能利用率高。

3) 2022–2023 年：终端需求放缓，去库存阶段。2022 年营收 100.60 亿元，同比增长 8.77%，归母净利润 26.17 亿元，同比增长 15.40%，营收及归母净利润的同比数据仍然为正，但较 2021 年同比增长有所下滑，主要系终端需求的增速放缓，但公司推动产品应用向工控、新能源光伏、通信和汽车电子领域拓展，获利能力提升。2023 年营收 99.01 亿元，同比下滑 1.59%，归母净利润 14.79 亿元，同比下滑 43.48%，主要系半导体市场景气度较低，产业链处于去库存阶段。

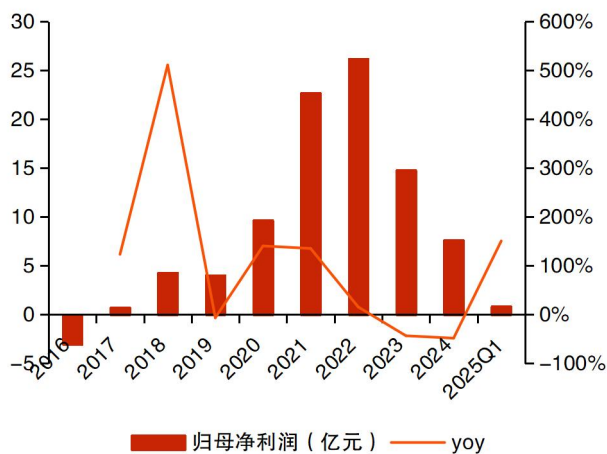
4) 2024 年–2025Q1：行业景气度有望迎来复苏。2024 年营收 101.19 亿元，同比增长 2.20%，归母净利润 7.62 亿元，同比下滑 48.46%，主要系下游需求虽有所回暖，但产能释放叠加行业去库存，价格竞争激烈，同时加大研发投入，拖累利润指标。2025Q1 营收 23.55 亿元，同比增长 11.29%，归母净利润 0.83 亿元，同比增长 150.68%，呈现上扬态势，功率半导体行业呈现温和复苏趋势。

图表 11：公司营业收入



资料来源：wind，华源证券研究所

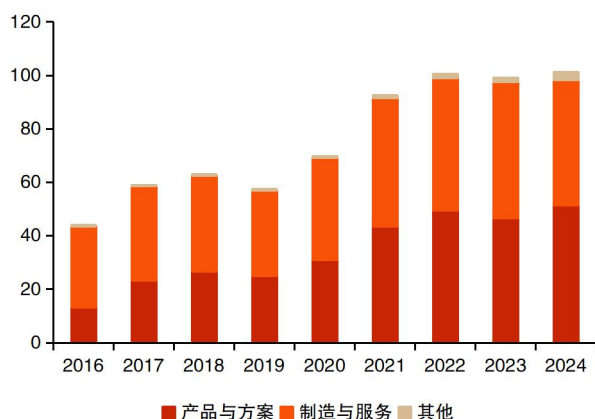
图表 12：公司归母净利润



资料来源：wind，华源证券研究所

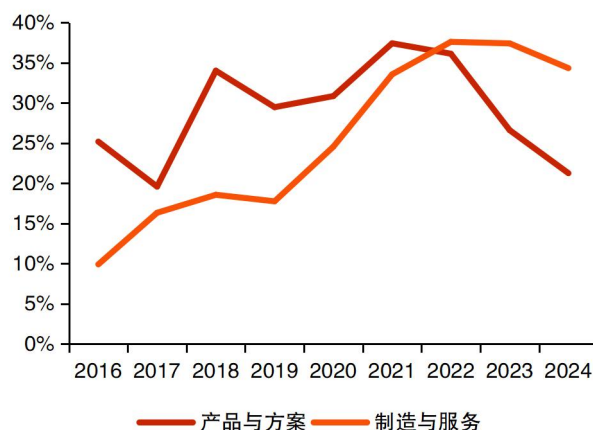
产品与方案、制造与服务约各占一半营收。2024 年产品与方案、制造与服务、其他业务的营收分别为 51.53、46.88、2.78 亿元，占比分别为 51%、46%、3%。2024 年产品与方案的毛利率为 21.26%，同比下滑 5.36pct，毛利率自 2021 年以来有所下滑，主要系功率半导体行业产能释放叠加去库存，盈利能力下降。2024 年制造与服务的毛利率为 34.34%，同比下滑 3.08pct。2016–2018 年，公司披露产品与方案、制造与服务板块的具体构成。2018 年产品与方案营收 26.83 亿元，其中，功率半导体、智能传感器、智能控制、其他 IC 产品的营收分别为 24.19、1.38、0.99、0.28 亿元。2018 年制造与服务营收 35.72 亿元，其中，晶圆制造、封装测试、掩膜制造及其他的营收分别为 26.74、7.86、1.12 亿元。

图表 13：公司营收构成（亿元）



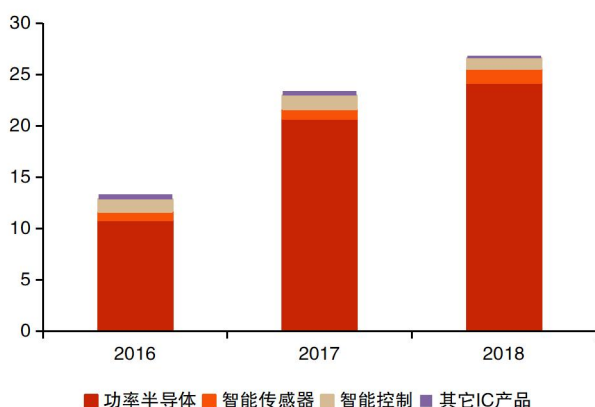
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 14：公司主营业务毛利率



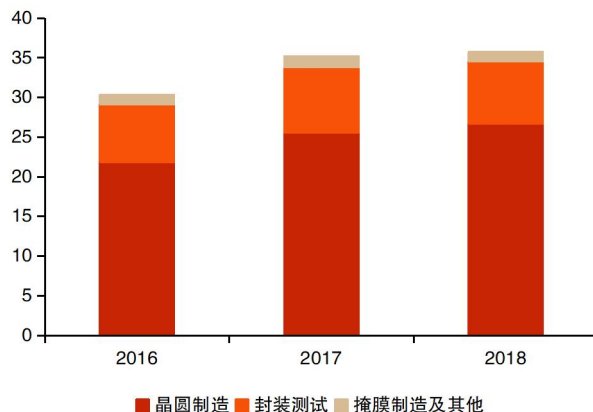
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 15：2016–2018 年产品与方案营收构成（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 16：2016–2018 年制造与服务营收构成（亿元）

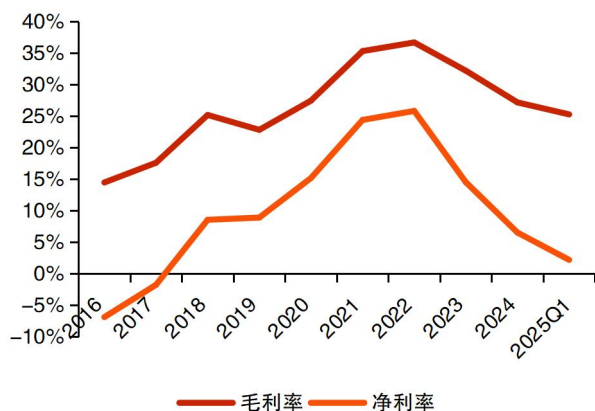


资料来源：wind，华源证券研究所

盈利能力暂时承压，2025Q1 功率器件毛利率同比回暖，行业或迎来复苏。2024 年公司毛利率为 27.19%，同比下滑 5.03pct；净利率为 6.54%，同比下滑 7.99pct，盈利能力有所下滑的主要原因系产品价格竞争较为激烈，同时加大研发投入，重大项目处于爬坡上量和建设期阶段。2025Q1 毛利率为 25.29%，同比下滑 1.19pct；净利率为 2.21%，同比提升 2.15pct，原因系高端掩膜工厂投产，导致每月折旧明显增加，叠加 IC 类产品价格下降，但是功率器件

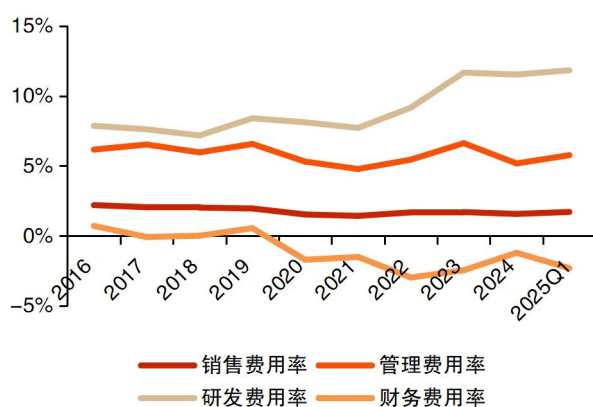
及封装测试业务的毛利率均好于同期。2025Q1 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.70%、5.76%、11.83%、-2.32%。

图表 17：公司毛利率及净利率



资料来源：wind，华源证券研究所

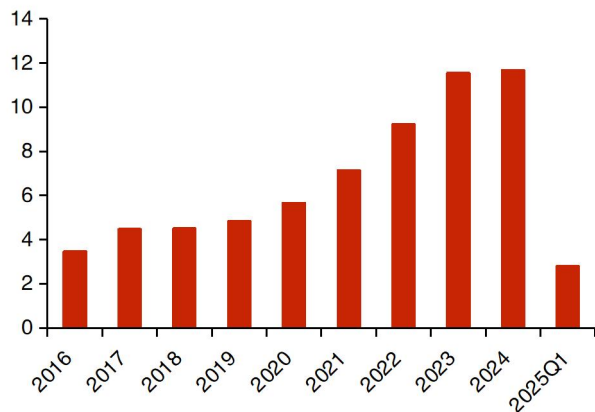
图表 18：公司期间费用率



资料来源：wind，华源证券研究所

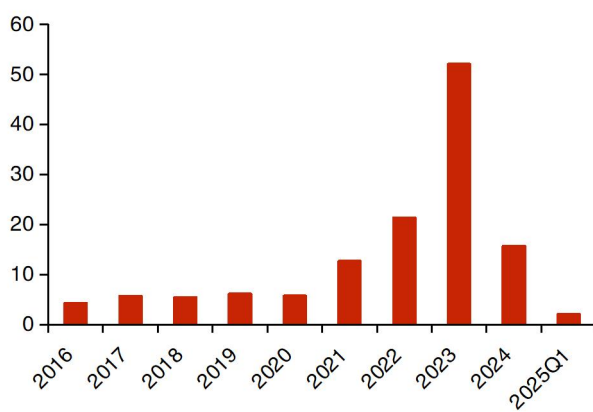
研发费用整体保持增长态势，专业的技术团队保障研发能力。近年来公司研发费用基本保持增长态势，截至 2024 年末，公司拥有 10756 名员工，其中包括 4298 名研发技术人员，占员工总数比例 40%。公司持续完善专利布局以保护核心技术，截至 2024 年末，拥有专利 2352 项，其中，发明专利 1980 项，占比 84%。资本开支方面，2023 年投入较多，主要系两条 12 英寸晶圆线，封测基地等新业务开展。

图表 19：公司研发费用（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

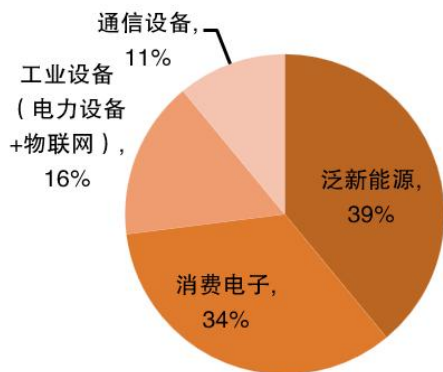
图表 20：公司资本开支（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

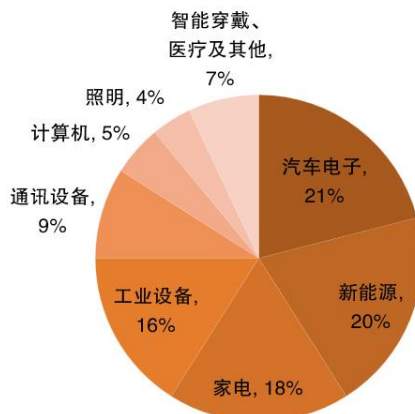
客户基础丰富多元，近年汽车电子发力成长。公司客户覆盖多个终端领域，客户基础丰富多元。2024 年及 2025Q1，产品与方案板块的下游应用情况基本趋同，其中：汽车电子占比 21%，新能源占比 20%，家电占比 18%，工业设备占比 16%，通讯设备占比 9%，计算机占比 5%，照明占比 4%，智能穿戴、医疗及其他占比 7%。公司积极拓展汽车电子业务，营收在产品与方案板块的占比从 2023 年的 19%，提升至 2024 年的 21%。

图表 21：2023 年公司产品与方案板块下游终端应用情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 22：2024 年及 2025Q1 公司产品与方案板块下游终端应用情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.3. 汽车电子+12 英寸线助力成长，或受益于行业景气度企稳

汽车电子解决方案不断丰富，有望成为业绩重要增长点。华润微拥有 MOSFET、IGBT、SiC MOS、功率 IC 等车规级产品及模块产品，已通过产品组合进入国内头部车企及汽车零部件 Tier1 的供应链体系，应用于动力控制、车身电子及智能驾驶辅助。公司积极在“电机+电池+电源”应用领域布局，在汽车电子领域从周边产品逐步向核心产品拓展，汽车应用有望成为公司业绩重要增长点。

图表 23：华润微汽车电子解决方案



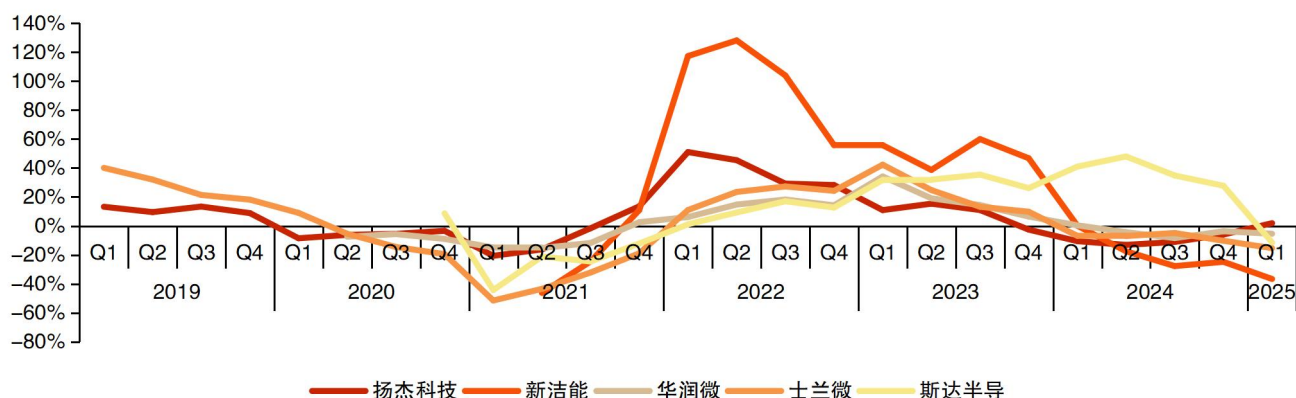
资料来源：公司官网，华源证券研究所

12 英寸晶圆产线爬坡上量，未来成长奠定坚实基础。重庆 12 英寸产线将加快中低压 MOSFET、高压 MOSFET 和 IGBT 高端产品开发和产业化。根据投资者关系活动记录，2025 年 4 月重庆 12 英寸产线的产能利用率在 70%，力争 2025 年底满产，围绕汽车、高端工控及算力市场等重点领域突破。深圳 12 英寸产线已于 2024 年底通线，今明两年处于产能爬坡期，

目前 90nm 平台多颗产品导入上量, 55/40nm 产品成功导入, 产品涵盖高性能电源和 MCU 等高端特色工艺产品, 以及显示驱动、蓝牙等品类。

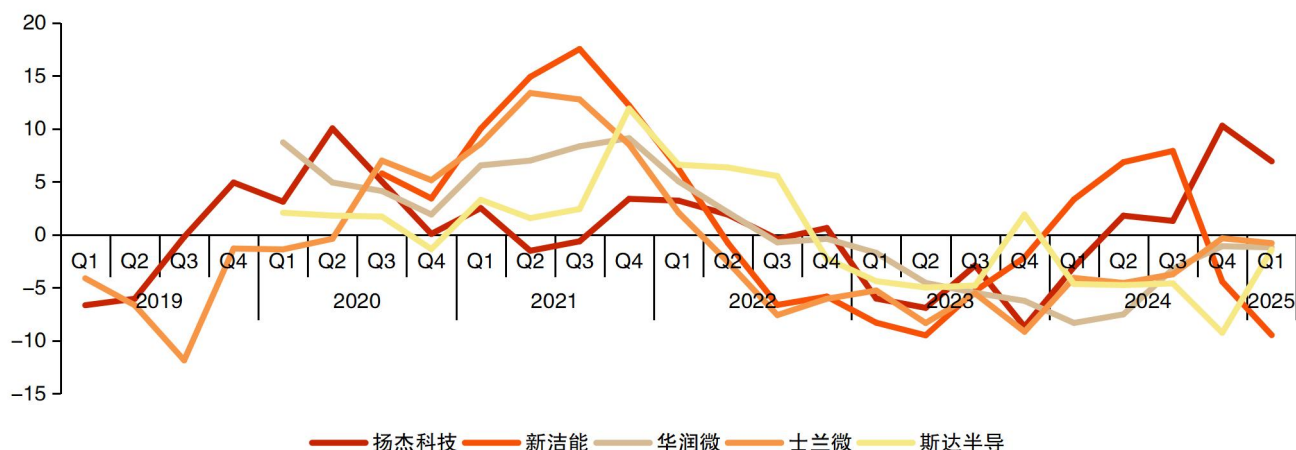
行业景气度方面, 功率公司逐步企稳, 华润微有望受益。2020Q3–2021Q2, 消费电子补库存, 工业、汽车领域需求快速增长, 同时全球产能供应紧张, 功率半导体公司的存货周转天数下滑, 毛利率攀升。2021Q3–2023Q4, 景气度见顶后, 产业链进入降价去库存阶段。2024Q1 开始, 去库存阶段基本结束, 多数功率半导体公司的存货周转天数减少, 毛利率见底后回升, 功率半导体行业或逐步企稳回暖。

图表 24: 国内部分功率半导体公司存货周转天数的同比变化



资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 25: 国内功率半导体公司单季度毛利率同比 (pct)



资料来源: wind, 华源证券研究所

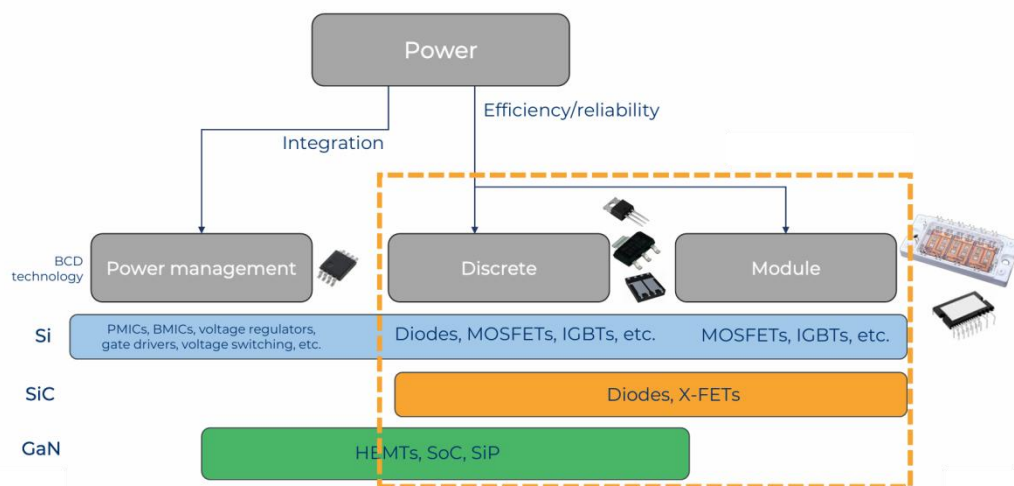
2. 功率半导体: 产品系列齐全, 多应用拓展布局

2.1. 全球功率器件市场稳定增长, 国内厂商奋起直追

功率半导体用于实现电力转换。功率半导体是控制和转换功率的半导体器件, 主要用于“电力转换”, 其作用体现在三个方面: 1) 直流 (DC, direct current) 和交流 (AC, alternating current) 的相互转换, 交流电转直流电使用整流器 (converter), 直流电转交流电使用逆变

器（inverter）；2）电压转换，实现升压和降压；3）交流电的频率转换。功率半导体可以分为功率 IC、分立器件、模块，其中，功率 IC 是电力电子器件技术与微电子技术相结合的产物，将功率器件及其驱动电路、保护电路、接口电路等外围电路集成在芯片上；功率分立器件主要包括二极管、晶闸管、晶体管（双极晶体管、MOSFET、IGBT）；功率模块是将功率器件按一定功能组合封装而成的模块。

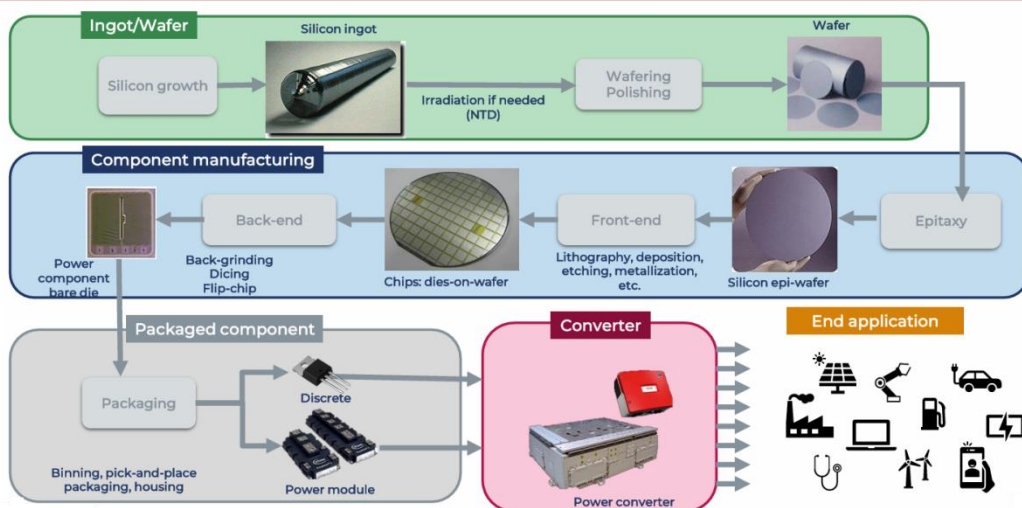
图表 26：功率半导体分类



资料来源：YOLE，华源证券研究所

IDM 把控生产全流程，具备工艺内部整合、成本把控优势。功率半导体属于特色工艺产品，制程上不追求极致的线宽，不遵守摩尔定律。目前功率半导体器件的制程稳定在 90nm~0.35 μm 之间。功率器件的经营模式分为 IDM 和 Fabless，其中，IDM 独立完成芯片设计、晶圆制造、封测等环节，具备工艺内部整合、成本把控优势；Fabless 则专注于芯片研发设计和销售。

图表 27：功率分立器件和功率模块的产业链流程图

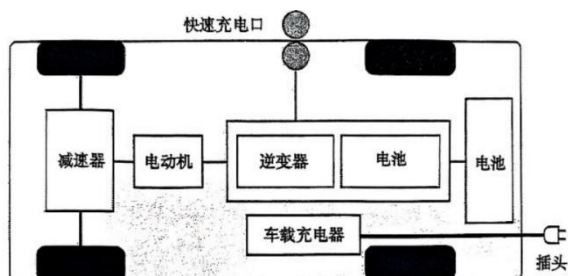


资料来源：YOLE，华源证券研究所

功率器件在新能源车中用于驱动主电动机、车身电子、充电桩。新能源车中，车载充电器（OBC）将交流电输入车载电池，功率器件在 OBC 中用于调整输入电流和电压。在驱动主电动机时，逆变器将直流电转换为交流电，驱动电动机工作。此外，需要 DC-DC 转换器

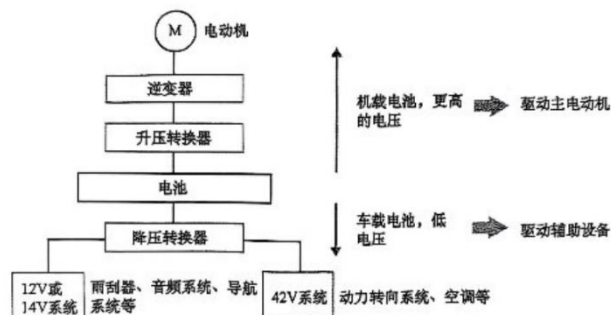
从电池降压，为温度控制、动力转向等产生 42V 电源，为雨刷、电动窗、音频和导航系统提供 14V 或 12V 电源。

图表 28：EV 结构示意图



资料来源：《功率半导体基础与工艺精讲》作者佐藤淳一，华源证券研究所

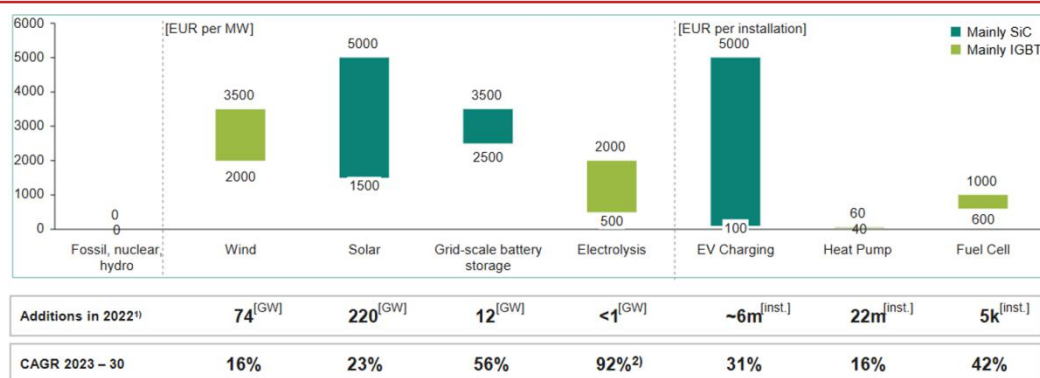
图表 29：EV 的电源系统



资料来源：《功率半导体基础与工艺精讲》作者佐藤淳一，华源证券研究所

功率器件广泛应用于工控、新能源、家电中，实现电源/电机控制。工业领域，功率半导体用于驱动电机、控制机器人和自动化生产线，比如 IGBT 和 MOSFET 在变频器中用于调节电机速度。在家用电器中，功率半导体主要用于电源管理、电机控制和温度控制，比如变频空调和冰箱中的压缩机控制、微波炉和电磁炉中的功率调节。在风能和太阳能系统中，主要用于逆变器和充放电控制器。根据英飞凌，功率半导体在风电中的价值量约为 2000~3500 欧元/MW，折合约 2240~3920 美元/MW（按照欧元：美元=1:1.12 计算，下同）；在光伏中的价值量约 1500~5000 欧元/MW，折合约 1680~5600 美元/MW；在电动车充电桩的单个价值量约 100~5000 欧元，折合约 112~5600 美元。

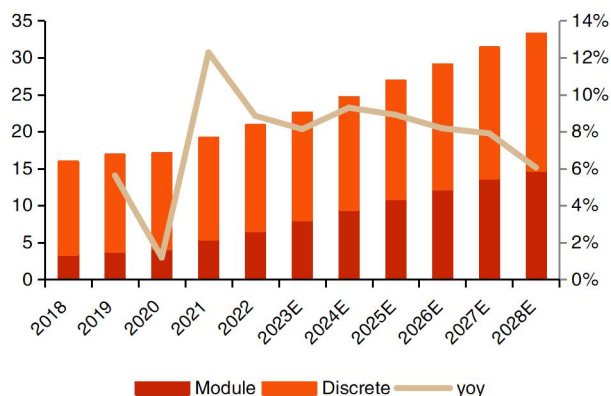
图表 30：功率半导体在各类应用中的价值量



资料来源：英飞凌，华源证券研究所

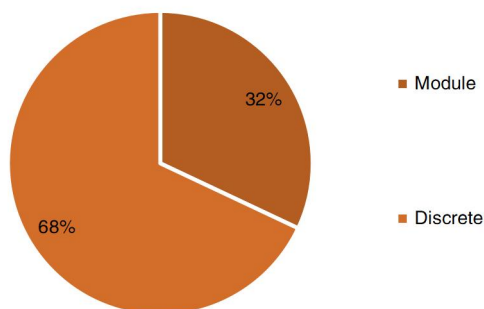
全球功率器件市场稳定增长，预计未来年增速位于 5%~10%。2021 年全球新能源车市场快速渗透，同时光伏和风电等新能源需求旺盛，根据 YOLE，全球功率分立器件及功率模块市场规模合计达到 192 亿美元，同比增长约 12%，2022 年为 209 亿美元，同比增长约 9%，预计 2022-2028 年 CAGR 约为 8%。2023 年中国分立器件和模块合计占功率半导体约 46% 规模，其中，MOSFET、功率二极管、IGBT 占据主要部分。销售地区方面，2022 年中国占据全球功率器件 38% 份额，为第一大市场。

图表 31：全球功率分立器件及功率模块市场规模（十亿美元）



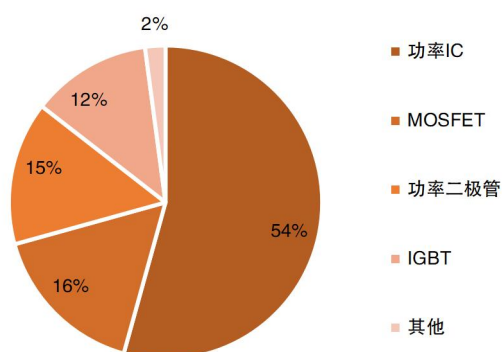
资料来源：YOLE，华源证券研究所

图表 32：2022 年全球功率模块及分立器件占比



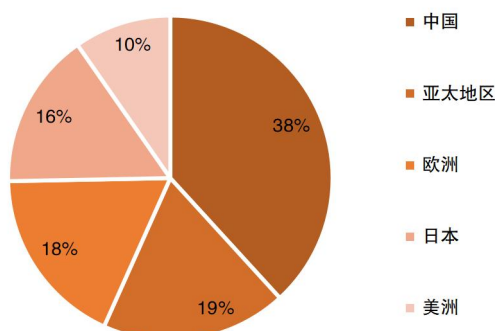
资料来源：YOLE，华源证券研究所

图表 33：2023 年中国功率半导体市场结构



资料来源：中商情报网，华源证券研究所

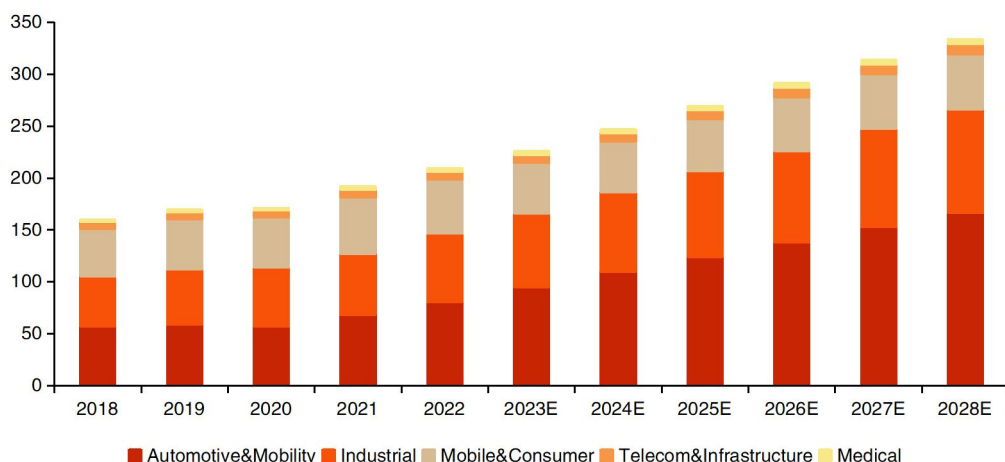
图表 34：2022 年功率器件及功率模块销售市场结构



资料来源：YOLE，华源证券研究所

汽车、工业、手机及消费为功率器件主要应用市场，预计汽车应用未来增速最高。根据 YOLE 数据，2022 年功率器件的下游应用中，汽车的市场规模为 81 亿美元，占比为 38%；工业的市场规模为 66 亿美元，占比为 32%；手机及消费的市场规模为 52 亿美元，占比为 25%。受益于汽车电动化的需求增长，预计 2028 年汽车功率器件的市场规模约为 167 亿美元，2022~2028 年 CAGR 为 13%，下游应用中增速最高。

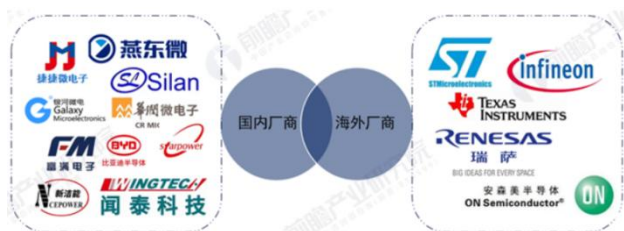
图表 35：功率器件各下游应用规模（亿美元）



资料来源：YOLE，华源证券研究所

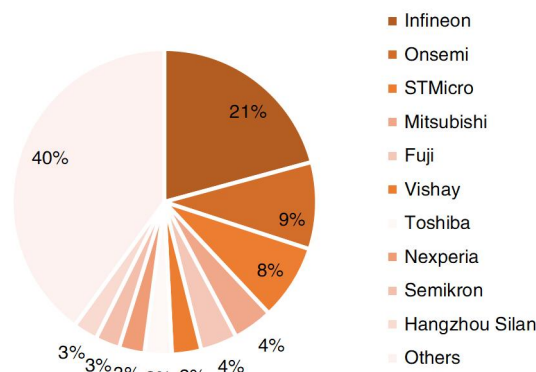
海外厂商占据优势地位，国内厂商奋起直追。以英飞凌、安森美、意法半导体为代表的国外品牌凭借技术积累和人才优势，占据全球功率器件市场的主要份额。根据 Omdia 数据，2023 年全球功率器件前三大厂商分别为英飞凌、安森美、意法半导体，占比分别为 21%、9%、8%，CR3 为 38%，CR5 为 46%。在国内政策引导和产业资金扶持下，国内品牌和海外的技术差距正在缩小，但整体市场份额仍存差距。

图表 36: 中国功率器件参与者



资料来源：前瞻产业研究院，华源证券研究所

图表 37：2023 年全球功率分立器件及模块的市场份额



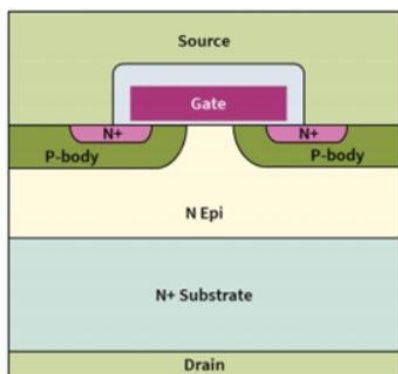
资料来源：Omdia、英飞凌，华源证券研究所

2.2. MOSFET：技术平台加速迭代，产品组合进一步丰富

MOSFET 用于实现高速开关,适用于中小功率范围的消费产品。MOSFET 由 MOS(Metal Oxide Semiconductor, 金属氧化物半导体)和 FET(Field Effect Transistor 场效应晶体管)两个缩写组成, 场效应管是利用输入回路的电场效应, 从而控制输出回路电流的半导体器件。MOSFET 的结构中, 两个电极分别为源极 S (Source) 和漏极 D (Drain), 通过改变栅极 G (Gate) 电压, 在源极和漏极之间形成电流通路, 控制晶体管导通和断开。MOSFET 一般分为平面型、Trench (沟槽型)、SGT (屏蔽栅沟槽)、SJ (超结), 其中, Trench 采用沟槽刻蚀技术, 使导电沟道从横向变为纵向, 提高电流处理能力, 主要用于低压领域; SGT 在传统沟槽 PN 结垂直耗尽的基础上引入水平耗尽, 获得更高的击穿电压, 主要用于中压和低压领

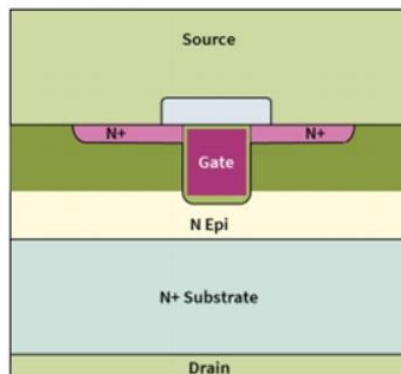
域；SJ 将平面结构的 P-体区结构一直向下，几乎贯穿整个外延层，保证足够的击穿电压，主要用于高压领域。

图表 38：平面型 MOSFET



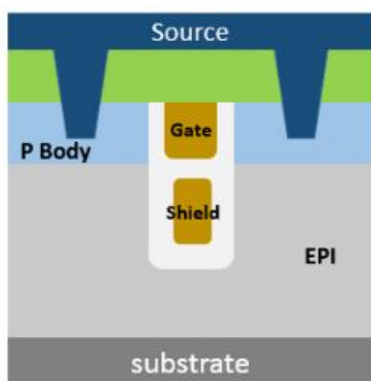
资料来源：艾邦半导体网 (gan, lanjie)，华源证券研究所

图表 39：Trench（沟槽型）MOSFET



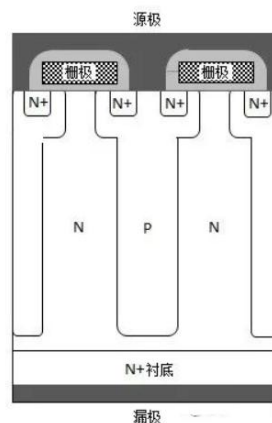
资料来源：艾邦半导体网 (gan, lanjie)，华源证券研究所

图表 40：SGT（屏蔽栅沟槽）MOSFET



资料来源：WAYON，华源证券研究所

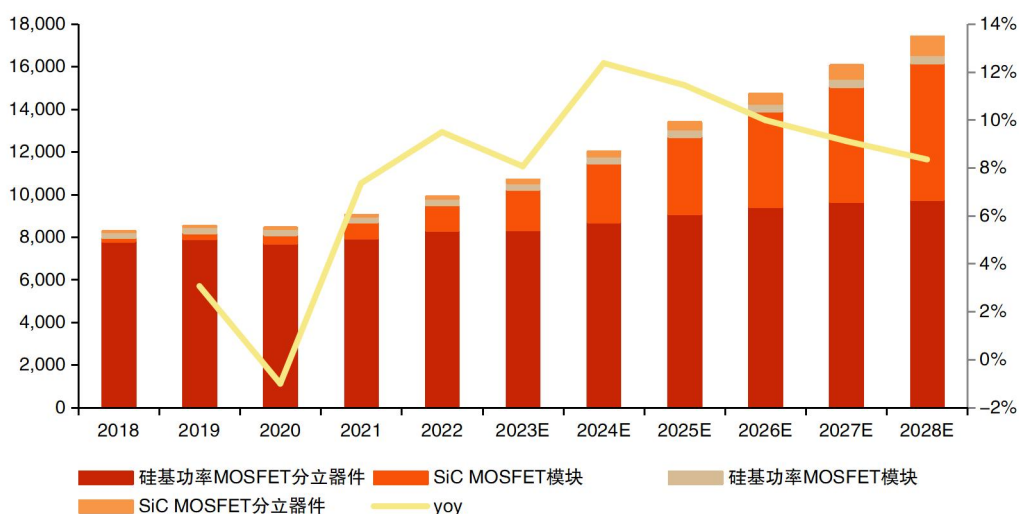
图表 41：SJ（超结）MOSFET



资料来源：面包芯语（松哥电源），华源证券研究所

2022 年全球 MOSFET 市场规模约为 99 亿美元，预计 2022–2028 年 CAGR 约为 10%。根据 YOLE 数据，2022 年全球功率 MOSFET 市场规模约为 99 亿美元，其中，硅基功率 MOSFET 分立器件、SiC MOSFET 模块、硅基功率 MOSFET 模块、SiC MOSFET 分立器件的规模分别约为 83、12、3、0.8 亿美元，预计 2022–2028 年 CAGR 约为 10%，其中 SiC MOSFET 分立器件增速最快，其 2022–2028 年 CAGR 约为 49%。

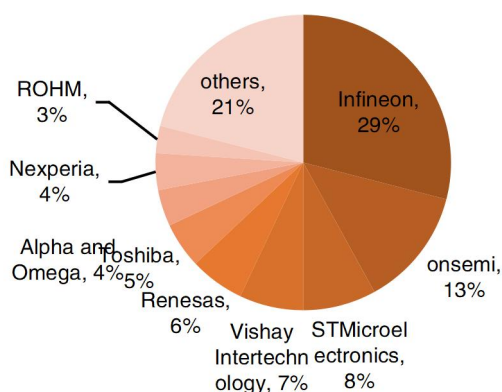
图表 42：全球 MOSFET 市场规模（百万美元）



资料来源：YOLE，华源证券研究所

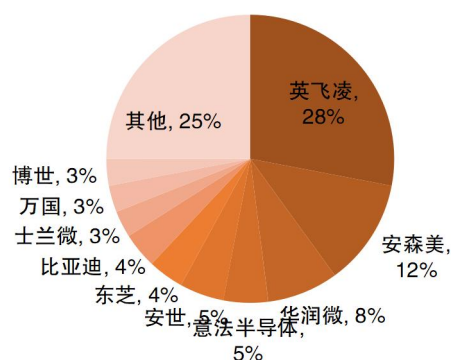
加快 MOSFET 技术平台迭代和系列化，华润微产品组合进一步丰富。MOSFET 市场的主要份额掌握在国外品牌中，2022 年全球硅基 MOSFET 市场中，英飞凌、安森美、意法半导体的市场份额分别为 29%、13%、8%，CR3 约为 50%。2023 年中国 MOSFET 市场中，华润微以 8%市占率位居第三。2024 年，华润微 MOSFET 产品进一步拓展在汽车电子、工业、AI 服务器等领域的销售。在中低压 MOSFET 领域，华润微中低压车规级 MOSFET 具备完整的产品序列，在车载充电机、车灯、域控、泵等多个关键应用中规模化交付；公司特色工艺宽 SOA 和 PMOS 已批量交付 AI 服务器、鼓风机、BMS 等客户；依托先进的 12 英寸工艺优势，华润微中低压 G5、G6 平台的产品参数达到国际一流水准。在高压 MOSFET 方面，平面和超结 MOS 系列完成从 250V 到 1200V 多电压平台的产品系列化，覆盖功率器件全应用领域。

图表 43：2022 年全球硅基 MOSFET 市场份额



资料来源：YOLE，华源证券研究所

图表 44：2023 年中国市场 MOSFET 市占率

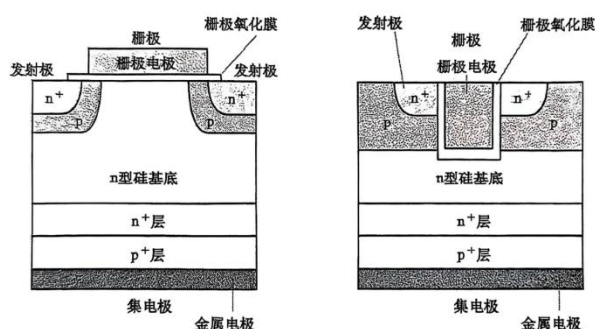


资料来源：Omdia、华润微官网，华源证券研究所

2.3. IGBT：主要用于工业&汽车电子，自建 12 英寸线提升性能

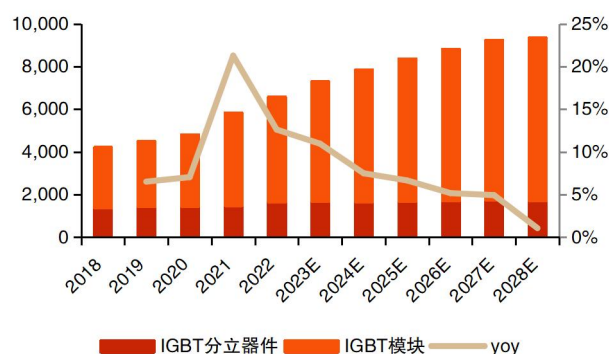
2022-2028 年全球 IGBT 市场规模 CAGR 约为 6%，增长主要来自 IGBT 模块。IGBT 可以理解为一个双极晶体管连接到功率 MOSFET 的底部，能够在相对高的电压下也能高速开关。自 20 世纪 90 年代中期以来，平面型已经被沟槽型取代，沟槽型意为在硅片上开一条沟槽，栅极电极形成在沟槽中，增大栅极下的载流子密度，降低导通电阻。根据 YOLE 数据，2022 年全球 IGBT 市场规模约为 66 亿美元，其中，IGBT 分立器件和 IGBT 模块的规模分别为 16、50 亿美元，预计 2028 年全球 IGBT 市场规模约为 94 亿美元，2022~2028 年 CAGR 约为 6%，主要增长来自于 IGBT 模块。

图表 45：IGBT 平面型与沟槽型（右）



资料来源：《功率半导体基础与工艺精讲》作者佐藤淳一，华源证券研究所

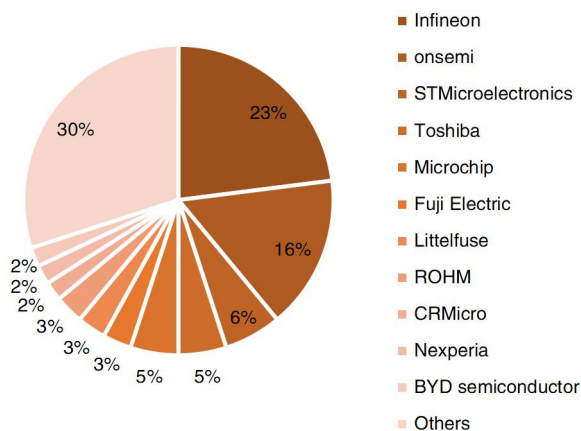
图表 46：全球 IGBT 市场规模（百万美元）



资料来源：YOLE，华源证券研究所

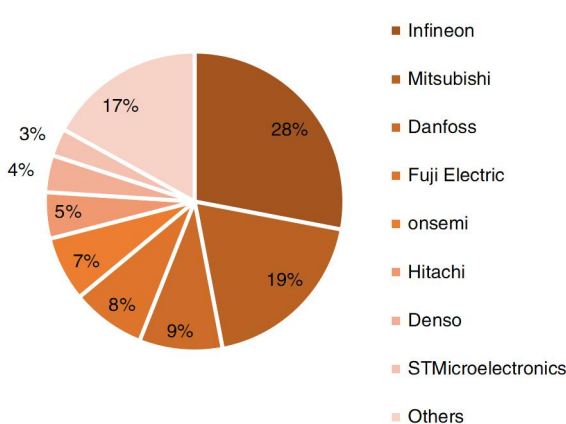
华润微 IGBT 主要用于工业&汽车电子，12 英寸线助力性能提升。IGBT 分立器件主要用于小功率家电、分布式光伏逆变器、小功率变频器，2022 年 IGBT 分立器件市场 CR3 为 45%。IGBT 模块主要用于大功率变频器、电焊机、新能源车、集中式光伏等领域，2022 年 IGBT 模块&IPM 市场 CR3 为 56%。华润微 IGBT 在工业（含光伏）、汽车电子的占比超过 70%。其中，充电桩应用向头部客户供货，并持续导入新客户；车规产品批量出货，用于动力总成、热管理、OBC 等领域。华润微率先在行业内推出 750V 高性能产品，在光储市场稳步上量。此外，基于 12 英寸线成功开发新一代 G7 平台，性能对标国际一流水平。

图表 47：2022 年 IGBT 分立器件份额



资料来源：YOLE，华源证券研究所

图表 48：2022 年 IGBT 模块&IPM 市场份额

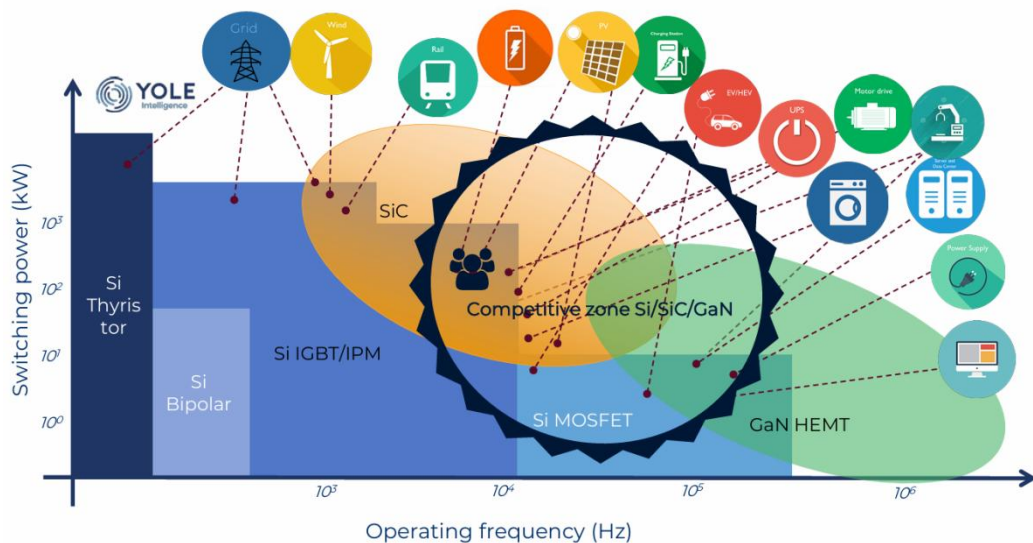


资料来源：YOLE，华源证券研究所

2.4. 第三代半导体：SiC、GaN 全布局

第三代半导体高压、高温、高频领域具备突出优势。通常将禁带宽度大于或等于 2.3 电子伏特（eV）的半导体材料定义为第三代半导体材料，主要包括碳化硅、氮化镓、金刚石、氧化锌、氮化铝等，其中，碳化硅和氮化镓较为成熟，进入产业化阶段，其他材料仍处于研发初期。第三代半导体材料具备高热导率、高击穿场强、高饱和电子漂移速率和高键合能等优点，以碳化硅为例，其在高压、高温和高频领域具备显著优势，广泛应用于 650V 以上的中高压功率器件，尤其适用于 1000V 及以上的应用场景，如新能源车电驱电控系统、光伏逆变器、智能电网等领域。

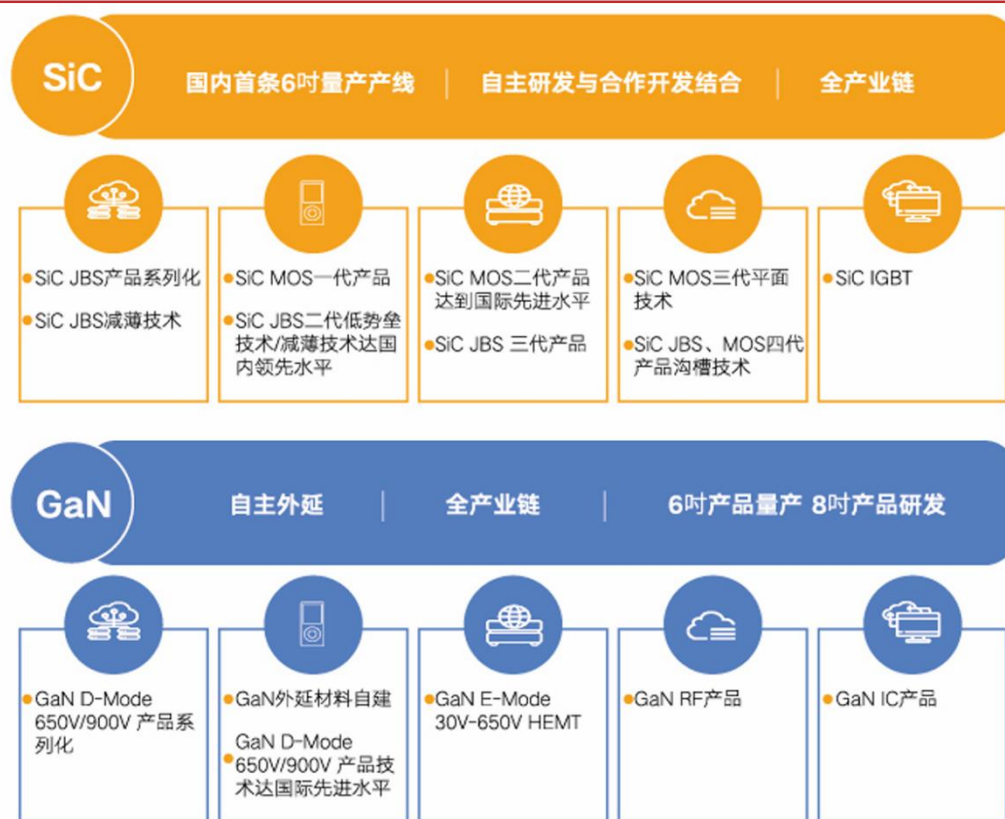
图表 49：不同功率、频率的功率器件应用场景



资料来源：YOLE，华源证券研究所

第三代半导体产品技术领先，下游应用广泛布局。根据 YOLE，2022 年全球 SiC 器件市场规模为 21.5 亿美元，前五厂商均为欧美日企业，合计占比 83%，海外厂商起步较早，在碳化硅衬底、器件环节具有先发优势。华润微采用 IDM 模式打造了国内第一条 6 英寸 SiC 量产产线，并自主开发 SiC JBS 和 MOS 产品平台，目前主推的 JBS G3 和 MOS G2 具有业内领先的功率密度和参数表现，产品包括 650V/1200V/1700V 电压平台，产品规格齐全，广泛应用于 OBC、光储逆变、充电桩、服务器电源等领域。GaN 方面，华润微同时提供 D-Mode 和 E-Mode 产品，电压覆盖 30–900V，广泛应用于手机快充、电动车充电器、微型逆变器、户外储能、光伏逆变、高效率服务器电源、通信电源等领域。

图表 50：华润微第三代半导体产品



资料来源：公司官网，华源证券研究所

3. 制造与服务：特色工艺平台，提供一站式服务

华润微专注于提供特色化、定制化工艺的掩模制造、晶圆制造、封装测试“一站式”服务，保障客户供应链安全。

特色模拟晶圆代工平台具备较强的竞争力。公司于大陆首家推出超高压 1.0/0.8 μm 700V BCD 工艺平台并率先量产，拥有国内首条高压 SOI 工艺平台规模化生产线。2024 年，公司 0.11 μm CMOS、0.11 μm BCD、新一代 0.15 μm 高性能 BCD、新一代 HVIC、CMOS-MEMS 单芯片集成喷墨打印头等多个技术平台产品进入风险量产，此外，发布 0.18 μm SOI BCD、0.15 μm 高可靠 BCD、0.15 μm 高性能 CMOS 等技术平台。

图表 51：华润微晶圆代工工艺路线图

● Available ○ Developing * Include SOI Process

Tech.	BCD	HV CMOS	Mixed-Signal	Logic/RF	e-NVM
0.13μm/0.11μm	○			●	○
0.18μm/0.153μm	●	●	●	●	●
0.25μm	●		●		
0.35μm			●	●	●
0.5μm	●*	●	●	●	●
>0.5μm		●	●	●	
>1.0μm		●	●	●	
MEMS	Pressure sensor, Microphone sensor, Photoelectric MEMS and Thermopiles sensor are available. Accelerometer, Gas sensor and Micro-mirror are under development.				
Special Device	APD/ SPAD are under development.				

资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 52：华润微对外制造平台核心技术

工艺类别	核心技术名称	技术/工艺特点	技术来源
BCD 工艺技术	硅基高压 BCD 工艺技术、硅基高密度 BCD 工艺技术、SOI 基 BCD 工艺技术	1) 覆盖 1.0–0.18μm 的各个技术节点 2) 支持超大范围的工作电压 5V–700V 3) 低导通电阻、高可靠性 4) 同步提供 200–600VSOI 基 BCD 工艺选项	自主研发
MEMS 工艺技术	麦克风 MEMS 工艺技术、压力 MEMS 工艺技术、光电传感器工艺技术、温湿度 MEMS 工艺技术	1) 提供完整的标准 MEMS 工艺模块，能够灵活调整组合 2) 提供多样化的表面或体硅加工技术及客制化的平台 3) 丰富的平台组合，包含压力、麦克风、光电、温湿度等 MEMS 工艺制程	自主研发

资料来源：公司公告，华源证券研究所

拥有完备的半导体封装工艺，以及模拟、数字、混合信号等多类测试工艺。华润微封装与测试业务覆盖半导体晶圆测试、封装、成品测试后道全产业链，其中，封装类别包括传统 IC 封装、功率器件封装、模块封装、先进面板级封装、光耦封装、MEMS 封装等系列工艺。公司已经在无锡、深圳、东莞、重庆建立生产基地，产品广泛应用于黑白家电、通讯、工业控制、汽车等领域。

图表 53：华润微封装测试业务

晶圆测试	封 装			成品测试	
深圳赛美科	无锡安盛	重庆矽磐	深圳赛美科	东莞杰群	深圳赛美科 无锡安盛
					
国内前三大晶圆测试工厂 销售额：3.5亿 220+晶圆测试 10ea激光修调 高温测试 12"：2万片/年 8"+6"：120万片/年	高可靠性传统IC封装 销售额：7.5亿 IPM module, QFN, LQFP, TSSOP, SSOP, SOT, SOP FCOL package	先进面板封装 成立：2018.11 引进国际先进面板封装工艺，提供高能效低成本封装方案，用于功率产品大规模封装，可替代传统QFN, LGA BGA等	光耦和硅麦等 sensor封装 和客户合作一起开发相应的满足市场需求的各类 sensor	聚焦功率电子封装业务，Stacks、Modules、MOS-FETs / IGBTs、Drivers、IPMs、Controllers。拥有独特的技术优势、知名的管理团队和全球高质量的功率及汽车电子领导客户	各类产品成品测试 200台套成品测试设备 年测试产出30亿颗 数字，模拟，混合 中高端成品测试 220台套测试设备 年产出21亿颗，高温，常温，低温测试能力，高端工业控制，汽车电子测试要求

资料来源：公司官网，华源证券研究所

无锡迪思微技术产能双领先。华润微子公司无锡迪思微从事掩模代工服务，目前已完成 90-40nm 工艺技术平台搭建，90nm 产品实现量产交付。迪思微在高等级产品占比逐渐提升的情况下，掩模新品良率始终保持在 98%以上，准时交付率近 100%，技术产能双领先。

4. 盈利预测与评级

预计 2025-2027 年营收分别为 114.31、128.11、142.74 亿元，同比分别增长 12.97%、12.07%、11.42%。

产品与方案：重点围绕深圳和重庆两条 12 英寸生产线，加快产品线开发进度，积极拓展市场，其中，MOSFET 产品在汽车电子、工业、AI 服务器等领域不断拓展，我们预计未来将充分发挥 12 英寸功率晶圆产线的技术领先优势，加快 MOSFET 技术平台迭代和系列化。IGBT 针对汽车电子、工业控制、新能源等领域，进一步丰富产品组合，发挥重庆封测基地优势，加快 IGBT 模块的开发及上量。第三代宽禁带半导体、功率 IC、智能传感器及智能控制产品将在汽车电子与新能源领域持续成长。预计 2025-2027 年营收增速分别为 13.55%、12.20%、11.55%。

制造与服务：制造工艺平台 0.11um CMOS、0.11um BCD、新一代 0.15um 高性能 BCD、新一代 HVIC、CMOS-MEMS 单芯片集成喷墨打印头等多个平台技术领先。封测工艺平台主要客户及工艺门类不断拓展，先进封装（PLP）业务、功率封装业务等实现大规模量产。掩模项目方面，加快提升掩模技术能力，加强 90-40nm 工艺的量产能力，推进内外部 12 英寸线的客户认证，优化订单结构。预计 2025-2027 年营收增速分别为 12.80%、12.32%、11.60%。

其他：预计 2025-2027 年营收增速分别为 5.00%、5.00%、5.00%。

图表 54：盈利预测拆分

(亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	99.01	101.19	114.31	128.11	142.74
yoy	-1.58%	2.20%	12.97%	12.07%	11.42%
毛利率	32.22%	27.19%	28.62%	29.59%	30.04%
产品与方案	46.70	51.53	58.51	65.65	73.23
yoy	-5.60%	10.34%	13.55%	12.20%	11.55%
毛利率	26.62%	21.26%	22.85%	23.75%	24.50%
制造与服务	50.80	46.88	52.88	59.40	66.29
yoy	2.65%	-7.72%	12.80%	12.32%	11.60%
毛利率	37.42%	34.34%	35.65%	36.70%	36.80%
其他	1.51	2.78	2.92	3.06	3.22
yoy	-7.93%	84.11%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	30.59%	16.58%	17.00%	17.00%	17.00%

资料来源：wind，华源证券研究所

扬杰科技、斯达半导、新洁能主要从事功率半导体器件生产，选取作为可比公司。预计 2025-2027 年华润微归母净利润分别为 9.59、12.05、16.50 亿元，同比分别增长 25.80%、25.63%、36.91%。公司具备全产业链一体化运营能力，各产品线共同发力成长，有望受益于行业企稳回升，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 55：可比公司估值表

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB
		2025-6-25	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
300373.SZ	扬杰科技	280.42	12.32	14.56	17.13	23	19	16	3.10
603290.SH	斯达半导	193.69	6.10	7.96	9.29	32	24	21	2.85
605111.SH	新洁能	126.97	5.38	6.56	7.89	24	19	16	3.13
算术平均						26	21	18	3.03
688396.SH	华润微	622.35	9.59	12.05	16.50	65	52	38	2.76

资料来源：wind，华源证券研究所。注：扬杰科技、斯达半导、新洁能盈利预测来自 wind 一致预期，华润微盈利预测来自华源证券研究所，PB 来自 wind

5. 风险提示

新产品研发进度不及预期的风险：受项目技术难度、合作方进展、客户需求变化等影响，项目可能出现延期，影响相关新产品上量推广计划。

下游需求不及预期的风险：公司产品下游包括汽车、风电、光伏、工控、消费等众多领域，如果部分行业景气度下行，下游需求可能不及预期。

行业竞争加剧的风险：功率行业竞争格局较为分散，如果部分厂商采取激进的市场策略，行业竞争可能加剧。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	8,683	7,667	6,864	6,842
应收票据及账款	2,395	2,479	2,779	3,096
预付账款	55	68	76	85
其他应收款	3	16	18	21
存货	2,096	2,372	2,623	2,903
其他流动资产	118	110	119	130
流动资产总计	13,350	12,713	12,479	13,076
长期股权投资	6,012	6,678	7,294	8,080
固定资产	7,835	7,502	7,728	8,363
在建工程	349	2,541	3,607	3,674
无形资产	366	354	352	368
长期待摊费用	38	94	100	100
其他非流动资产	1,157	1,229	1,239	1,258
非流动资产合计	15,757	18,398	20,320	21,844
资产总计	29,107	31,110	32,799	34,920
短期借款	34	74	119	169
应付票据及账款	1,324	1,542	1,705	1,887
其他流动负债	2,775	3,634	4,012	4,428
流动负债合计	4,133	5,250	5,836	6,485
长期借款	64	144	234	319
其他非流动负债	614	614	614	614
非流动负债合计	678	758	848	933
负债合计	4,811	6,008	6,684	7,417
股本	1,221	1,328	1,328	1,328
资本公积	14,336	14,229	14,229	14,229
留存收益	6,749	7,612	8,697	10,181
归属母公司权益	22,306	23,169	24,253	25,738
少数股东权益	1,990	1,933	1,862	1,765
股东权益合计	24,296	25,102	26,116	27,503
负债和股东权益合计	29,107	31,110	32,799	34,920

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	662	700	948	1,376
折旧与摊销	1,177	1,275	1,444	1,543
财务费用	-124	-156	-132	-117
投资损失	383	71	71	71
营运资金变动	-346	699	-29	-20
其他经营现金流	284	211	211	211
经营性现金净流量	2,035	2,799	2,513	3,062
投资性现金净流量	-4,046	-3,995	-3,461	-3,170
筹资性现金净流量	-1,044	180	146	87
现金流量净额	-3,054	-1,016	-803	-21

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,119	11,431	12,811	14,274
营业成本	7,367	8,159	9,020	9,985
税金及附加	84	100	112	125
销售费用	158	189	209	186
管理费用	523	737	730	742
研发费用	1,167	1,499	1,680	1,649
财务费用	-124	-156	-132	-117
资产减值损失	-74	-70	-78	-87
信用减值损失	1	7	8	9
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-383	-71	-71	-71
公允价值变动损益	-28	0	0	0
资产处置收益	-4	-1	-1	-1
其他收益	331	234	234	234
营业利润	787	1,003	1,285	1,787
营业外收入	10	86	62	51
营业外支出	2	3	3	3
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	795	1,085	1,344	1,835
所得税	133	182	210	283
净利润	662	903	1,134	1,553
少数股东损益	-101	-57	-71	-97
归属母公司股东净利润	762	959	1,205	1,650
EPS(元)	0.57	0.72	0.91	1.24

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	2.20%	12.97%	12.07%	11.42%
营业利润增长率	-52.81%	27.46%	28.14%	39.12%
归母净利润增长率	-48.46%	25.80%	25.63%	36.91%
经营现金流增长率	17.33%	37.49%	-10.22%	21.87%
盈利能力				
毛利率	27.19%	28.62%	29.59%	30.04%
净利率	6.54%	7.90%	8.85%	10.88%
ROE	3.42%	4.14%	4.97%	6.41%
ROA	2.62%	3.08%	3.67%	4.72%
估值倍数				
P/E	81.62	64.88	51.65	37.72
P/S	6.15	5.44	4.86	4.36
P/B	2.79	2.69	2.57	2.42
股息率	0.12%	0.15%	0.19%	0.27%
EV/EBITDA	-3	26	22	18

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。