

2025 年 08 月 06 日

新洁能 (605111.SH)

投资评级：增持（首次）

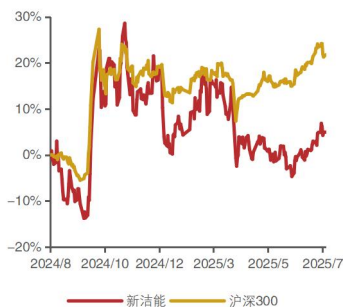
——功率半导体积累深厚，拓展高端应用接力成长

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 08 月 04 日

收盘价（元）	32.24
一年内最高/最低（元）	40.58/26.11
总市值（百万元）	13,390.32
流通市值（百万元）	13,390.32
总股本（百万股）	415.33
资产负债率（%）	9.50
每股净资产（元/股）	9.78

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **专注于 MOSFET、IGBT 等半导体芯片、功率器件和功率模块的研发设计和销售。**公司成立于 2013 年，在国内率先构建 IGBT、屏蔽栅 MOSFET、超结 MOSFET、沟槽型 MOSFET 四大产品工艺平台，陆续推出车规级器件、SiC MOSFET、GaN HEMT、功率模块、栅极驱动 IC、电源管理 IC、IPM 智能功率模块、MCU 等产品。
- **积极拓展高端应用市场，子公司建设协同发力。**公司主要采用 Fabless 模式，并向封装测试环节延伸。目前全资子公司电基集成已建设先进封测产线并持续扩充完善，实现部分芯片自主封测并形成特色产品。子公司金兰半导体已建成先进功率模块生产线，用于光伏储能、汽车等领域。2024 年公司下游应用中，工业自动化占比 35%、汽车电子占比 18%、光伏储能占比 15%、泛消费占比 15%、AI 算力及通信占比 9%、机器人占比 4%、智能短交通占比 4%。
- **去库存周期结束，经营业绩有望持续回暖。**2024Q1 开始，功率半导体行业去库存阶段基本结束，多数公司的存货周转天数减少，毛利率见底后回升，功率半导体行业逐步企稳回暖。2025Q1 新洁能实现营收 4.49 亿元，同比增长 20.81%；归母净利润 1.08 亿元，同比增长 8.20%。业绩回暖主要系下游行业景气度温和回升，库存持续优化，逐步走出周期谷底。
- **汽车电子&服务器等多应用齐发力。**公司汽车电子产品覆盖汽车电子全域控，多款型号应用于 OBC、DC 转换、底盘控制、辅助驾驶等重要模块。车规产品批量交付近 130 家 Tier1 及终端车企，2024 年新导入 30 余家客户。服务器领域，公司一方面在传统服务器发力，获取更多的市场份额，另一方面，公司围绕 AI 算力服务器开发产品，相关产品已应用于服务器电源领域海内外头部客户，稳定批量销售。
- **盈利预测与评级：**预计 2025–2027 年公司归母净利润分别为 5.35、6.58、7.98 亿元，同比分别增长 23.22%、22.80%、21.34%，对应 PE 分别为 25、20、17 倍。华润微、扬杰科技、斯达半导主要从事功率半导体器件生产，选取作为可比公司，2025–2027 年平均 PE 分别为 41、32、26 倍。公司产品品类不断丰富，下游应用持续拓展升级，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

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,477	1,828	2,210	2,691	3,230
同比增长率（%）	-18.46%	23.83%	20.88%	21.73%	20.03%
归母净利润（百万元）	323	435	535	658	798
同比增长率（%）	-25.75%	34.50%	23.22%	22.80%	21.34%
每股收益（元/股）	0.78	1.05	1.29	1.58	1.92
ROE（%）	8.87%	10.99%	12.18%	13.31%	14.24%
市盈率（P/E）	41.44	30.81	25.01	20.36	16.78

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 2025–2027 年公司归母净利润分别为 5.35、6.58、7.98 亿元，同比分别增长 23.22%、22.80%、21.34%，对应 PE 分别为 25、20、17 倍。华润微、扬杰科技、斯达半导主要从事功率半导体器件生产，选取作为可比公司，2025–2027 年平均 PE 分别为 41、32、26 倍。公司产品品类不断丰富，下游应用持续拓展升级，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

功率器件：新洁能拥有 SGT-MOSFET、IGBT、SJ-MOSFET、Trench-MOSFET 四大类产品平台，具备雄厚的技术实力和丰富的研发经验。公司积极寻求新市场的机会，产品拓展至新能源汽车和充电桩、AI 服务器和数据中心、智能机器人、无人机、光伏储能的领域头部客户，扩大在中高端市场的应用规模和影响力。预计 2025–2027 年营收增速分别为 21%、22%、20%。

芯片：预计 2025–2027 年营收增速分别为 21%、23%、23%。

其他：预计 2025–2027 年营收增速分别为 15%、15%、15%。

投资逻辑要点

子公司建设持续推进，自建封测产线保障优秀品质。公司主要采用 Fabless 模式，并向封装测试环节延伸。全资子公司电基集成建成先进封测线，子公司金兰半导体建成先进功率模块生产线，产业链协作优势加强。

积极拓展高端应用市场，多应用协同发力。公司积极挑战高端应用市场，开拓海内外客户，应用领域涉及 AI 人工智能、机器人、高端服务器、汽车电子、无人机等。汽车电子产品覆盖全域控，多款型号应用于 OBC、DC 转换、底盘控制、辅助驾驶等模块。公司积极发力于传统服务器、AI 算力服务器，相关产品已应用于服务器电源领域海内外头部客户，稳定批量销售。

去库存周期结束，经营业绩有望持续回暖。2024Q1 开始，功率半导体行业去库存阶段基本结束，多数公司的存货周转天数减少，毛利率见底后回升，功率半导体行业逐步企稳回暖。

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. 专注于功率半导体，盈利能力企稳回升	5
1.1. 积极拓展高端应用市场，子公司建设协同发力	5
1.2. 去库存周期结束，经营业绩有望持续回暖	7
2. 多下游共同发力，有望受益于行业景气度回暖	10
3. 盈利预测与评级	12
4. 风险提示	13

图表目录

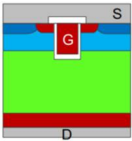
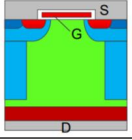
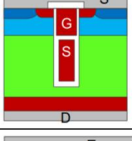
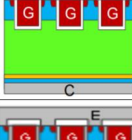
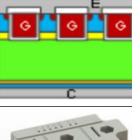
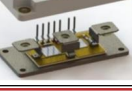
图表 1：新洁能产品示意图及适用领域	5
图表 2：2024 年公司产品下游应用结构	6
图表 3：高管履历	6
图表 4：公司股权结构	7
图表 5：公司营业收入	8
图表 6：公司归母净利润	8
图表 7：公司营收分产品结构划分（亿元）	8
图表 8：公司营收构成（亿元）	9
图表 9：主营业务毛利率	9
图表 10：公司毛利率及净利率	9
图表 11：公司期间费用率	9
图表 12：主营业务收入分地区占比	10
图表 13：主营业务收入直销/经销占比	10
图表 14：新洁能汽车电子系列产品	11
图表 15：国内部分功率半导体公司存货周转天数的同比变化	11
图表 16：国内功率半导体公司单季度毛利率同比（pct）	12
图表 17：盈利预测拆分	12
图表 18：可比公司估值表	13

1. 专注于功率半导体，盈利能力企稳回升

1.1. 积极拓展高端应用市场，子公司建设协同发力

专注于 MOSFET、IGBT 等半导体芯片、功率器件和功率模块的研发设计和销售。公司成立于 2013 年，在国内率先构建 IGBT、屏蔽栅 MOSFET (SGT MOSFET)、超结 MOSFET (SJ MOSFET)、沟槽型 MOSFET (Trench MOSFET) 四大产品工艺平台，陆续推出车规级器件、SiC MOSFET、GaN HEMT、功率模块、栅极驱动 IC、电源管理 IC、IPM 智能功率模块、MCU 等产品。目前公司产品型号近 4000 款，电压覆盖 12V~1700V 全系列。

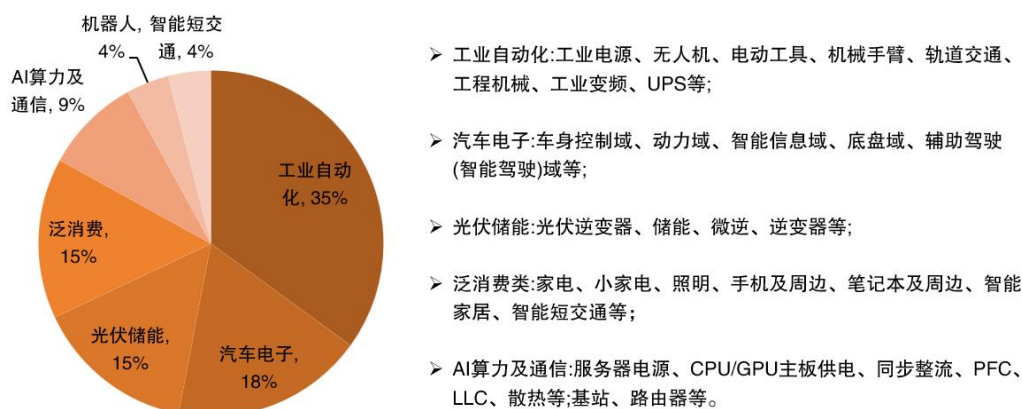
图表 1：新洁能产品示意图及适用领域

类别		示意图	适用领域
沟槽型功率 MOSFET (Trench MOSFET)			MID、移动电源、手机数据线、数码类锂电池保护板、车载导航、汽车应急启动电源、多口 USB 充电器、LED 户外广告屏、电动车控制、逆变器、适配器、充电器、LED 电源、HID 灯、手机快充、金牌 PC 电源、TV 电源板、电脑显卡、UPS 电源等。
超结功率 MOSFET (SJ MOSFET)			手机充电器、快充、LED 驱动电源、适配器、大功率电动车充电器、大功率 LED 调光电源、超薄类 PC 适配器、TV 电源板、电动汽车充电桩、通信电源等。
屏蔽栅功率 MOSFET (SGT MOSFET)			电子雾化器、充电桩、电动工具、智能机器人、无人机、移动电源、数码类锂电池保护板、多口 USB 充电器、电动车控制、逆变器、适配器、手机快充、金牌 PC 电源、TV 电源板、UPS 电源等。
IGBT	高密度场截止型绝缘栅双极型晶体管 (IGBT)		UPS 电源、电焊机、电动汽车充电桩、变频器、逆变器、功率电源、太阳能、交流电机驱动、电磁加热等。
	载流子存储型绝缘栅双极型晶体管 (IGBT)		
其他	MOSFET 或 IGBT 功率模块		大功率电动三轮车、电动四轮车、低速电动汽车、高速电动汽车的电机控制，大功率马达驱动等。

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

积极响应原有市场客户需求，挑战高端应用市场。公司主要采用 Fabless 模式，并向封装测试环节延伸。芯片产品完成产品设计方案后，由芯片代工企业生产，功率器件产品主要由子公司以及委托外部企业进行封装测试。目前全资子公司电基集成已建设先进封测产线并持续扩充完善，已实现部分芯片自主封测并形成特色产品。子公司金兰半导体已建成先进功率模块生产线，用于光伏储能、汽车等领域。2024 年公司下游应用中，工业自动化占比 35%、汽车电子占比 18%、光伏储能占比 15%、泛消费占比 15%、AI 算力及通信占比 9%、机器人占比 4%、智能短交通占比 4%。公司积极响应原有市场客户需求，同时积极挑战高端应用市场，开拓海内外客户，应用领域涉及 AI 人工智能、机器人、高端服务器、汽车电子、无人机等。

图表 2：2024 年公司产品下游应用结构



资料来源：公司公告，华源证券研究所

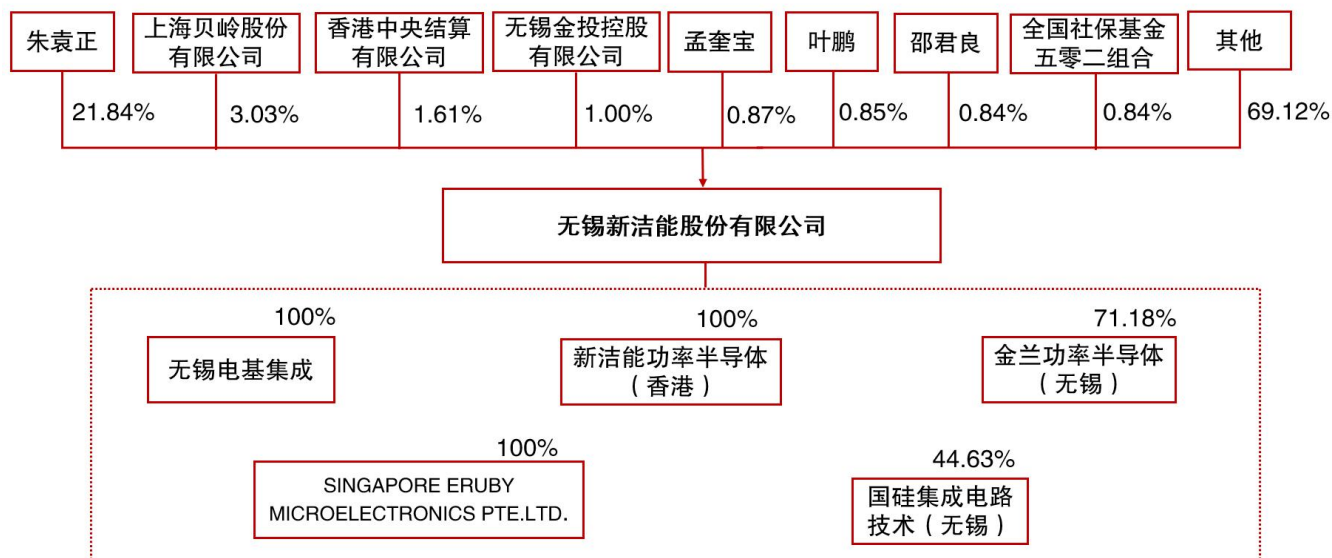
管理层行业积累深厚。公司董事长、创始人朱袁正先生持有公司 21.84%股份，为实际控制人。总经理叶鹏先生持有公司 0.85%股份，与朱袁正先生是一致行动人。朱袁正先生与叶鹏先生在行业内深耕多年，深厚的产业积累为公司发展注入较强动力。

图表 3：高管履历

姓名	职务	履历
朱袁正	董事长、董事	本科和硕士分别毕业于吉林大学半导体化学专业和新加坡国立大学 Computer and Power Engineering 专业。曾任中国华晶电子集团公司助理工程师、刻蚀工艺主管，新加坡微电子研究院工程师，德国西门子松下有限公司产品工程技术经理，无锡华润上华半导体有限公司研发处长，苏州硅能半导体科技有限公司董事、总经理，新洁能半导体董事、董事长兼总经理，电芯联智控董事长兼总经理，新洁能总经理。现任公司董事长，新洁能香港董事，电基集成执行董事兼总经理，富力鑫执行事务合伙人，金兰半导体董事长，国硅集成董事长，无锡国硅诚半导体合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人，无锡金兰诚半导体合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人，Eruby 公司董事长，无锡苏海芯企业管理合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人，捷飞科半导体（上海）有限公司董事。
叶鹏	总经理、董事	硕士学历。曾任无锡华润上华半导体有限公司项目经理，新洁能半导体董事、副总经理，电芯联智控董事，新洁能副总经理。现任公司董事兼总经理。
王成宏	副总经理、董事	曾任中国华晶电子集团公司生产管理调度员，东芝半导体（无锡）有限公司制造课长，新洁能半导体运营总监，公司监事、运营总监。现任公司董事兼副总经理。
王永刚	副总经理	曾任无锡华润上华半导体有限公司工艺开发经理、质量经理。现任公司副总经理，运营处负责人。
顾朋朋	副总经理、董事	曾任新洁能半导体销售工程师、销售处长。现任公司董事兼副总经理。
宗臻	副总经理	曾任上海南麟电子股份有限公司 FAE、销售工程师；现任公司副总经理、销售华东销售部总经理、国硅集成董事。
李宗清	副总经理	曾任无锡华润华晶微电子有限公司研发工程师，中芯国际集成电路制造有限公司失效分析工程师，新洁能半导体产品经理，新洁能监事会主席、技术部项目处长。现任公司副总经理、研发中心负责人。
陆虹	财务负责人	曾任江苏华锦五金机械总公司会计，无锡市大公税务师事务所职员，江苏神剑数码科技有限公司财务经理，新洁能半导体董事、财务经理、财务负责人，电芯联智控监事，电基集成财务负责人。现任公司财务负责人。
肖东戈	董事会秘书	曾任河南永华联合会计师事务所（普通合伙）审计员，河南亚圣实业集团有限公司审计专员，广发证券股份有限公司项目经理。现任常州臻晶半导体有限公司董事，公司董事会秘书。

资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：公司股权结构



资料来源：公司公告，华源证券研究所（注：股东持股截至 2025 年一季报，控股参股公司截至 2024 年年报）

子公司建设持续推进，协同发力。全资子公司电基集成致力于提供优质稳定的先进封装和测试资源，2024 年电基集成通过数十家汽车客户及供应链合作伙伴的体系审核。新洁能功率半导体（香港）有限公司的经营业务系从母公司采购产品对外销售，为母公司经营活动的延伸。金兰功率半导体（无锡）有限公司由无锡新洁能联合上海千凯优投资共同打造，致力于提供 IGBT 模块等一系列功率器件产品，应用市场覆盖汽车、光伏储能及工业等领域。控股子公司国硅集成主要从事智能功率集成电路芯片的设计，应用市场涵盖汽车电子、光伏及储能、数据中心和工业控制等领域。海外全资子公司 Singapore Eruby Microelectronics Pte.,Ltd 于 2024 年新设，承担海外研发中心及全球销售中心两大任务。

1.2. 去库存周期结束，经营业绩有望持续回暖

公司业绩情况主要分为如下几个阶段：

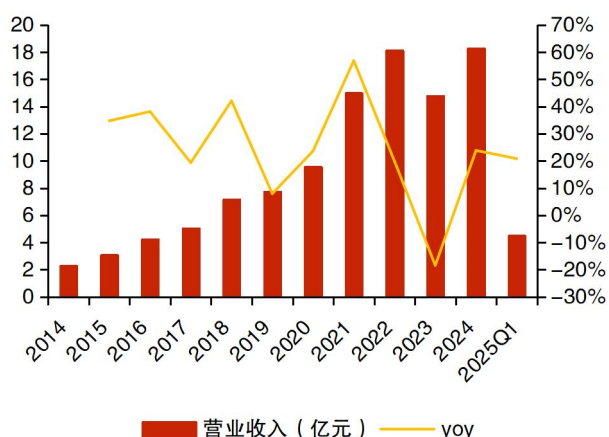
1) 2014–2019 年：公司营收从 2.27 亿元增长至 7.73 亿元，CAGR=28%；归母净利润从 0.19 亿元，增长至 0.98 亿元，CAGR=39%。营收保持较快增速主要受益于国内半导体行业快速发展，国家政策扶持，同时，公司产品技术提高，下游客户需求增加，公司客户结构不断优化。其中，2019 年受到中美贸易摩擦及市场竞争影响，主要型号产品销售单价整体有所下降。

2) 2020–2022 年：营收从 9.55 亿元增长至 18.11 亿元，CAGR=38%；归母净利润从 1.39 亿元增长至 4.35 亿元，CAGR=77%。其中，2020–2021 年，下游汽车、光伏逆变器、消费电子等需求旺盛，上游晶圆代工厂产能紧张，自主可控进程加速，公司 MOSFET、IGBT 等产品需求保持旺盛。2022 年，下游应用市场呈现分化状态，消费电子市场需求下行，光伏和储能、新能源汽车等应用需求持续旺盛，公司积极提升产能规模，产品导入并大量销售至汽车电子、光伏和储能、数据中心等相关领域客户。

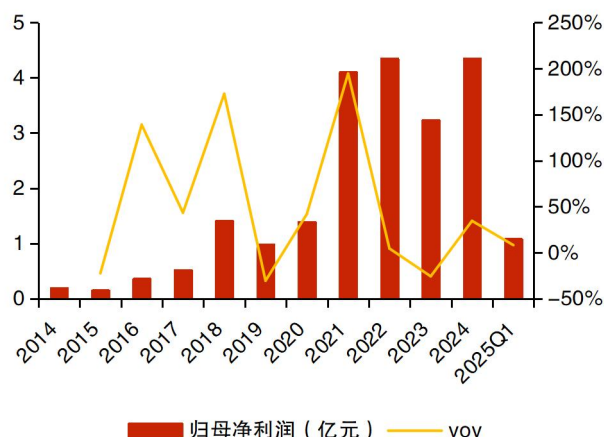
3) 2023 年：实现营收 14.77 亿元，同比下滑 18.46%；归母净利润 3.23 亿元，同比下滑 25.75%。业绩下滑的原因系下游应用市场的景气度处于下行趋势，下游客户处于去库存阶段，同时国内晶圆代工厂更多产能释放，行业竞争加剧。

4) 2024 年-2025Q1：2024 年营收 18.28 亿元，同比增长 23.83%；归母净利润 4.35 亿元，同比增长 34.50%。2025Q1 营收 4.49 亿元，同比增长 20.81%；归母净利润 1.08 亿元，同比增长 8.20%。业绩回暖主要系下游行业景气度温和回升，库存持续优化，逐步走出周期谷底。

图表 5：公司营业收入



图表 6：公司归母净利润

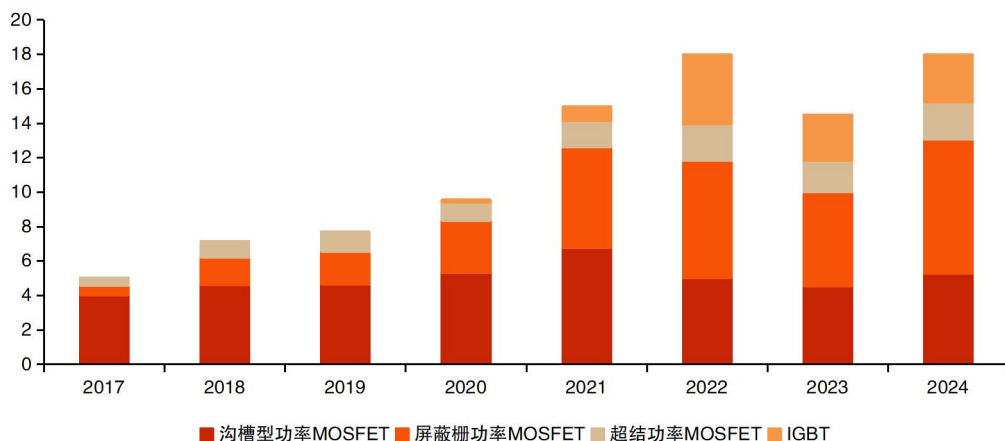


资料来源：wind，华源证券研究所

资料来源：wind，华源证券研究所

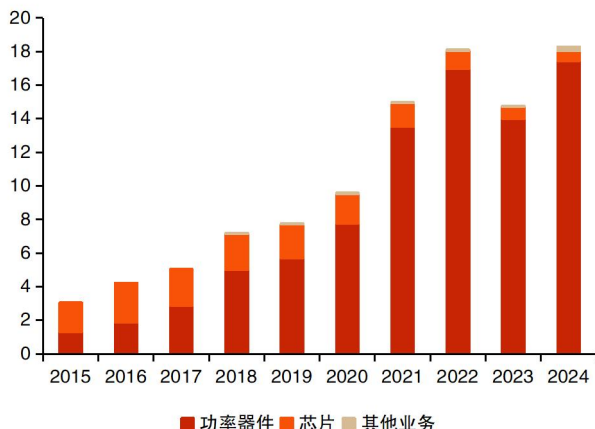
SGT-MOSFET 已成为综合竞争力最强的产品平台。根据产品类别划分，2024 年营收中，Trench-MOSFET 收入 5.27 亿元，占比 28.96%；SGT-MOSFET 收入 7.80 亿元，占比 42.86%；SJ-MOSFET 收入 2.16 亿元，占比 11.86%；IGBT 收入 2.75 亿元，占比 15.08%。其中，SGT-MOSFET 近年营收实现较快增长，目前已成为公司中低压产品中，替代国际一流厂商产品料号最多的产品工艺平台，其销售基数最大、客户群体最多。2024 年功率器件、芯片的营收分别为 17.45、0.58 亿元，占总营收的比重分别为 95%、3%。功率器件和芯片的毛利率变化趋势基本相同，2024 年功率器件、芯片的毛利率分别为 36%、34%。

图表 7：公司营收分产品结构划分 (亿元)



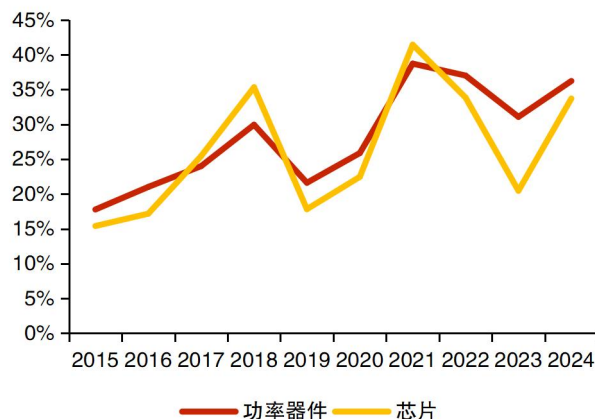
资料来源：新洁能招股说明书、公司公告，华源证券研究所

图表 8：公司营收构成（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

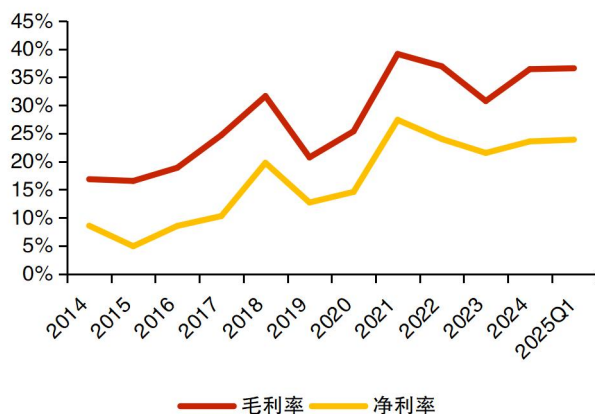
图表 9：主营业务毛利率



资料来源：wind，华源证券研究所

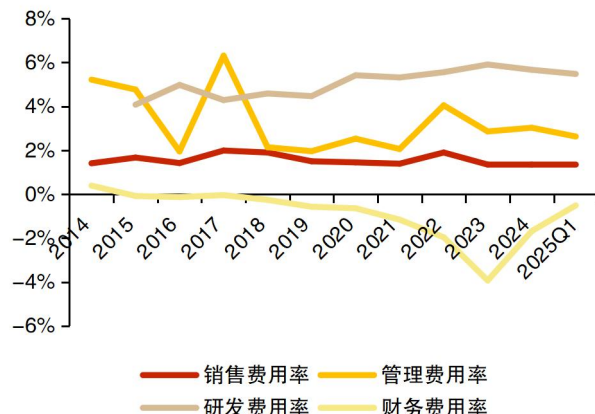
2024 年以来，行业景气度温和回升，盈利能力提振。2024 年公司毛利率为 36.42%，同比提升 5.67pct；净利率为 23.57%，同比提升 2.05pct。2025Q1 毛利率为 36.58%，净利率为 23.88%，随着下游行业景气度温和回升，库存逐步消化，公司盈利能力逐步企稳回升。2025Q1 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.33%、2.63%、5.48%、-0.51%。

图表 10：公司毛利率及净利率



资料来源：wind，华源证券研究所

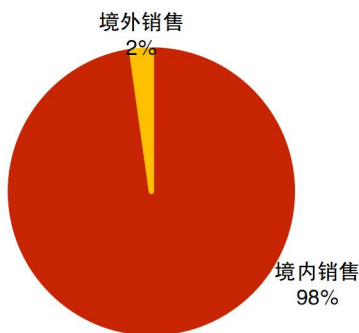
图表 11：公司期间费用率



资料来源：wind，华源证券研究所

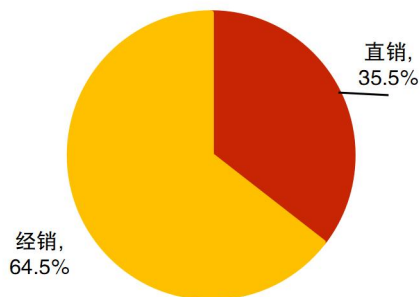
海外新加坡子公司前瞻布局研发项目，积极拓展海外销售渠道。公司销售主要集中在境内，2024 年境内销售占比为 98%。2024 年，公司设立海外全资子公司 Singapore Eruby Microelectronics Pte.,Ltd，充分利用新加坡丰富的人才资源，同时，海外销售团队开拓海外经销商及终端客户，已完成小批量订单交付。公司经销收入占比较高，2024 年占比为 65%，主要因为下游应用领域广泛，经销商和代理商便于持续与下游细分领域的客户推广合作。

图表 12：主营业务收入分地区占比



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 13：主营业务收入直销/经销占比



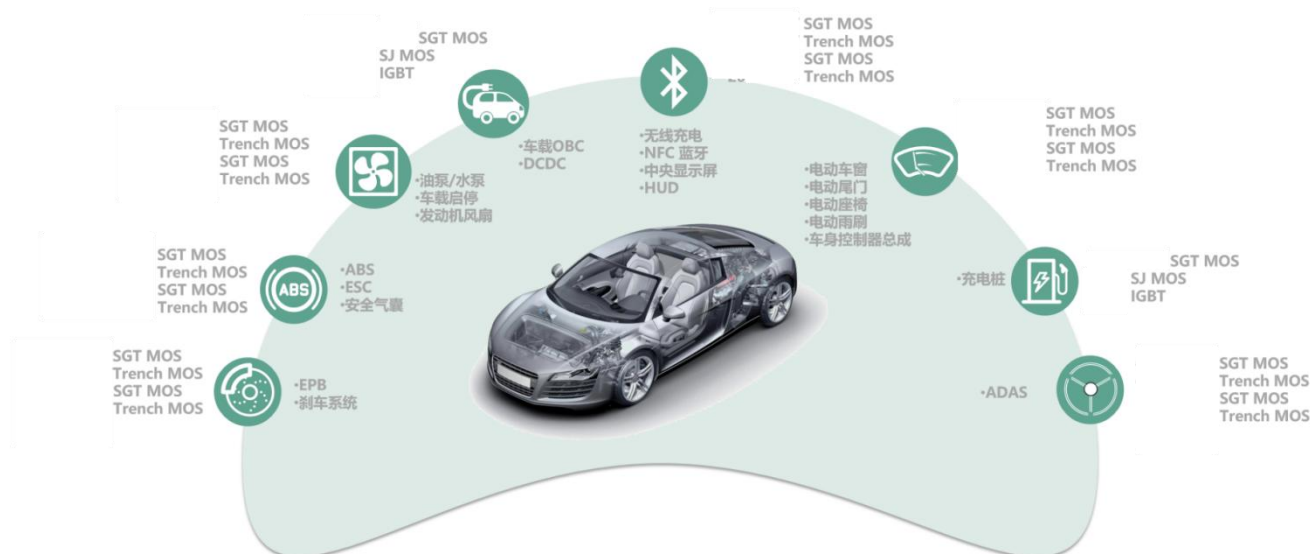
资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 多下游共同发力，有望受益于行业景气度回暖

十二大产品平台满足差异化需求，上游协作&自建封测产线保障优秀品质。新洁能拥有十二大产品平台，除 SGT MOS、Trench MOS、SJ MOS、IGBT 四大成熟产品线外，还包括车规级功率器件、SiC MOSFET、GaN HEMT、功率模块、栅极驱动 IC、电源管理 IC、IPM 智能功率模块、MCU。公司拥有近 4000 款细分型号产品，能够满足客户的差异化需求。以 MOSFET 产品为例，能够覆盖 12V~1700V 电压范围、0.1A~450A 电流范围的多系列细分型号产品。产业链协作方面，公司积极加强芯片代工和封装测试企业的紧密合作，与华虹宏力建立长期战略合作关系，封装环节主要与日月光、长电科技、捷敏电子等全球领先的封装测试企业合作。此外，全资子公司电基集成建成先进封测线，子公司金兰半导体建成先进功率模块生产线，产业链协作优势加强。

汽车电子平台持续布局，未来可期。汽车电子方面，新洁能在 SGT MOS、Trench MOS、SJ MOS、IGBT 四大技术平台上已完成 200 余款产品开发。公司产品覆盖汽车电子全域控，多款型号应用于 OBC、DC 转换、底盘控制、辅助驾驶等模块，此外，持续布局 800V 高压产品和 48V 车机系统。客户方面，车规产品批量交付近 130 家 Tier1 及终端车企，2024 年新增导入 30 余家客户。其中，与比亚迪、联合电子、伯特利等头部汽车客户的合作规模持续扩大。汽车电子作为公司重点布局行业，未来有望成为重要增长极。

图表 14：新洁能汽车电子系列产品

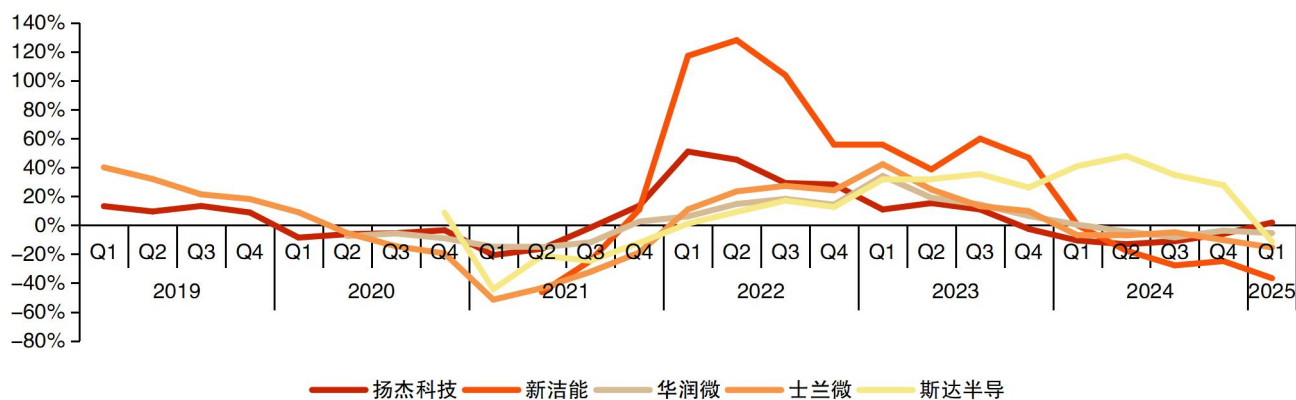


资料来源：公司官网，华源证券研究所

服务器电源领域已稳定批量销售，积极开发新品。目前国产服务器厂商在全球市场份额占比超过 35%，给中高端国产功率器件带来广阔空间。在服务器电源供电、CPU/GPU 主板供电、同步整流、PFC、LLC、散热等部件中，广泛应用 SGT MOSFET、SJ MOSFET、GateDriver、Dr MOS 等功率半导体。新洁能一方面在传统服务器领域发力，获取更多的市场份额，另一方面，公司围绕 AI 算力服务器开发产品，相关产品已应用于服务器电源领域海内外头部客户，稳定批量销售。

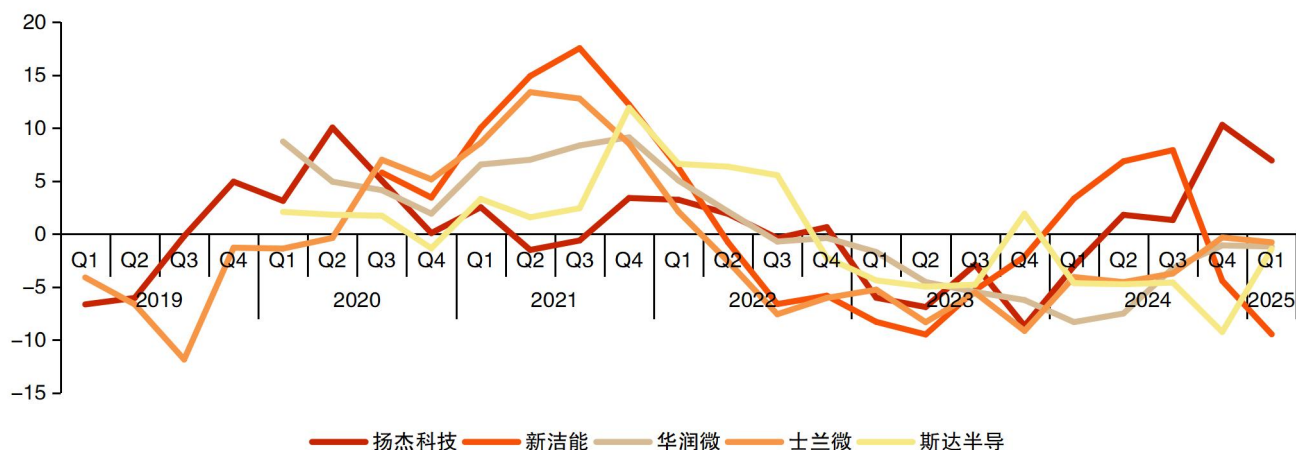
行业景气度逐步企稳，新洁能有望受益。2020Q3-2021Q2，消费电子补库存，工业、汽车领域需求快速增长，同时全球产能供应紧张，功率半导体公司的存货周转天数下滑，毛利率攀升。2021Q3-2023Q4，景气度见顶后，产业链进入降价去库存阶段。2024Q1 开始，去库存阶段基本结束，多数功率半导体公司的存货周转天数减少，毛利率见底后回升，功率半导体行业或逐步企稳回暖。

图表 15: 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 16：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

3. 盈利预测与评级

预计 2025–2027 年营收分别为 22.10、26.91、32.30 亿元，同比分别增长 21%、22%、20%。

功率器件：新洁能拥有 SGT–MOSFET、IGBT、SJ–MOSFET、Trench–MOSFET 四大类产品平台，具备雄厚的技术实力和丰富的研发经验。公司积极寻求新市场的机会，产品拓展至新能源汽车和充电桩、AI 服务器和数据中心、智能机器人、无人机、光伏储能的领域头部客户，扩大在中高端市场的应用规模和影响力。此外，全资子公司电基集成建有先进封测线，子公司金兰半导体建成先进功率模块生产线，产业链协作增强公司核心竞争力。预计 2025–2027 年营收增速分别为 21%、22%、20%。

芯片：预计 2025–2027 年营收增速分别为 21%、23%、23%。

其他：预计 2025–2027 年营收增速分别为 15%、15%、15%。

图表 17：盈利预测拆分

（亿元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14.77	18.28	22.10	26.91	32.30
yoy	–18%	24%	21%	22%	20%
毛利率	30.75%	36.42%	36.73%	37.11%	37.50%
功率器件	13.99	17.45	21.11	25.72	30.86
yoy	–18%	25%	21%	22%	20%
毛利率	31.07%	36.22%	36.50%	36.90%	37.30%
芯片	0.72	0.58	0.70	0.86	1.06
yoy	–34%	–20%	21%	23%	23%
毛利率	20.47%	33.70%	34.20%	34.50%	35.20%
其他	0.06	0.25	0.29	0.33	0.38
yoy	–5%	333%	15%	15%	15%
毛利率	79.50%	56.69%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：wind，华源证券研究所

华润微、扬杰科技、斯达半导主要从事功率半导体器件生产，选取作为可比公司，2025-2027 年平均 PE 分别为 41、32、26 倍。预计 2025-2027 年新洁能归母净利润分别为 5.35、6.58、7.98 亿元，同比分别增长 23.22%、22.80%、21.34%，对应 PE 分别为 25、20、17 倍。公司产品品类不断丰富，下游应用持续拓展升级，有望受益于行业企稳回升，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 18：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
		2025-8-4	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
688396.SH	华润微	619.96	9.83	12.60	16.11	63	49	38	2.75	
300373.SZ	扬杰科技	297.32	12.38	14.73	17.32	24	20	17	3.29	
603290.SH	斯达半导	203.46	5.86	7.68	9.29	35	27	22	3.00	
		算术平均				41	32	26	3.01	
605111.SH	新洁能	133.90	5.35	6.58	7.98	25	20	17	3.30	

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

4. 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	2,063	2,418	2,803	3,293
应收票据及账款	611	644	784	941
预付账款	4	5	7	8
其他应收款	1	2	2	3
存货	312	512	620	739
其他流动资产	645	649	650	651
流动资产总计	3,635	4,230	4,865	5,634
长期股权投资	34	33	31	30
固定资产	231	254	285	321
在建工程	242	285	295	291
无形资产	61	57	53	49
长期待摊费用	3	2	0	0
其他非流动资产	296	296	296	296
非流动资产合计	868	927	960	987
资产总计	4,503	5,157	5,825	6,622
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	301	431	522	623
其他流动负债	94	179	216	258
流动负债合计	395	610	738	881
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	70	70	70	70
非流动负债合计	70	70	70	70
负债合计	466	680	809	951
股本	415	415	415	415
资本公积	1,820	1,820	1,820	1,820
留存收益	1,717	2,161	2,706	3,368
归属母公司权益	3,953	4,396	4,942	5,603
少数股东权益	85	80	74	68
股东权益合计	4,037	4,477	5,016	5,670
负债和股东权益合计	4,503	5,157	5,825	6,622

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	431	512	633	772
折旧与摊销	34	40	46	51
财务费用	-31	-45	-52	-61
投资损失	-11	-5	-5	-5
营运资金变动	-190	-25	-122	-137
其他经营现金流	62	21	21	21
经营性现金净流量	295	498	521	642
投资性现金净流量	-744	-96	-76	-76
筹资性现金净流量	-160	-47	-60	-75
现金流量净额	-608	355	384	490

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,828	2,210	2,691	3,230
营业成本	1,162	1,398	1,692	2,019
税金及附加	11	10	12	15
销售费用	25	29	35	42
管理费用	55	70	83	99
研发费用	104	122	147	174
财务费用	-31	-45	-52	-61
资产减值损失	-52	-41	-50	-60
信用减值损失	-6	-4	-5	-6
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	11	5	5	5
公允价值变动损益	16	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	17	16	16	16
营业利润	489	601	738	896
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	489	601	738	896
所得税	58	70	87	105
净利润	431	531	652	791
少数股东损益	-4	-5	-6	-7
归属母公司股东净利润	435	535	658	798
EPS(元)	1.05	1.29	1.58	1.92

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	23.83%	20.88%	21.73%	20.03%
营业利润增长率	39.75%	23.04%	22.81%	21.34%
归母净利润增长率	34.50%	23.22%	22.80%	21.34%
经营现金流增长率	-37.98%	68.90%	4.61%	23.17%
盈利能力				
毛利率	36.42%	36.73%	37.11%	37.50%
净利率	23.57%	24.02%	24.23%	24.49%
ROE	10.99%	12.18%	13.31%	14.24%
ROA	9.65%	10.38%	11.29%	12.05%
估值倍数				
P/E	30.81	25.01	20.36	16.78
P/S	7.32	6.06	4.98	4.15
P/B	3.39	3.05	2.71	2.39
股息率	0.37%	0.68%	0.84%	1.02%
EV/EBITDA	23	17	14	11

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）。