

通富微电 (002156. SZ)

——与大客户共成长，25H1 业绩稳健增长

投资要点：

- **事件：**通富微电发布2025年半年度报告，25H1实现营业收入130.38亿元，同比+17.67%；实现归母净利润4.12亿元，同比+27.72%；实现扣非归母净利润4.20亿元，同比+32.85%；实现毛利率14.75%，同比+0.59pct。
- **营收利润双增，业绩有望继续修复。**2025年上半年，AI芯片与存储芯片成为全球半导体行业核心增长点，国内手机芯片、汽车芯片国产化进程加快，国补政策持续利好，共同推动公司业绩稳健增长。同时，25Q2，公司费用控制成效显著，销售/管理/研发费用率环比-0.06pct/-0.30pct/-0.44pct，盈利水平进一步提升，单季度实现营收69.46亿元，同比+19.80%，环比+14.01%；归母净利润3.11亿元，同比+38.60%，环比+206.45%；毛利率16.12%，同比+0.12pct，环比+2.92pct。展望下半年，AI和新能源汽车等需求的持续增长预计仍将为公司业绩提供重要驱动力。
- **大客户支撑业绩增长，客户资源持续扩充。**公司客户资源覆盖国际巨头企业以及各个细分领域龙头企业。其中，公司与AMD长期维持着紧密的战略合作伙伴关系，大客户业务的强劲增长为公司营收规模提供了有力保障。25H1，AMD业绩延续增长势头，数据中心、客户端与游戏业务表现突出，带动通富超威苏州/槟城的营收同比+9.79%/21.56%。此外，通富超威苏州和槟城充分结合市场策略，聚焦AI及高算力产品、车载智驾芯片的增量需求，积极扩充产能，拓展新客户资源，已成功导入多家新客户，公司客户结构进一步优化。
- **重视研发创新，封装工艺不断精进。**公司秉持创新驱动发展战略，深耕技术研发与自主创新。2025年上半年，公司大尺寸FCBGA已开发进入量产阶段，超大尺寸FCBGA已预研完成并进入正式工程考核阶段；公司通过产品结构设计优化、材料选型及工艺优化，解决了超大尺寸下的产品翘曲和散热问题；光电合封(CPO)领域，公司技术研发取得突破性进展，相关产品已通过初步可靠性测试。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为11.62/15.95/20.25亿元，同比增速分别为71.54%/37.24%/26.93%，当前股价对应的PE分别为43.20/31.48/24.80倍。鉴于下游AI和新能源车需求持续扩张，以及公司大客户AMD业绩的强劲增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业和市场周期性波动风险；汇率风险；国际贸易摩擦风险等。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,269	23,882	26,925	30,969	35,501
同比增长率(%)	3.92%	7.24%	12.74%	15.02%	14.63%
归母净利润(百万元)	169	678	1,162	1,595	2,025
同比增长率(%)	-66.25%	299.90%	71.54%	37.24%	26.93%
每股收益(元/股)	0.11	0.45	0.77	1.05	1.33
ROE(%)	1.22%	4.61%	7.42%	9.39%	10.84%
市盈率(P/E)	296.37	74.11	43.20	31.48	24.80

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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	4,232	4,039	4,645	5,325
应收票据及账款	5,854	5,809	6,681	7,659
预付账款	64	137	158	181
其他应收款	126	120	137	158
存货	3,347	3,890	4,426	5,043
其他流动资产	382	403	463	531
流动资产总计	14,005	14,397	16,511	18,896
长期股权投资	616	601	585	569
固定资产	18,048	19,340	21,634	20,441
在建工程	3,679	4,589	3,000	4,167
无形资产	345	390	474	501
长期待摊费用	356	410	460	505
其他非流动资产	2,292	2,392	2,342	2,342
非流动资产合计	25,335	27,722	28,494	28,524
资产总计	39,340	42,119	45,006	47,420
短期借款	2,766	5,714	6,769	6,896
应付票据及账款	5,699	6,079	6,916	7,879
其他流动负债	6,859	6,046	6,887	7,857
流动负债合计	15,324	17,840	20,571	22,632
长期借款	7,371	6,480	5,051	3,394
其他非流动负债	934	934	934	934
非流动负债合计	8,305	7,414	5,985	4,328
负债合计	23,629	25,253	26,556	26,960
股本	1,518	1,518	1,518	1,518
资本公积	9,463	9,463	9,463	9,463
留存收益	3,710	4,679	6,008	7,695
归属母公司权益	14,691	15,659	16,988	18,675
少数股东权益	1,020	1,206	1,461	1,784
股东权益合计	15,711	16,865	18,449	20,459
负债和股东权益合计	39,340	42,119	45,006	47,420

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	23,882	26,925	30,969	35,501
营业成本	20,337	22,762	25,897	29,504
税金及附加	72	72	83	97
销售费用	77	81	87	99
管理费用	531	592	666	763
研发费用	1,533	1,609	1,857	2,152
财务费用	439	504	524	484
资产减值损失	-42	-35	-40	-46
信用减值损失	-34	-23	-26	-30
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	8	17	17	17
公允价值变动损益	9	0	0	0
资产处置收益	13	14	14	14
其他收益	203	178	178	178
营业利润	1,049	1,456	1,998	2,535
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	3	3	3	3
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,047	1,454	1,996	2,533
所得税	256	106	146	185
净利润	792	1,348	1,850	2,348
少数股东损益	114	186	255	323
归属母公司股东净利润	678	1,162	1,595	2,025
EPS(元)	0.45	0.77	1.05	1.33

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	7.24%	12.74%	15.02%	14.63%
营业利润增长率	331.91%	38.74%	37.19%	26.91%
归母净利润增长率	299.90%	71.54%	37.24%	26.93%
经营现金流增长率	-9.68%	8.23%	52.98%	11.84%
盈利能力				
毛利率	14.84%	15.46%	16.38%	16.89%
净利率	3.31%	5.01%	5.97%	6.61%
ROE	4.61%	7.42%	9.39%	10.84%
ROA	1.72%	2.76%	3.54%	4.27%

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	毛利率	14.84%	15.46%	16.38%	16.89%
税后经营利润	792	1,156	1,658	2,157	净利率	3.31%	5.01%	5.97%	6.61%
折旧与摊销	3,243	3,378	3,891	4,135	ROE	4.61%	7.42%	9.39%	10.84%
财务费用	439	504	524	484	ROA	1.72%	2.76%	3.54%	4.27%
投资损失	-8	-17	-17	-17	估值倍数				
营运资金变动	-968	-1,018	170	229	P/E	74.11	43.20	31.48	24.80
其他经营现金流	380	192	192	192	P/S	2.10	1.87	1.62	1.41
经营性现金净流量	3,877	4,196	6,420	7,180	P/B	3.42	3.21	2.96	2.69
投资性现金净流量	-5,286	-5,749	-4,649	-4,149	股息率	0.14%	0.39%	0.53%	0.67%
筹资性现金净流量	840	1,359	-1,165	-2,351	EV/EBITDA	12	12	10	9
现金流量净额	-511	-193	607	680					

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）。