

股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	52.99
总股本/流通股本(亿股)	13.28 / 13.28
总市值/流通市值(亿元)	703 / 703
52周内最高/最低价	58.65 / 39.30
资产负债率(%)	16.5%
市盈率	91.92
第一大股东	华润集团(微电子)有限公司

研究所

分析师: 万玮
SAC 登记编号: S1340525030001
Email: wanwei@cnpsec.com
分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

华润微 (688396)

全产业链一体化经营，高稼动率带动利润释放

● 投资要点

全产业链一体化经营，高稼动率带动利润释放。公司是国内领先的拥有芯片设计、掩模制造、晶圆制造、封装测试等全产业链一体化经营能力的半导体企业，主营业务可分为产品与方案、制造与服务两大业务板块，为客户提供丰富的半导体产品与系统解决方案。2025 年上半年半导体行业市场温和复苏，公司积极扩大产出，整体产能利用率保持较高水平，同时叠加采取各项降本增效举措，公司实现营业收入 52.18 亿元，较上年同期增长 9.62%；实现归属于母公司所有者的净利润 3.39 亿元，较上年同期增长 20.85%。

围绕 AI 应用深度布局，带来多元化增量空间。在下游终端应用方面，公司围绕人工智能领域深度布局，端侧 AI 应用重点聚焦消费电子（如 AI 手机、AI PC）以及汽车电子的电动化与智能化转型，并积极拓展至工业及人形机器人、工业自动化等场景；云端 AI 应用致力于为服务器电源提供高性能功率器件解决方案。此外，公司积极拓展智能驾驶、低空经济、数据中心等新兴领域，为公司带来多元化的增量空间。上半年泛新能源领域（车类及新能源）占比 44%，消费电子领域占比 38%，工业设备占比 9%，通信设备占比 9%。在产品方面，公司 MOSFET 产品在汽车电子、工业控制、AI 服务器等领域的销售规模进一步扩展，尤其是最新一代超结 MOS G4 和 SGT MOS G6 产品在市场快速上量；IGBT 基于 12 吋线成功开发 G7 产品，性能对标国际一流水平，已在光伏、储能客户实现批量供货；SiC JBSG3 和 SiC MOSG2 均已完成产品系列化并量产，围绕新能源汽车、充电桩、光储逆变、数据中心电源、工业电源等领域全面推广上量；氮化镓 D-MODE 平台产品有序迭代，中高压平台 6 颗产品开发制版中，高压平台产品有望在今年年底下线。

持续进行晶圆工艺和封装能力提升，为客户提供高质量服务。在制造工艺方面，公司 0.11um ULL e-Flash、0.15um DB BCD、0.18um DTI BCD、0.35um 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；在封测工艺方面，封装业务各品类产能利用率较去年同期均实现较大幅度提升，环比增长 4%，同比增长 27%，此外前期验证通过的国内车规级产品增量明显，带来营收增长，毛利也有一定程度提高，先进封装（PLP）业务维持稳定，SiP 模块封装逐步增长，车规级晶振模块小批量产；掩模业务销售额同比增长超 40%，公司持续推进客户结构优化，加快 90nm 客户验证，同步强化掩模技术能力，已建立 55nm 研发能力，产出方面，技术节点 ≤0.18um 产品产出数量同比提升 22%，在高等级产品占比逐步提升的情况下，模新品良率始终保持在 98% 以上准时交付率近 100%。

● 投资建议：

我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为

114.2/129.1/144.7 亿元，归母净利润分别为 9.5/12.1/16.1 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

● **风险提示：**

技术迭代和研发投入不及预期的风险；市场竞争加剧风险；行业周期性波动风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10119	11422	12914	14473
增长率(%)	2.20	12.89	13.06	12.07
EBITDA（百万元）	2241.28	5865.66	4515.27	1821.63
归属母公司净利润（百万元）	762.46	953.26	1206.07	1606.76
增长率(%)	-48.46	25.02	26.52	33.22
EPS(元/股)	0.57	0.72	0.91	1.21
市盈率（P/E）	92.26	73.79	58.33	43.78
市净率（P/B）	3.15	3.01	2.87	2.71
EV/EBITDA	24.05	9.51	11.45	27.66

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	10119	11422	12914	14473	营业收入	2.2%	12.9%	13.1%	12.1%
营业成本	7367	8365	9433	10436	营业利润	-52.8%	32.0%	26.1%	31.0%
税金及附加	84	95	107	120	归属于母公司净利润	-48.5%	25.0%	26.5%	33.2%
销售费用	158	178	201	226	获利能力				
管理费用	523	605	646	651	毛利率	27.2%	26.8%	27.0%	27.9%
研发费用	1167	1325	1408	1447	净利率	7.5%	8.3%	9.3%	11.1%
财务费用	-124	1	1	1	ROE	3.4%	4.1%	4.9%	6.2%
资产减值损失	-74	0	0	0	ROIC	3.7%	3.5%	4.2%	5.3%
营业利润	787	1038	1310	1715	偿债能力				
营业外收入	10	0	0	0	资产负债率	16.5%	10.9%	11.3%	11.5%
营业外支出	2	0	0	0	流动比率	3.23	7.28	8.18	8.09
利润总额	795	1038	1310	1715	营运能力				
所得税	133	141	194	253	应收账款周转率	7.34	11.19	22.80	22.58
净利润	662	897	1116	1462	存货周转率	3.63	4.69	6.07	6.13
归母净利润	762	953	1206	1607	总资产周转率	0.35	0.40	0.44	0.48
每股收益(元)	0.57	0.72	0.91	1.21	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.57	0.72	0.91	1.21
货币资金	8683	14694	18787	20086	每股净资产	16.80	17.63	18.44	19.52
交易性金融资产	30	30	30	30	估值比率				
应收票据及应收账款	1853	524	609	673	PE	92.26	73.79	58.33	43.78
预付款项	55	147	175	201	PB	3.15	3.01	2.87	2.71
存货	2096	1468	1638	1768	现金流量表				
流动资产合计	13350	17296	21716	23284	净利润	662	897	1116	1462
固定资产	7751	3123	88	124	折旧和摊销	1177	4827	3205	106
在建工程	349	349	349	349	营运资本变动	-326	311	-47	-47
无形资产	366	275	184	93	其他	523	79	160	279
非流动资产合计	15757	11124	7971	7916	经营活动现金流净额	2036	6113	4433	1800
资产总计	29107	28421	29687	31200	资本开支	-1550	-53	-56	-55
短期借款	34	34	34	34	其他	-2496	-221	-155	-274
应付票据及应付账款	1324	1162	1310	1415	投资活动现金流净额	-4046	-274	-211	-329
其他流动负债	2775	1181	1312	1428	股权融资	116	241	0	0
流动负债合计	4133	2376	2656	2877	债务融资	-938	-2	0	0
其他	678	712	712	712	其他	-222	-67	-129	-172
非流动负债合计	678	712	712	712	筹资活动现金流净额	-1044	171	-129	-172
负债合计	4811	3088	3368	3589	现金及现金等价物净增加额	-3054	6011	4093	1299
股本	1221	1328	1328	1328					
资本公积金	14336	14470	14470	14470					
未分配利润	6411	7120	8016	9211					
少数股东权益	1990	1934	1843	1699					
其他	338	481	662	903					
所有者权益合计	24296	25333	26320	27611					
负债和所有者权益总计	29107	28421	29687	31200					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048