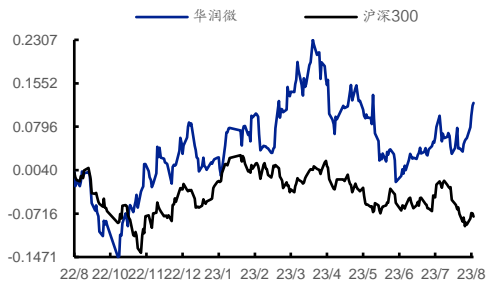


研究所  
 证券分析师：葛星甫 S0350522100001  
 gexf@ghzq.com.cn  
 联系人：高力洋  
 gaoly01@ghzq.com.cn

## IGBT&SiC 增速明显，产能提升驱动长期发展

### ——华润微（688396）中报点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

2023/08/31

表现	1M	3M	12M
华润微	2.1%	-1.2%	12.1%
沪深300	-6.2%	-0.9%	-7.7%

#### 市场数据

2023/08/31

当前价格(元)	58.53
52周价格区间(元)	44.18-66.08
总市值(百万)	77,264.98
流通市值(百万)	77,264.98
总股本(万股)	132,009.19
流通股本(万股)	132,009.19
日均成交额(百万)	282.05
近一月换手(%)	0.37

#### 事件：

2023年8月30日，华润微发布2023年中报：2023年上半年，公司实现营业收入50.30亿元，同比下降2.25%。毛利率34.30%，同比下降3.17pct。归母净利润7.78亿元，同比下降42.57%。扣非归母净利润7.32亿元，同比下降43.97%。净利润下降原因主要系公司加大研发投入，同时深圳12英寸线、封测基地等新业务逐步开展，整体期间费用有所增长。

分季度看，2023Q2公司实现营业收入26.83亿元，同比增长1.97%，环比增长14.36%。毛利率33.85%，同比下降4.54pct，环比下降0.95pct。归母净利润3.98亿元，同比下降45.93%，环比增长4.74%。扣非归母净利润3.96亿元，同比下降43.91%，环比增长17.86%。

#### 投资要点：

- 产品与方案板块：泛新能源领域占比升至39%。**2023年上半年，公司产品与方案板块实现收入23.95亿元，同比下降4.73%。下游应用领域中，新能源占比20%，车类占比19%，工业设备占比17%，家电占比16%，通信设备占比12%，计算机占比5%，照明占比5%，智能穿戴、医疗及其他占比6%。泛新能源领域（车类及新能源）占比由2022年的35%升至39%。在当前传统电子产品需求萎缩的背景下，新能源、大数据、云计算、汽车电子等新兴应用领域仍有所增长，公司适时调整产品应用结构，积极抓住市场结构性机会，确保公司长期稳定发展。
- 产品与方案板块：IGBT&第三代半导体增速明显。**从重点产品上看，2023年上半年，公司IGBT产品收入约4亿元，同比增长127%。公司IGBT产品各应用领域推广升级顺利，目前已覆盖工业、光伏、新能源汽车等应用领域，工控类和汽车电子市场销售占比超过85%，产品成功导入汽车、光伏领域龙头/标杆客户并实现批量供货，带来销售规模快速增长。第三代半导体产品方面，公司收入同比增长约3.6倍，碳化硅MOS在新能源汽车、光伏储能、工业电源等领域多个客户规模上量，碳化硅MOS上半年月度销售额持续攀升，在碳化硅功率器件销售中的比例逐步提升至50%以上；氮化镓产品在通讯、工控、照明和快充等领域实现近十家行业头部客户合作，产品进入批量供应阶段，助力营收同比增长192%。
- 制造与服务板块：收入同比基本持平，持续加强制造、封测、掩膜**

**业务。**2023年上半年，公司制造与服务板块实现收入 25.45 亿元，同比小幅下降 0.82%。其中，制造工艺平台，公司 0.11 微米 BCD 技术平台获先导客户产品验证，0.15 微米数字 BCD 技术平台开始推向市场，0.18、0.5 微米各类 BCD 技术平台均进展迅速。封测工艺平台方面，智能功率模块封装处于满产状态，公司开发的新型 IPM 封装产品开始量产。公司在汽车电子应用领域的国内和海外客户数量均有不同程度的增长，并与国内主要电动车制造商开展合作。面板级封装产能利用率连创新高，营收同比增长 92.32%，应用覆盖车规、工业和高端消费电子，系统级异构集成封装（SiP）进入量产阶段。掩膜业务方面，公司销售额同比增长 26.7%，净利润同比增长 19%，掩膜新品良率高达 99.04%，重点客户产品准时交付率攀至 99.96%，核心指标均维持高位。

- **盈利预测和投资评级：**华润微是国内功率半导体老牌大厂，在产品技术研发端以及产能供应端均处于国内领先梯队。产品端，公司新产品研发进展顺利，同时利用 IDM 模式加快新品推进速度，从而获得更强的市场竞争力。制造端，公司 6、8 英寸产能保持稳定供应，同时重庆 12 英寸线上量爬坡顺利，深圳 12 英寸线逐步开展，为后续公司产能提供有效支持。预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 115.84/132.97/149.41 亿元，归母净利润为 18.48/24.15/29.02 亿元，对应 EPS 为 1.40/1.83/2.20 元，对应 PE 为 42X/32X/27X，估值水平低于行业平均估值。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示** 1) 功率半导体市场竞争加剧风险；2) 功率半导体下游需求不及预期；3) 中高端产品研发进展不及预期 4) 新产品客户导入进展不及预期；5) 新产线建设进度不及预期

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10060	11584	13297	14941
增长率（%）	9	15	15	12
归母净利润（百万元）	2617	1848	2415	2902
增长率（%）	15	-29	31	20
摊薄每股收益（元）	1.98	1.40	1.83	2.20
ROE（%）	13	8	10	11
P/E	26.56	41.81	32.00	26.62
P/B	3.48	3.55	3.20	2.85
P/S	6.91	6.67	5.81	5.17
EV/EBITDA	19.69	25.49	20.34	17.04

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：华润微盈利预测表

证券代码:	688396		股价:	58.53	投资评级:	买入	日期:	2023/08/31	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	13%	8%	10%	11%	EPS	1.98	1.40	1.83	2.20
毛利率	37%	34%	35%	34%	BVPS	15.14	16.48	18.31	20.50
期间费率	4%	5%	5%	5%	<b>估值</b>				
销售净利率	26%	16%	18%	19%	P/E	26.56	41.81	32.00	26.62
<b>成长能力</b>					P/B	3.48	3.55	3.20	2.85
收入增长率	9%	15%	15%	12%	P/S	6.91	6.67	5.81	5.17
利润增长率	15%	-29%	31%	20%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
总资产周转率	0.41	0.42	0.44	0.44	营业收入	10060	11584	13297	14941
应收账款周转率	9.85	9.75	9.70	9.68	营业成本	6367	7607	8651	9830
存货周转率	3.72	3.83	3.84	3.80	营业税金及附加	95	110	125	141
<b>偿债能力</b>					销售费用	168	209	239	247
资产负债率	22%	21%	21%	21%	管理费用	548	788	811	792
流动比	3.73	3.31	3.21	3.19	财务费用	-301	-367	-325	-360
速动比	3.27	2.84	2.74	2.72	其他费用/(-收入)	921	1390	1396	1419
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	2537	1963	2557	3062
现金及现金等价物	12700	11301	12493	14176	营业外净收支	116	9	11	7
应收款项	1298	1579	1754	1985	利润总额	2653	1972	2569	3069
存货净额	1876	2095	2415	2757	所得税费用	54	69	92	101
其他流动资产	775	813	903	1029	净利润	2599	1903	2477	2968
<b>流动资产合计</b>	<b>16649</b>	<b>15788</b>	<b>17565</b>	<b>19948</b>	少数股东损益	-18	55	62	66
固定资产	4760	4843	4890	4902	归属于母公司净利润	2617	1848	2415	2902
在建工程	1568	2117	2761	3441	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
无形资产及其他	1982	3913	4156	4405	经营活动现金流	3058	2662	3546	4047
长期股权投资	1498	1975	2453	2873	净利润	2617	1848	2415	2902
<b>资产总计</b>	<b>26458</b>	<b>28636</b>	<b>31824</b>	<b>35570</b>	少数股东权益	-18	55	62	66
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	913	1023	992	1055
应付款项	1344	1644	1861	2111	公允价值变动	-125	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-224	-253	127	77
其他流动负债	3125	3123	3617	4144	投资活动现金流	-2056	-4016	-2339	-2349
<b>流动负债合计</b>	<b>4469</b>	<b>4766</b>	<b>5478</b>	<b>6255</b>	资本支出	-2070	-1801	-1843	-1914
长期借款及应付债券	927	927	927	927	长期投资	-318	-538	-549	-496
其他长期负债	367	422	422	422	其他	332	-1677	53	61
<b>长期负债合计</b>	<b>1294</b>	<b>1349</b>	<b>1349</b>	<b>1349</b>	筹资活动现金流	290	-108	-14	-14
<b>负债合计</b>	<b>5762</b>	<b>6115</b>	<b>6826</b>	<b>7604</b>	债务融资	-114	13	0	0
股本	1218	1218	1218	1218	权益融资	640	122	0	0
股东权益	20696	22522	24998	27966	其它	-236	-242	-14	-14
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26458</b>	<b>28636</b>	<b>31824</b>	<b>35570</b>	现金净增加额	1456	-1399	1192	1683

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【电子小组介绍】

葛星甫，男，上海财经大学硕士，国海证券电子行业首席分析师，研究方向为电子，证书编号：S0350522100001。2年买方TMT研究经验，曾任职于华创证券研究所，历任电子研究员、半导体行业研究主管。2021年新财富电子行业第五名团队核心成员，2022年新财富电子行业第三名团队核心成员，2022年加入国海证券研究所，担任电子组首席分析师。

高力洋，男，福特汉姆大学硕士，加州大学圣巴巴拉分校学士，2年证券研究经验，2023年加入国海证券研究所，现任电子研究助理。

## 【分析师承诺】

葛星甫，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自

己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。