

华润微 (688396.SH)

22年产品结构持续优化, 对外投资多维布局

增持

核心观点

公司23年一季度毛利率环比增加0.13pct。22年公司实现营收100.6亿元(YoY+8.77%)，归母净利润26.17亿元(YoY+15.4%)，扣非归母净利润22.52亿元(YoY+7.3%)，毛利率36.7%(YoY+1.39pct)。1Q23单季度实现营收23.46亿元(YoY-6.67%, QoQ-3.4%)，归母净利润3.80亿元(YoY-38.6%, QoQ-32.1%)，扣非归母净利润3.36亿元(YoY-44%, QoQ-13.7%)，相比4Q22环比降幅收窄，毛利率34.8%(YoY-1.71pct, QoQ+0.13pct)。

产品下游应用结构持续优化, 新能源与汽车客户进展迅速。公司产品与方案板块收入中汽车应用占19%，通信设备占18%，工业设备占17%，新能源占16%，家电占13%，照明占比7%，计算机占5%，智能穿戴、医疗及其他占5%，泛新能源领域(车类及新能源)占比已达35%。在汽车电子领域，公司销售规模同比增长185%，产品已进入比亚迪、吉利、蔚来、一汽、长安等车企，已发布沟槽栅MOS/SJ MOS/IGBT/SiC MOS等车规级系列产品。光伏逆变器、变频器等新能源领域占比从21年8%提升至16%，产品已进入阳光电源、德业股份、汇川等重点客户。

IGBT、第三代半导体、功率IC等产品持续升级, 封测与掩模快速增长。22年IGBT产品营收5.24亿元，同比增长145%，汽车应用占比由21年2.9%增至22%，光伏、储能、充电桩、UPS等工控应用占比由21%增至43%。碳化硅器件收入同比增长约2.3倍，待交订单超过1000万元，投片量逐月稳步增加。此外，公司22年封测业务营收同比增长约122%，重庆先进功率封测基地已通线；掩模业务营收同比增长60%，得益于高阶产能扩充和导入新FAB线，0.18um及以下业务接单同比增长200%。

对外投资多维布局, 以快速提升产品丰富度与制造资源。公司聚焦功率半导体和智能传感器对外布局：22年引入外部投资方对迪思微电子进行混改，规划投资12亿元将掩模制版工艺节点提升至40nm并形成月产能3000片以上；公司收购了大连芯冠科技，丰富了氮化镓产品线；设立了控股子公司润鹏半导体(深圳)，建设华润微电子深圳12英寸集成电路项目，聚焦40纳米以上模拟特色工艺，项目规划总产能4万片/月。

投资建议：我们看好公司功率半导体领先制造能力及内生外延多维布局的成长空间，预计23-25年公司有望实现归母净利润26.19/30.35/33.99亿元(YoY+0.1%/15.9%/12.0%)，对应23-25年PE分别为29.4/25.3/22.6倍，维持“增持”评级。

风险提示：新能源发电及汽车需求不及预期，产线建设不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,249	10,060	11,047	12,998	14,709
(+/-%)	32.6%	8.8%	9.8%	17.7%	13.2%
净利润(百万元)	2268	2617	2619	3035	3399
(+/-%)	135.3%	15.4%	0.1%	15.9%	12.0%
每股收益(元)	1.86	2.15	1.98	2.30	2.57
EBIT Margin	20.5%	19.5%	18.5%	18.2%	18.1%
净资产收益率(ROE)	13.1%	13.1%	11.7%	12.1%	12.1%
市盈率(PE)	31.3	27.1	29.4	25.3	22.6
EV/EBITDA	28.5	27.1	30.0	25.5	22.6
市净率(PB)	4.10	3.55	3.44	3.07	2.73

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师: 胡剑
021-60893306

hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师: 胡慧
021-60871321

huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师: 李梓澎
0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn
S0980522090001

联系人: 李书颖
0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

证券分析师: 叶子
0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师: 周靖翔
021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

联系人: 詹浏洋
010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	58.28元
总市值/流通市值	76935/76935百万元
52周最高价/最低价	66.08/44.18元
近3个月日均成交额	410.91百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

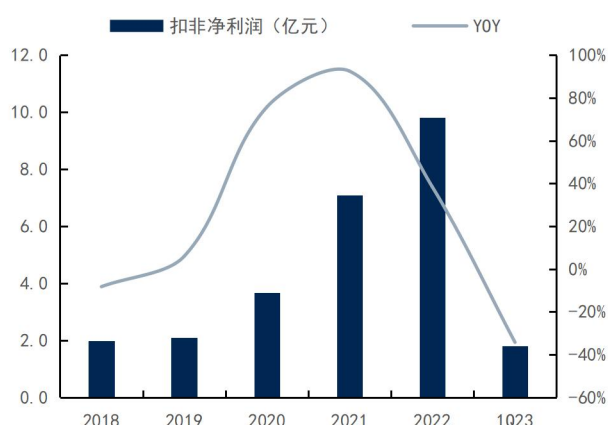
相关研究报告

图1：公司近五年营业收入及增速（亿元、%）



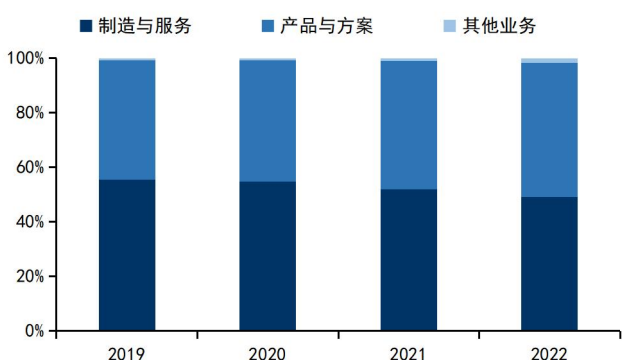
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司近五年扣非归母净利润及增速（亿元、%）



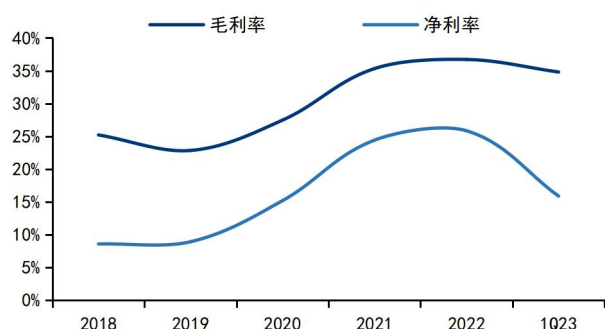
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司近年分产品营收结构（%）



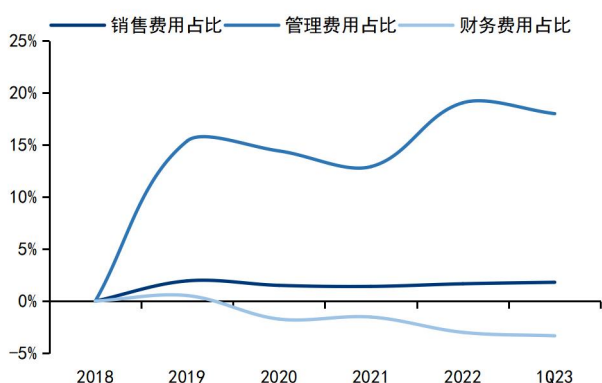
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司近五年毛利率与净利率（%）



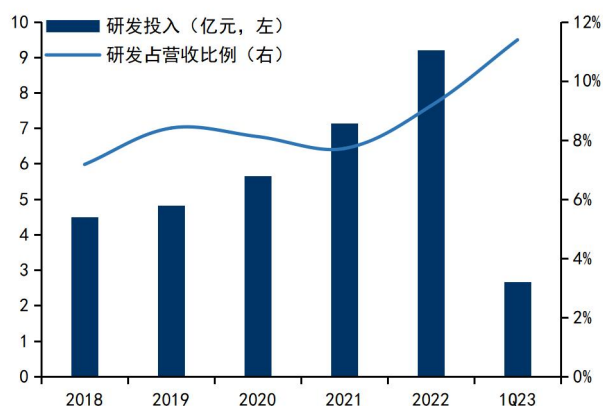
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司近五年费用率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司近五年研发投入及占营收比例（亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	11246	12700	14610	16581	19027	营业收入	9249	10060	11047	12998	14709
应收款项	1166	1320	1449	1705	1929	营业成本	5982	6367	7176	8462	9584
存货净额	1548	1876	2188	2554	2879	营业税金及附加	85	95	105	122	139
其他流动资产	732	753	907	1158	1404	销售费用	131	168	168	200	230
流动资产合计	14692	16649	19153	21999	25240	管理费用	441	548	564	663	753
固定资产	4999	6329	6933	7742	8384	研发费用	713	921	995	1190	1347
无形资产及其他	349	498	478	458	438	财务费用	(141)	(301)	(293)	(342)	(397)
其他长期资产	786	1484	1484	1484	1484	投资收益	112	85	75	90	83
长期股权投资	1365	1498	1498	1498	1498	资产减值及公允价值变动	18	42	80	105	111
资产总计	22191	26458	29547	33181	37044	其他	184	148	123	124	125
短期借款及交易性金融负债	946	58	58	58	58	营业利润	2351	2537	2610	3022	3373
应付款项	1317	1344	1567	1829	2062	营业外净收支	3	116	44	55	72
其他流动负债	2048	3066	3537	4135	4667	利润总额	2354	2653	2654	3077	3445
流动负债合计	4311	4469	5162	6022	6787	所得税费用	96	54	54	62	70
长期借款及应付债券	66	927	927	927	927	少数股东损益	(10)	(18)	(18)	(21)	(23)
其他长期负债	313	367	416	469	521	归属于母公司净利润	2268	2617	2619	3035	3399
长期负债合计	379	1294	1343	1396	1448	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4691	5762	6504	7418	8235	净利润	2258	2599	2601	3015	3375
少数股东权益	211	715	697	676	653	资产减值准备	(18)	84	(0)	0	6
股东权益	17290	19981	22346	25087	28157	折旧摊销	761	872	740	944	1108
负债和股东权益总计	22191	26458	29547	33181	37044	公允价值变动损失	(71)	(166)	(80)	(106)	(117)
关键财务与估值指标						财务费用	59	(34)	(293)	(342)	(397)
每股收益	1.86	2.15	1.98	2.30	2.57	营运资本变动	105	(357)	228	145	139
每股红利	0.10	0.21	0.19	0.22	0.25	其它	360	61	294	342	391
每股净资产	14.20	16.41	16.93	19.00	21.33	经营活动现金流	3454	3058	3488	3998	4506
ROIC	13%	11%	11%	12%	13%	资本开支	(1266)	(2135)	(1324)	(1733)	(1731)
ROE	13%	13%	12%	12%	12%	其它投资现金流	(636)	79	0	0	0
毛利率	35%	37%	35%	35%	35%	投资活动现金流	(1902)	(2056)	(1324)	(1733)	(1731)
EBIT Margin	21%	19%	18%	18%	18%	权益性融资	4990	640	0	0	0
EBITDA Margin	29%	28%	25%	25%	26%	负债净变化	(1376)	861	0	0	0
收入增长	33%	9%	10%	18%	13%	支付股利、利息	(122)	(253)	(254)	(294)	(329)
净利润增长率	135%	15%	0%	16%	12%	其它融资现金流	(603)	(958)	0	0	0
资产负债率	22%	24%	24%	24%	24%	融资活动现金流	2889	290	(254)	(294)	(329)
息率	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	现金净变动	4400	1456	1910	1971	2446
P/E	31.3	27.1	29.4	25.3	22.6	货币资金的期初余额	6844	11244	12699	14610	16581
P/B	4.1	3.6	3.4	3.1	2.7	货币资金的期末余额	11244	12699	14610	16581	19027
EV/EBITDA	28.5	27.1	30.0	25.5	22.6	企业自由现金流	1420	301	1641	1669	2120
						权益自由现金流	(560)	204	1928	2004	2509

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032