

2023年10月30日  
华润微 (688396.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

集成电路

## 业绩短期承压，新产品不断推进

### 事件：

公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营业收入 75.3 亿元，同比增长-1.33%，归母净利润 10.56 亿，同比增长-48.66%。第三季度营业收入 25 亿元，同比增长 0.57%，归母净利润 2.78 亿元，同比增长-60.4%。

### 受半导体行业周期影响，公司业绩短期承压：

2023 年上半年，国内半导体市场受周期性影响，智能手机、PC 等消费领域终端市场出现疲软，据世界半导体贸易统计组织 (WSTS) 预估，2023 年全球半导体市场将下降 10.3%，规模达约 5,151 亿美元，但预计 2024 年将增长 11.8% 规模达约 5,760 亿美元。受半导体行业周期影响，公司业绩短期承压，三季报披露，前三季度公司实现营业收入 75.3 亿元，同比增长-1.33%，归母净利润 10.56 亿，同比增长-48.66%。第三季度营业收入 25 亿元，同比增长 0.57%，归母净利润 2.78 亿元，同比增长-60.4%。但行业结构化机会显现，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，ChatGPT 等 AI 应用带动人工智能领域的需求，随着 5G、AI、物联网、自动驾驶、VR/AR 等新一轮科技逐渐走向产业化，未来十年中国半导体行业有望迎来进口替代与成长的黄金时期。

### 加大布局新兴产品，不断丰富产品线：

公司在功率半导体等产品领域积累了系列化的产品线，能为客户提供丰富的产品与系统解决方案，并不断加大布局新兴产品，23 年半年报披露，8 吋高端 IGBT 能力建设及 12 吋高端 IGBT 预研能力建设有序推进，IGBT 产品线销售收入约 4 亿元，同比增长 127%。第三代半导体板块，半年报披露，公司碳化硅和氮化镓功率器件销售收入同比增长约 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。车规级 SiC MOS、SiC 模块研发以及 HPD 预研工作正在有序推进。氮化镓领域，公司充分发挥电源客户资源优势，加快氮化镓晶圆及封装平台优化，不断丰富产品数量，二代产品多颗通过工业级考核，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，助力营收同期增加 192%。同时，针对工控和通讯领域的氮化镓三代产品芯片能量密度明显提升，封装体明显减小，开发工作有序推进。

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

63.45 元

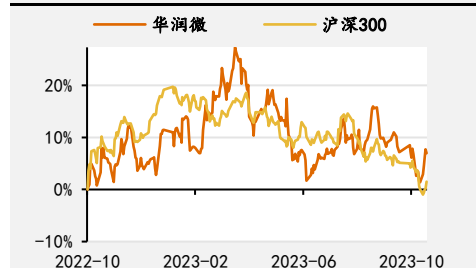
股价 (2023-10-27)

54.00 元

### 交易数据

|           |              |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元)  | 71,284.96    |
| 流通市值(百万元) | 71,284.96    |
| 总股本(百万股)  | 1,320.09     |
| 流通股本(百万股) | 1,320.09     |
| 12 个月价格区间 | 49.2/64.49 元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M   | 3M   | 12M |
|------|------|------|-----|
| 相对收益 | 3.1  | 6.3  | 9.1 |
| 绝对收益 | -0.6 | -2.5 | 7.2 |

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

朱思

分析师

SAC 执业证书编号：S1450523090002

zhusi1@essence.com.cn

### 相关报告

行业景气订单饱满，业绩持续  
增长 2022-08-21

另外，氮化镓 8 吋工艺及产品平台研发已实现全流程通线，静态电性等符合预期。

■ **投资建议：**我们预计公司 2023 年~2025 年收入分别为 106.64 亿元、124.77 亿元、149.72 亿元，归母净利润分别为 17.82 亿元、22.22 亿元、29.52 亿元，给予 2023 年 47 倍 PE，目标价 63.45 元，维持“买入-A”投资评级。

■ **风险提示：**行业景气度不及预期；产品开发不及预期；市场开拓不及预期。

目

| (百万元)    | 2021A   | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|----------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 主营业务收入   | 9,249.2 | 10,060.1 | 10,663.7 | 12,476.6 | 14,971.9 |
| 净利润      | 2,267.9 | 2,617.1  | 1,782.2  | 2,221.9  | 2,951.7  |
| 每股收益(元)  | 1.72    | 1.98     | 1.35     | 1.68     | 2.24     |
| 每股净资产(元) | 13.10   | 15.14    | 16.17    | 17.68    | 19.69    |

| 盈利和估值  | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 31.4  | 27.2  | 40.0  | 32.1  | 24.2  |
| 市净率(倍) | 4.1   | 3.6   | 3.3   | 3.1   | 2.7   |
| 净利润率   | 24.5% | 26.0% | 16.7% | 17.8% | 19.7% |
| 净资产收益率 | 13.1% | 13.1% | 8.3%  | 9.5%  | 11.4% |
| 股息收益率  | 0.3%  | 0.4%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.4%  |
| ROIC   | 40.7% | 35.4% | 24.8% | 20.7% | 46.8% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表          |          |          |          |          |          | 财务指标           |        |       |        |        |        |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| (百万元)        | 2021A    | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |                | 2021A  | 2022A | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
| 营业收入         | 9,249.2  | 10,060.1 | 10,663.7 | 12,476.6 | 14,971.9 | <b>成长性</b>     |        |       |        |        |        |
| 减:营业成本       | 5,981.7  | 6,366.6  | 7,251.3  | 8,359.3  | 9,971.3  | 营业收入增长率        | 32.6%  | 8.8%  | 6.0%   | 17.0%  | 20.0%  |
| 营业税费         | 85.3     | 95.4     | 96.0     | 117.2    | 138.9    | 营业利润增长率        | 119.3% | 7.9%  | -18.6% | 23.6%  | 24.7%  |
| 销售费用         | 131.3    | 168.2    | 160.0    | 187.1    | 164.7    | 净利润增长率         | 135.3% | 15.4% | -31.9% | 24.7%  | 32.8%  |
| 管理费用         | 441.0    | 547.8    | 458.5    | 623.8    | 748.6    | EBITDA 增长率     | 76.4%  | 13.6% | -7.0%  | 15.9%  | 20.4%  |
| 研发费用         | 713.2    | 921.1    | 821.1    | 948.2    | 1,048.0  | EBIT 增长率       | 135.3% | 13.3% | -15.1% | 20.4%  | 28.2%  |
| 财务费用         | -140.6   | -301.1   | -116.0   | -209.0   | -189.5   | NOPLAT 增长率     | 128.2% | 3.4%  | -13.7% | 19.0%  | 29.1%  |
| 资产减值损失       | 17.8     | -83.8    | 18.0     | 20.0     | 20.0     | 投资资本增长率        | 18.9%  | 23.0% | 42.4%  | -42.8% | 48.2%  |
| 加:公允价值变动收益   | 0.1      | 125.5    | -        | -        | -        | 净资产增长率         | 48.3%  | 18.3% | 7.8%   | 10.1%  | 11.5%  |
| 投资和汇兑收益      | 111.7    | 84.7     | 55.0     | 83.8     | 74.5     |                |        |       |        |        |        |
| 营业利润         | 2,350.7  | 2,536.8  | 2,065.8  | 2,553.7  | 3,184.4  | <b>利润率</b>     |        |       |        |        |        |
| 加:营业外净收支     | 3.5      | 115.8    | 22.0     | 18.0     | 26.0     | 毛利率            | 35.3%  | 36.7% | 32.0%  | 33.0%  | 33.4%  |
| 利润总额         | 2,354.1  | 2,652.7  | 2,087.8  | 2,571.7  | 3,210.4  | 营业利润率          | 25.4%  | 25.2% | 19.4%  | 20.5%  | 21.3%  |
| 减:所得税        | 96.3     | 53.5     | 62.6     | 102.9    | 96.3     | 净利润率           | 24.5%  | 26.0% | 16.7%  | 17.8%  | 19.7%  |
| 净利润          | 2,267.9  | 2,617.1  | 1,782.2  | 2,221.9  | 2,951.7  | EBITDA/营业收入    | 29.8%  | 31.1% | 27.3%  | 27.0%  | 27.1%  |
|              |          |          |          |          |          | EBIT/营业收入      | 21.5%  | 22.4% | 17.9%  | 18.5%  | 19.7%  |
|              |          |          |          |          |          | <b>运营效率</b>    |        |       |        |        |        |
| <b>资产负债表</b> |          |          |          |          |          | 固定资产周转天数       | 172    | 165   | 158    | 124    | 85     |
| (百万元)        | 2021A    | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    | 流动营业资本周转天数     | 0      | -12   | 55     | 55     | 53     |
| 货币资金         | 11,246.2 | 12,699.6 | 13,461.6 | 17,341.4 | 18,900.1 | 流动资产周转天数       | 498    | 561   | 619    | 616    | 606    |
| 交易性金融资产      | 301.3    | -        | -        | -        | -        | 应收帐款周转天数       | 38     | 37    | 85     | 85     | 85     |
| 应收帐款         | 971.5    | 1,107.4  | 3,928.2  | 1,963.5  | 5,106.6  | 存货周转天数         | 55     | 61    | 60     | 60     | 61     |
| 应收票据         | 194.3    | 212.2    | 375.0    | 246.0    | 478.8    | 总资产周转天数        | 754    | 870   | 925    | 843    | 771    |
| 预付帐款         | 37.4     | 60.8     | 61.9     | 69.7     | 90.1     | 投资资本周转天数       | 222    | 247   | 312    | 246    | 185    |
| 存货           | 1,547.9  | 1,876.5  | 1,672.0  | 2,502.6  | 2,571.5  |                |        |       |        |        |        |
| 其他流动资产       | 392.9    | 692.3    | 543.2    | 542.8    | 592.7    | <b>投资回报率</b>   |        |       |        |        |        |
| 可供出售金融资产     | -        | -        | -        | -        | -        | ROE            | 13.1%  | 13.1% | 8.3%   | 9.5%   | 11.4%  |
| 持有至到期投资      | -        | -        | -        | -        | -        | ROA            | 10.2%  | 9.8%  | 7.1%   | 8.2%   | 9.1%   |
| 长期股权投资       | 1,365.2  | 1,498.5  | 1,498.5  | 1,498.5  | 1,498.5  | ROIC           | 40.7%  | 35.4% | 24.8%  | 20.7%  | 46.8%  |
| 投资性房地产       | 7.8      | 84.4     | 84.4     | 84.4     | 84.4     | <b>费用率</b>     |        |       |        |        |        |
| 固定资产         | 4,480.7  | 4,760.4  | 4,595.0  | 3,967.1  | 3,107.6  | 销售费用率          | 1.4%   | 1.7%  | 1.5%   | 1.5%   | 1.1%   |
| 在建工程         | 518.7    | 1,568.2  | 785.7    | 394.5    | 198.9    | 管理费用率          | 4.8%   | 5.4%  | 4.3%   | 5.0%   | 5.0%   |
| 无形资产         | 348.8    | 497.7    | 453.8    | 410.0    | 366.1    | 研发费用率          | 7.7%   | 9.2%  | 7.7%   | 7.6%   | 7.0%   |
| 其他非流动资产      | 778.4    | 1,400.0  | 897.1    | 1,042.2  | 1,102.0  | 财务费用率          | -1.5%  | -3.0% | -1.1%  | -1.7%  | -1.3%  |
| 资产总额         | 22,191.2 | 26,457.8 | 28,356.3 | 30,062.5 | 34,097.3 | 四费/营业收入        | 12.4%  | 13.3% | 12.4%  | 12.4%  | 11.8%  |
| 短期债务         | 81.3     | -        | 1,150.9  | -        | 108.7    | <b>偿债能力</b>    |        |       |        |        |        |
| 应付帐款         | 1,923.2  | 2,830.1  | 2,124.4  | 3,685.2  | 3,377.2  | 资产负债率          | 21.1%  | 21.8% | 21.3%  | 18.3%  | 19.7%  |
| 应付票据         | 242.3    | 339.1    | 93.2     | 475.1    | 252.6    | 负债权益比          | 26.8%  | 27.8% | 27.1%  | 22.5%  | 24.6%  |
| 其他流动负债       | 2,064.7  | 1,299.4  | 656.9    | 1,024.0  | 975.1    | 流动比率           | 3.41   | 3.73  | 4.98   | 4.37   | 5.89   |
| 长期借款         | 66.4     | 926.9    | 1,715.8  | -        | 1,683.8  | 速动比率           | 3.05   | 3.31  | 4.56   | 3.89   | 5.34   |
| 其他非流动负债      | 313.0    | 366.6    | 311.8    | 330.5    | 336.3    | 利息保障倍数         | -14.15 | -7.49 | -16.50 | -11.03 | -15.60 |
| 负债总额         | 4,690.8  | 5,762.1  | 6,053.0  | 5,514.8  | 6,733.6  | <b>分红指标</b>    |        |       |        |        |        |
| 少数股东权益       | 210.7    | 715.0    | 958.0    | 1,204.9  | 1,367.3  | DPS(元)         | 0.17   | 0.20  | 0.14   | 0.17   | 0.23   |
| 股本           | 1,217.7  | 1,217.7  | 1,320.1  | 1,320.1  | 1,320.1  | 分红比率           | 10.0%  | 10.0% | 10.1%  | 10.1%  | 10.1%  |
| 留存收益         | 15,697.2 | 18,423.0 | 20,025.2 | 22,022.7 | 24,676.2 | 股息收益率          | 0.3%   | 0.4%  | 0.3%   | 0.3%   | 0.4%   |
| 股东权益         | 17,500.4 | 20,695.7 | 22,303.3 | 24,547.7 | 27,363.6 |                |        |       |        |        |        |
|              |          |          |          |          |          | <b>业绩和估值指标</b> |        |       |        |        |        |
| <b>现金流量表</b> |          |          |          |          |          | EPS(元)         | 1.72   | 1.98  | 1.35   | 1.68   | 2.24   |
| (百万元)        | 2021A    | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    | BVPS(元)        | 13.10  | 15.14 | 16.17  | 17.68  | 19.69  |
| 净利润          | 2,267.9  | 2,599.1  | 1,782.2  | 2,221.9  | 2,951.7  | PE(X)          | 31.4   | 27.2  | 40.0   | 32.1   | 24.2   |
| 加:折旧和摊销      | 791.2    | 893.5    | 995.0    | 1,066.2  | 1,102.2  | PB(X)          | 4.1    | 3.6   | 3.3    | 3.1    | 2.7    |
| 资产减值准备       | -17.8    | 83.8     | -        | -        | -        | P/FCF          | 95.0   | 61.3  | 164.4  | 17.8   | 40.6   |
| 公允价值变动损失     | -0.1     | -125.5   | -        | -        | -        | P/S            | 7.7    | 7.1   | 6.7    | 5.7    | 4.8    |
| 财务费用         | 59.4     | -34.1    | -116.0   | -209.0   | -189.5   | EV/EBITDA      | 24.6   | 16.6  | 20.9   | 16.1   | 13.4   |
| 投资收益         | -111.7   | -84.7    | -55.0    | -83.8    | -74.5    | CAGR(%)        | 3.0%   | 6.2%  | 24.1%  | 3.0%   | 6.2%   |
| 少数股东损益       | -10.1    | -18.0    | 243.0    | 246.9    | 162.4    | PEG            | 10.4   | 4.4   | 1.7    | 10.6   | 3.9    |
| 营运资金的变动      | 572.6    | -1,040.1 | -3,716.8 | 3,439.1  | -4,148.7 | ROIC/WACC      | 3.9    | 3.4   | 2.4    | 2.0    | 4.5    |
| 经营活动产生现金流量   | 3,454.4  | 3,058.2  | -867.6   | 6,681.3  | -196.4   | REP            | 2.8    | 2.0   | 2.3    | 4.3    | 1.3    |
| 投资活动产生现金流量   | -1,902.3 | -2,055.5 | 51.8     | 80.6     | 71.3     |                |        |       |        |        |        |
| 融资活动产生现金流量   | 2,888.5  | 289.6    | 1,577.8  | -2,882.1 | 1,683.8  |                |        |       |        |        |        |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明 ■■■

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034