

公司研究

汽车电子、新能源收入增速高，长期发展动力充足

——华润微（688396.SH）跟踪报告之六

买入（维持）

当前价：59.77元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002
021-52523849
kailiu@ebscn.com

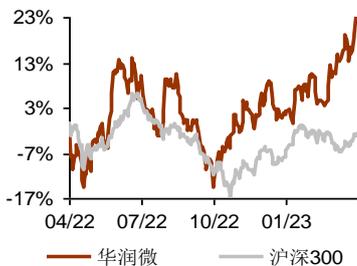
分析师：于文龙

执业证书编号：S0930522100002
021-52523587
yuwenlong@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.20
总市值(亿元)	789.02
一年最低/最高(元)	44.18/66.08
近3月换手率	31.35%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.09	6.98	18.43
绝对	-5.61	3.44	19.30

资料来源：Wind

要点

事件：

公司发布 2022 年年报，营业收入 100.60 亿元，同比增长 8.77%；归母净利润 26.17 亿元，同比增长 15.40%；扣非归母净利润 22.52 亿元，同比增长 7.30%。

公司发布 2023 年一季报，营业收入 23.46 亿元，同比下降 6.67%；归母净利润 3.80 亿元，同比下降 38.59%；扣非归母净利润 3.36 亿元，同比下降 44.00%。

点评：

汽车电子和光伏新能源等产品增速较快。2022 年度，公司产品与方案板块收入中包括八大下游领域，其中车类占比 19%，通信设备占比 18%，工业设备占比 17%，新能源占比 16%，家电占比 13%，照明占比 7%，计算机占比 5%，智能穿戴、医疗及其他占比 5%。公司整体泛新能源领域（车类及新能源）占比已经达到了 35%。

2022 年，汽车电子领域销售规模同比增长 185%，产品进入比亚迪、吉利、蔚来、一汽、长安等重点车企，公司成功召开车规级产品发布会，发布先进沟槽栅 MOS/SJ MOS/IGBT/SiC MOS 等系列化车规级产品。

公司在光伏逆变器、变频器等新能源领域加大客户拓展力度，市场份额提升，新能源领域的营收在产品与方案板块的占比从 2021 年 8%提升至 2022 年的 16%，产品进入阳光电源、德业股份、汇川等重点客户。

IGBT 技术及客户不断突破，销售规模高速增长。2022 年度，IGBT 产品线营收 5.24 亿元，同比增长 145%，产品线营收及规模实现快速增长。市场结构持续升级，产品在头部车企以及多家 Tier1 企业实现大批量供货，汽车领域的销售额占比由 2021 年 2.9%增长至 22%；加强光伏、储能、充电桩、UPS 等优质工控市场的推广力度，各市场领域获得头部客户验证并实现量产，工控市场销售额占比由 21%增长至 43%；工业焊机、UPS、充电桩、光伏、工控和汽车电子市场销售占比达到 85%；消费领域的销售额占比由 2021 年 22%下降至 15%。IGBT 模块 2022 年实现量产，公司推出多款变频器模块并实现量产，同时，推出 650V/450A 光伏模块，在多家光伏客户送样验证。

第三代化合物半导体器件领域取得技术和产业化的显著突破。2022 年度，公司宽禁带半导体以中高端应用推广为主线，产品技术迭代与研发有序推进为路径，在宽禁带功率器件产品新兴赛道取得了技术和产业化的显著进步。碳化硅以及氮化镓功率产品不断迭代升级与丰富，产业化进程与品牌竞争力大幅提升，碳化硅和氮化钾产品营收同比增长 324%。碳化硅二极管二代平台已完成 650V、1200V 全系列化产品开发，覆盖目前主流应用需求，产品在汽车电子 OBC、充电桩、储能、光伏、大功率电源方面批量供应；碳化硅二极管三代平台开发进展顺利，Rsp 等各项参数达到国际领先产品水平，预计 2023 年将实现产品系列化。SiC MOS 电压覆盖 650V/1200V/1700V，在新能源汽车 OBC、光伏储能、工业电源等领域通过多个客户测试并批量出货。车规级 SiC MOS 和 SiC 模块研发工作进展顺利，已完成多款 SiC MOS 模块产品出样。碳化硅器件整体销售规模同比增长约 2.3 倍，待交订单超

过 1,000 万元，投片量逐月稳步增加。氮化镓产品方面，650V 和 900V 级联型氮化镓器件产品推向市场，营收实现快速增长，产品应用以 PC 电源、电机驱动、照明电源、手机快充为主。公司加快 8 吋氮化镓工艺优化与产品开发，并同步推进储能电源、光伏逆变器、工业电源、通讯电源的产品开发和规划。

公司 0.11 微米 BCD 技术平台获得先导客户产品验证，0.15 微米数字 BCD 技术平台开始推向市场，0.18 微米模拟 BCD 技术平台性能指标到达国际先进水平，0.18 微米 80~120V BCD 技术平台通过车规级认证，0.5 微米超高压 SOI BCD 技术平台通过先导客户应用认证。公司超高压电容技术平台进入量产，600V 高压驱动 IC 工艺平台持续高位量产，MEMS 技术平台进一步拓展新门类研发。

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，将形成丰富全面的功率智能模块业务。在大功率器件封装方面，公司积极开发新型的封装形式，前期投资开发的 LPAK, TOLL, TO247 等面向光伏、储能领域的核心器件封装平台，部分客户验证已经通过，并开始小批量产，有望为公司带来较好的增长。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。面板级封装研发了新型集成模块工艺，可以集成 IC、分立器件和被动器件，采用 RDL 实现立体互联，具有面积小、低阻抗、高效导通的特点，为广大设计公司提供灵活的模块集成方案，可实现 chiplet 技术的异构集成/异质集成功能。

盈利预测、估值与评级：由于下游需求较为疲弱，我们下调公司 2023-2024 年营业收入分别为 115.20 (-14.39%)、133.61 (-14.17%) 亿元，调整公司 2023-2024 年归母净利润分别为 27.05 (-8.40%)、30.88 (-0.87%) 亿元。新增 2025 年营业收入的预测为 153.30 亿元，归母净利润的预测为 36.29 亿元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 29x、26x、22x，我们看好公司未来几年在新能源汽车、光伏发电、工业控制等领域的快速发展，维持“买入”评级。

风险提示：技术与产品研发风险；贸易环境影响。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9,249	10,060	11,520	13,361	15,330
营业收入增长率	32.56%	8.77%	14.51%	15.98%	14.73%
净利润 (百万元)	2,268	2,617	2,705	3,088	3,629
净利润增长率	135.34%	15.40%	3.37%	14.14%	17.54%
EPS (元)	1.72	1.98	2.05	2.34	2.75
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.12%	13.10%	12.06%	12.17%	12.58%
P/E	35	30	29	26	22
P/B	4.6	3.9	3.5	3.1	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-05-10

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,249	10,060	11,520	13,361	15,330
营业成本	5,982	6,367	7,944	9,077	10,408
折旧和摊销	761	872	867	945	1,010
税金及附加	85	95	81	94	107
销售费用	131	168	138	134	123
管理费用	441	548	403	401	429
研发费用	713	921	806	868	966
财务费用	-141	-301	-202	-220	-245
投资收益	112	85	50	50	50
营业利润	2,351	2,537	2,802	3,192	3,744
利润总额	2,354	2,653	2,812	3,202	3,754
所得税	96	54	56	64	75
净利润	2,258	2,599	2,755	3,138	3,679
少数股东损益	-10	-18	50	50	50
归属母公司净利润	2,268	2,617	2,705	3,088	3,629
EPS(元)	1.72	1.98	2.05	2.34	2.75

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,454	3,058	3,097	3,734	4,373
净利润	2,268	2,617	2,705	3,088	3,629
折旧摊销	761	872	867	945	1,010
净营运资金增加	15	-77	644	443	413
其他	411	-354	-1,119	-742	-679
投资活动产生现金流	-1,902	-2,056	-1,455	-1,475	-950
净资本支出	-1,262	-2,070	-2,000	-1,500	-1,000
长期投资变化	1,365	1,498	0	0	0
其他资产变化	-2,006	-1,484	545	25	50
融资活动现金流	2,889	290	38	150	136
股本变化	88	0	0	0	0
债务净变化	-535	-27	92	60	40
无息负债变化	494	1,098	-516	405	519
净现金流	4,400	1,456	1,679	2,410	3,560

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	35.3%	36.7%	31.0%	32.1%	32.1%
EBITDA 率	30.9%	30.4%	25.1%	28.9%	29.1%
EBIT 率	22.3%	21.5%	17.6%	21.9%	22.5%
税前净利润率	25.5%	26.4%	24.4%	24.0%	24.5%
归母净利润率	24.5%	26.0%	23.5%	23.1%	23.7%
ROA	10.2%	9.8%	9.7%	9.8%	10.2%
ROE (摊薄)	13.1%	13.1%	12.1%	12.2%	12.6%
经营性 ROIC	27.5%	23.9%	18.7%	24.7%	28.2%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	21%	22%	19%	18%	18%
流动比率	3.41	3.73	4.51	4.76	5.09
速动比率	3.05	3.31	4.12	4.35	4.67
归母权益/有息债务	17.09	20.28	20.82	22.32	24.51
有形资产/有息债务	21.52	26.07	25.86	27.55	30.09

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	22,191	26,458	28,527	31,992	36,074
货币资金	11,246	12,700	14,379	16,788	20,348
交易性金融资产	301	0	0	0	0
应收账款	956	1,086	1,152	1,336	1,533
应收票据	194	212	243	282	323
其他应收款 (合计)	15	22	70	81	93
存货	1,548	1,876	1,589	1,815	2,082
其他流动资产	393	692	692	692	692
流动资产合计	14,692	16,649	18,204	21,086	25,175
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	1,365	1,498	1,498	1,498	1,498
固定资产	4,481	4,760	5,691	6,301	6,499
在建工程	519	1,568	1,584	1,392	1,096
无形资产	349	498	488	478	468
商誉	18	128	128	128	128
其他非流动资产	407	525	525	525	525
非流动资产合计	7,500	9,809	10,323	10,906	10,898
总负债	4,691	5,762	5,338	5,803	6,362
短期借款	81	0	0	0	0
应付账款	1,075	1,005	1,254	1,432	1,643
应付票据	242	339	79	91	104
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	258	117	117	117	117
流动负债合计	4,311	4,469	4,035	4,432	4,943
长期借款	66	927	977	1,037	1,077
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	218	221	227	235	243
非流动负债合计	379	1,294	1,303	1,371	1,419
股东权益	17,500	20,696	23,189	26,189	29,712
股本	1,218	1,218	1,218	1,218	1,218
公积金	13,731	13,840	14,110	14,419	14,449
未分配利润	1,966	4,583	6,756	9,397	12,840
归属母公司权益	17,290	19,981	22,424	25,374	28,847
少数股东权益	211	715	765	815	865

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	1.42%	1.67%	1.20%	1.00%	0.80%
管理费用率	4.77%	5.44%	3.50%	3.00%	2.80%
财务费用率	-1.52%	-2.99%	-1.75%	-1.65%	-1.60%
研发费用率	7.71%	9.16%	7.00%	6.50%	6.30%
所得税率	4%	2%	2%	2%	2%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.17	0.20	0.10	0.12	0.14
每股经营现金流	2.62	2.32	2.35	2.83	3.31
每股净资产	13.10	15.14	16.99	19.22	21.85
每股销售收入	7.01	7.62	8.73	10.12	11.61

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	35	30	29	26	22
PB	4.6	3.9	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	22.4	20.7	21.4	15.5	12.7
股息率	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE