

## 公司研究

## 22Q1 业绩持续高增长，功率龙头受益行业高景气

## ——华润微（688396.SH）跟踪报告之五

## 买入（维持）

当前价：47.46 元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

联系人：于文龙

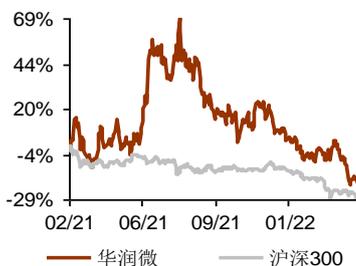
021-52523587

yuwenlong@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	13.20
总市值(亿元)	626.51
一年最低/最高(元)	46.30/104.47
近3月换手率	38.06%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.48	-3.69	-1.48
绝对	-20.64	-19.84	-23.25

资料来源：Wind

## 相关研报

功率龙头产能布局全面，不断拓展成长型产品线——华润微（688396.SH）2021年3季报点评（2021-10-27）

## 要点

## 事件：

公司发布 2022 年一季报，营业收入 25.14 亿元，同比增长 22.94%；归母净利润 6.19 亿元，同比增长 54.88%；扣非归母净利润 6.00 亿元，同比增长 62.00%。

公司发布 2021 年年报，营业收入 92.49 亿元，同比增长 32.56%；归母净利润 22.68 亿元，同比增长 135.34%；扣非归母净利润 20.99 亿元，同比增长 145.98%。

## 点评：

**公司对功率器件进行客户和产品升级，收入及利润提升明显。**2021 年度，功率器件事业群销售收入同比增长 35%，毛利率同比提高 12 个百分点，净利润增长约 150%。受益于半导体产业景气行情以及进口替代窗口期，功率器件事业群充分发挥公司全产业链优势，持续推动核心技术、研发能力的创新突破，对产品、业务和客户进行结构性优化。功率器件事业群紧抓功率器件高端应用的国产化窗口期，以专项模式推动市场应用升级，在通信、光伏新能源、汽车电子等高端应用领域已形成亿元规模产值，在高端应用领域的国产化进程中迈出坚实的一步。

**IGBT 技术及客户不断突破，销售规模高速增长。**2021 年度，IGBT 产品销售收入同比增长 57%。功率器件事业群加快 6 寸 IGBT 产品升级以及 8 寸 IGBT 技术平台开发和产品系列化研发，充分发挥公司自有 IGBT 工艺技术和产能资源优势，加大 IGBT 模块研发力度，积极拓展 UPS、太阳能逆变器、变频器等工控领域、光伏领域和汽车电子领域等中高端市场的头部客户。功率器件事业群以国际汽车大厂审核为契机，积极推进汽车电子体系建设，参照车业项目流程，进行产品立项研发及 AEC-Q101 体系考核，完善车规级产品体系与供应能力。

**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。**2021 年度，功率器件事业群自主研发的新一代 SiC JBS 器件综合性能达到业界先进水平，产品在充电桩、太阳能逆变器、通信电源等工控领域获得客户端的广泛认可，2021 年度销售收入实现突破性增长；与此同时，自主研发的平面型 1200V SiC MOSFET 进入风险量产阶段，静态技术参数达到国外对标样品水平；自主研发的第一代 650V 硅基氮化镓 D-mode 器件样品静态参数达到国外对标水平，性能与对标样品相当，完成三批量 1000 小时可靠性考核，进入转量产阶段；自主研发的第一代 650V 硅基氮化镓 E-mode 器件性能达标，器件封装开发完成。

**集成电路事业群积极扩张下游应用领域，在白电、工业变频器进展迅速。**2021 年度，集成电路事业群销售收入同比增长 71%。集成电路事业群抓住市场机遇、加大产品结构调整、拓展内外部资源，以客户为导向、市场应用为引领，积极布局电池、电源、电机应用领域，进一步扩大国内白色家电、工业变频器等市场份额，在智能传感器和智能控制领域取得产品突破，光电传感器产品发挥规模优势，不断在新产品、新客户、新市场取得积极成效。

2021 年度，集成电路事业群旗下各大产品线营收均取得同比增长，其中标准品产品线同比增长 28%、LED 产品线同比增长 93%、消防及传感产品线同比增长 21%、光电产品线同比增长 71%、驱动及 MCU 产品线同比增长 95%、电动工具产品线同比增长 90%、智能电网及 AC-DC 产品线同比增长 1,033%、无线充产品线同比增长 158%。

**代工事业群多项工艺平台的技术和产能均实现进一步提升。**公司加快创新步伐，夯实核心能力，同时通过质量体系完善、推行智能制造等方式提升市场竞争力。2021 年度，制造与服务业务板块实现销售收入 48.01 亿元，同比增长 25.43%。

2021 年，代工事业群的 0.18um BCD 工艺平台综合技术能力进一步提升，客户推广成效显著，各门类产品量产能力快速提升，推出 0.18 um 中高压车规级 BCD 工艺技术；0.11um BCD 技术平台技术性能达标，获得主流客户认可；SOI-BCI 工艺平台成功推向市场，典型产品进入量产阶段；MEMS 技术继续保持产业化优势，8 寸硅麦克风及光电工艺产品规模化生产，良率稳步提升。。

2021 年，代工事业群自主研发的 600V 高压驱动 IC 工艺平台处于国内领先，国际先进地位，其具有光刻层数少、性价比高、电学参数和成品率稳定等特点。该工艺得到了客户的高度认可，多用于电机驱动、智能功率模块（IPM）、大功率电源等产品，终端应用广泛涉及工业机电、家用电器、智能开关、汽车电子等领域。

**盈利预测、估值与评级：**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。我们上调公司 2022-2023 年营业收入分别为 115.03（+1.27%）、134.57（+3.32%）亿元，调整公司 2022-2023 年归母净利润分别为 27.58（+3.97%）、29.53（-0.87%）亿元。新增 2024 年营业收入的预测为 155.67 亿元，归母净利润的预测为 31.15 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 23x、21x、20x，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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,977	9,249	11,503	13,457	15,567
营业收入增长率	21.50%	32.56%	24.37%	16.99%	15.68%
净利润（百万元）	964	2,268	2,758	2,953	3,115
净利润增长率	140.46%	135.34%	21.61%	7.08%	5.47%
EPS（元）	0.85	1.72	2.09	2.24	2.36
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.11%	13.12%	13.91%	13.05%	12.17%
P/E	56	28	23	21	20
P/B	5.1	3.6	3.2	2.8	2.4

注：公司 2020-2022 年股本分别为：11.30 亿股、13.20 亿股、13.20 亿股  
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-04-22

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,977	9,249	11,503	13,457	15,567
营业成本	5,061	5,982	7,705	9,400	11,308
折旧和摊销	714	761	848	908	964
税金及附加	69	85	81	94	109
销售费用	106	131	138	135	125
管理费用	370	441	403	404	436
研发费用	566	713	805	875	981
财务费用	-120	-141	-177	-209	-237
投资收益	28	112	0	0	0
营业利润	1,072	2,351	2,855	3,055	3,219
利润总额	1,086	2,354	2,865	3,065	3,229
所得税	26	96	57	61	65
净利润	1,060	2,258	2,808	3,003	3,165
少数股东损益	96	-10	50	50	50
归属母公司净利润	964	2,268	2,758	2,953	3,115
EPS(元)	0.85	1.72	2.09	2.24	2.36

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,832	3,454	3,373	3,653	3,730
净利润	964	2,268	2,758	2,953	3,115
折旧摊销	714	761	848	908	964
净营运资金增加	-211	15	545	436	581
其他	365	411	-778	-644	-930
投资活动产生现金流	-1,267	-1,902	-1,760	-1,525	-1,000
净资本支出	-571	-1,262	-2,000	-1,500	-1,000
长期投资变化	191	1,365	0	0	0
其他资产变化	-887	-2,006	241	-25	0
融资活动现金流	4,453	2,889	-761	202	206
股本变化	300	88	0	0	0
债务净变化	40	-535	-796	60	40
无息负债变化	987	494	317	632	588
净现金流	4,952	4,400	852	2,330	2,936

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	27.5%	35.3%	33.0%	30.1%	27.4%
EBITDA 率	24.0%	30.9%	30.0%	27.9%	25.3%
EBIT 率	13.5%	22.3%	22.6%	21.1%	19.2%
税前净利润率	15.6%	25.5%	24.9%	22.8%	20.7%
归母净利润率	13.8%	24.5%	24.0%	21.9%	20.0%
ROA	6.4%	10.2%	11.6%	10.8%	10.0%
ROE (摊薄)	9.1%	13.1%	13.9%	13.0%	12.2%
经营性 ROIC	13.7%	27.5%	28.9%	28.5%	28.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	29%	21%	17%	18%	18%
流动比率	3.60	3.41	4.29	4.42	4.70
速动比率	3.18	3.05	3.87	3.98	4.23
归母权益/有息债务	6.84	17.09	91.59	81.88	80.90
有形资产/有息债务	10.46	21.52	110.31	99.23	98.22

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	16,532	22,191	24,294	27,848	31,491
货币资金	6,866	11,246	12,099	14,429	17,365
交易性金融资产	901	301	301	301	301
应收账款	966	956	1,150	1,346	1,557
应收票据	304	194	242	283	327
其他应收款 (合计)	12	15	67	79	91
存货	1,269	1,548	1,541	1,880	2,262
其他流动资产	544	393	393	393	393
流动资产合计	10,914	14,692	15,870	18,804	22,409
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	191	1,365	1,365	1,365	1,365
固定资产	4,367	4,481	4,899	5,277	5,385
在建工程	402	519	1,059	1,130	965
无形资产	274	349	342	335	328
商誉	18	18	18	18	18
其他非流动资产	255	470	470	470	470
非流动资产合计	5,618	7,500	8,424	9,044	9,083
总负债	4,732	4,691	4,212	4,904	5,532
短期借款	6	81	0	0	0
应付账款	1,053	1,075	1,385	1,689	2,032
应付票据	75	242	77	94	113
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	121	258	258	258	258
流动负债合计	3,034	4,311	3,698	4,257	4,766
长期借款	1,442	66	116	176	216
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	181	266	351	424	503
非流动负债合计	1,698	379	514	647	766
股东权益	11,801	17,500	20,082	22,945	25,959
股本	1,130	1,218	1,218	1,218	1,218
公积金	9,418	13,731	14,007	14,302	14,340
未分配利润	-302	1,966	4,221	6,739	9,666
归属母公司权益	10,583	17,290	19,821	22,634	25,598
少数股东权益	1,218	211	261	311	361

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.52%	1.42%	1.20%	1.00%	0.80%
管理费用率	5.30%	4.77%	3.50%	3.00%	2.80%
财务费用率	-1.72%	-1.52%	-1.54%	-1.55%	-1.53%
研发费用率	8.11%	7.71%	7.00%	6.50%	6.30%
所得税率	2%	4%	2%	2%	2%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.07	0.17	0.11	0.11	0.12
每股经营现金流	1.62	2.62	2.55	2.77	2.83
每股净资产	9.36	13.10	15.01	17.15	19.39
每股销售收入	6.17	7.01	8.71	10.19	11.79

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	56	28	23	21	20
PB	5.1	3.6	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	30.8	17.1	13.6	12.1	10.9
股息率	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%

## 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