

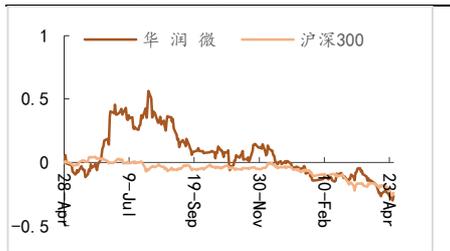
评级： 买入

核心观点

何立中
电子行业首席分析师
SAC 执业编号：S0110521050001
helizhong@sczq.com.cn
电话：010-81152682

韩杨
电子行业研究助理
hanyang@sczq.com.cn
电话：010-81152681

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	47.00
一年内最高/最低价 (元)	104.47/43.60
市盈率 (当前)	24.94
市净率 (当前)	3.46
总股本 (亿股)	13.20
总市值 (亿元)	620.44

资料来源：聚源数据

相关研究

- 电子行业中报点评华润微：行业持续景气，股权激励助力稳健发展
-
-

- **把握缺芯及国产替代良机，2021 年毛利率大幅提升拉动盈利增长。**2021 年，公司实现收入 92.49 亿元，同比+32.56%；归母净利润 22.68 亿元，同比+135.34%。其中，自有产品收入 43.57 亿元，同比+40.37%；制造与服务业务收入 48.01 亿元，同比+25.43%。2021 年公司毛利率为 35.33%，同比+7.86pct；净利率为 24.41%，同比+9.22pct。
- **功率器件高度景气，产品向汽车、光伏领域拓展。**2021 年，功率器件事业群收入同比+35%，净利润同比+150%。公司在通信、光伏新能源、汽车电子等领域已形成亿元规模产值。具体来看，2021 年，MOSFET 收入同比+33%，其中，高压超结 MOS 收入破亿元；IGBT 收入同比+57%。2021 年公司成立了车业专项小组，并进行客户拓展和送样，目前已经有 MOSFET 和 IGBT 产品应用于汽车中。
- **功率半导体缺芯仍在继续，2022Q1 公司净利润延续高增长。**2022Q1 公司实现收入 25.14 亿元，同比+22.94%；归母净利润 6.19 亿元，同比+54.88%。受产线改造效率提升叠加高产能利用率，公司 2022Q1 毛利率环比 2021Q4 仍有提升。2022Q1 公司毛利率为 36.51%，同比+5.04pct，环比+1.46pct；净利率为 24.27%，同比+4.35pct。
- **第一代 SiC MOSFET 正式发布，期待 SiC 产品加速导入。**2020 年，公司发布了第一代 1200V 和 650V 工业级 SiC 肖特基二极管。2021 年 12 月，公司推出第一代 SiC MOSFET 新品，主要用于新能源汽车 OBC 及充电桩市场，并适用于工业电源、光伏逆变、风力发电等领域。同时公司还推出了第二代 650V/1200V SiC JBS 产品，芯片尺寸相比第一代缩小了 25%，关键器件参数优化提升效果显著。
- **重庆 12 吋线有望通线，中高端功率半导体产能持续提升。**2021 年，子公司华微控股与大基金二期及重庆西永发起设立了润西微电子，由润西微电子投资建设 12 吋功率半导体晶圆生产线，计划投资 75.5 亿元，达产后产预计产能 3 万片/月，并配套建设 12 吋外延及薄片工艺能力，项目有望在于 2022 年底前通线，持续巩固公司 IDM 功率龙头竞争优势。
- **盈利预测：我们预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 25.93/29.2/34.65 亿元，对应 4 月 28 日股价 PE 分别为 22/19/16 倍，维持“买入”评级。**
- **风险提示：下游需求放缓、产品研发及验证不及预期、产能不及预期。**

盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	92.49	111.71	133.66	158.71
营收增速 (%)	32.56%	20.78%	19.65%	18.74%
净利润 (亿元)	22.68	25.93	29.20	34.65
净利润增速 (%)	135.34%	14.32%	12.63%	18.68%
EPS(元/股)	1.86	2.13	2.40	2.85
PE	24.9	21.8	19.3	16.3

资料来源：Wind，首创证券

1 2021 年业绩大幅增长，2022 年功率赛道依旧景气

把握缺芯及国产替代良机，2021 年毛利率大幅提升拉动盈利增长。2021 年，公司实现收入 92.49 亿元，同比+32.56%；归母净利润 22.68 亿元，同比+135.34%。其中，自有产品收入 43.57 亿元，同比+40.37%；制造与服务业务收入 48.01 亿元，同比+25.43%。2021 年公司毛利率为 35.33%，同比+7.86pct；净利率为 24.41%，同比+9.22pct。

图 1 公司 2016 年-2021 年营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 首创证券

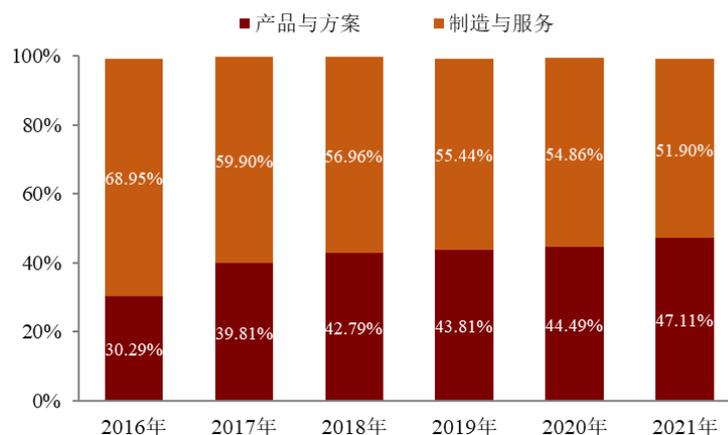
图 2 公司 2016 年-2021 年归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 首创证券

功率器件高度景气，产品向汽车、光伏领域拓展。2021 年，功率器件事业群收入同比+35%，净利润同比+150%。公司在通信、光伏新能源、汽车电子等领域已形成亿元规模产值。具体来看，2021 年，MOSFET 收入同比+33%，其中，高压超结 MOS 收入破亿元；IGBT 收入同比+57%。2021 年公司成立了车业专项小组，并进行客户拓展和送样，目前已经有 MOSFET 和 IGBT 产品应用于汽车中。

图 3 公司 2016 年-2021 年自有产品与代工业务收入占比



资料来源: 公司公告, 首创证券

功率半导体缺芯仍在继续，2022Q1 公司净利润延续高增长。2022Q1 公司实现收入 25.14 亿元，同比+22.94%；归母净利润 6.19 亿元，同比+54.88%。受产线改造效率提升叠加高产能利用率，公司 2022Q1 毛利率环比 2021Q4 仍有提升。2022Q1 公司毛利率为

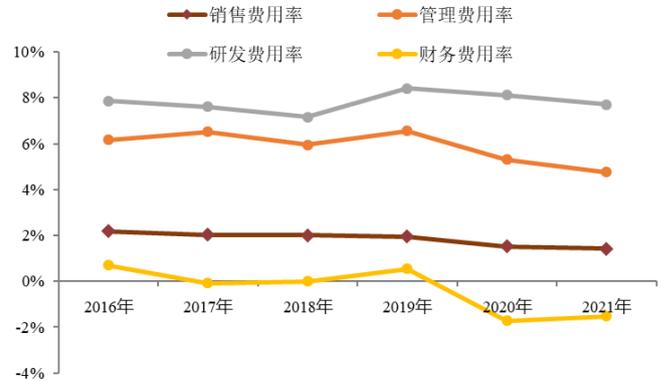
36.51%，同比+5.04pct，环比+1.46pct；净利润率为 24.27%，同比+4.35pct。

图 4 公司 2016 年-2021 年毛利率与净利率



资料来源: Wind, 首创证券

图 5 公司 2016 年-2021 年期间费用率



资料来源: wind, 首创证券

第一代 SiC MOSFET 正式发布，期待 SiC 产品加速导入。2020 年，公司发布了第一代 1200V 和 650V 工业级 SiC 肖特基二极管。2021 年 12 月，公司推出第一代 SiC MOSFET 新品，主要用于新能源汽车 OBC 及充电桩市场，并适用于工业电源、光伏逆变、风力发电等领域。同时公司还推出了第二代 650V/1200V SiC JBS 产品，芯片尺寸相比第一代缩小了 25%，关键器件参数优化提升效果显著。

重庆 12 吋线有望通线，中高端功率半导体产能持续提升。2021 年，子公司华微控股与大基金二期及重庆西永发起设立了润西微电子，由润西微电子投资建设 12 吋功率半导体晶圆生产线，计划投资 75.5 亿元，达产后产预计产能 3 万片/月，并配套建设 12 吋外延及薄片工艺能力，项目有望在于 2022 年底前通线，持续巩固公司 IDM 功率龙头竞争优势。

2 盈利预测

我们预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 25.93/29.2/34.65 亿元，对应 4 月 28 日股价 PE 分别为 22/19/16 倍，维持“买入”评级。

表 1 盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	92.49	111.71	133.66	158.71
yoy	32.56%	20.78%	19.65%	18.74%
净利润 (亿元)	22.68	25.93	29.20	34.65
yoy	135.34%	14.32%	12.63%	18.68%
毛利率	35.33%	36.50%	35.00%	35.00%
净利率	24.41%	23.12%	21.77%	21.77%
EPS(元/股)	1.86	2.13	2.40	2.85
PE	24.87	21.76	19.32	16.28

资料来源: Wind, 首创证券

3 风险提示

下游需求放缓、产品研发及验证不及预期、产能不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	14691.6	18836.2	22894.5	27600.8	经营活动现金流	3454.4	3250.6	3421.6	3467.1
现金	11246.2	14523.6	18123.7	21865.9	净利润	2257.8	2582.5	2909.9	3455.2
应收账款	956.4	1578.6	1530.9	2234.1	折旧摊销	761.4	827.8	843.7	852.9
其它应收款	15.0	15.0	15.0	15.0	财务费用	59.4	(258.3)	(322.4)	(388.9)
预付账款	37.4	37.4	37.4	37.4	投资损失	(111.7)	0.0	0.0	0.0
存货	1547.9	1792.9	2298.8	2559.7	营运资金变动	444.2	98.7	(9.6)	(452.1)
其他流动资产	44.9	44.9	44.9	44.9	其它	43.4	0.0	0.0	0.0
非流动资产	7499.6	6785.7	6055.8	5316.7	投资活动现金流	(1902.3)	(113.8)	(113.8)	(113.8)
长期股权投资	1365.2	1365.2	1365.2	1365.2	资本支出	(113.8)	(113.8)	(113.8)	(113.8)
固定资产	4480.7	3995.9	3399.9	2599.3	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	348.8	419.7	485.8	547.4	其他	(1788.4)	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	407.0	407.0	407.0	407.0	筹资活动现金流	2888.5	140.6	292.4	388.9
资产总计	22191.2	25621.8	28950.4	32917.5	短期借款	75.3	(81.3)	0.0	0.0
流动负债	4311.4	5195.9	5644.6	6156.5	长期借款	(1375.8)	(36.4)	(30.0)	0.0
短期借款	81.3	0.0	0.0	0.0	其他	4189.1	258.3	322.4	388.9
应付账款	1075.1	2283.2	2731.8	3243.8	现金净增加额	4400.2	3277.4	3600.1	3742.1
其他流动负债	271.4	271.4	271.4	271.4					
非流动负债	379.4	343.0	313.0	313.0	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	66.4	30.0	0.0	0.0	成长能力				
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	32.6%	20.8%	19.7%	18.7%
负债合计	4690.8	5538.9	5957.6	6469.5	利润总额	116.8%	14.4%	12.7%	18.7%
少数股东权益	210.7	200.5	190.4	180.3	归属母公司净利润	135.3%	14.3%	12.6%	18.7%
归属母公司股东权益	17289.7	19882.4	22802.4	26267.7	获利能力				
负债和股东权益	22191.2	25621.8	28950.4	32917.5	毛利率	35.3%	36.5%	35.0%	35.0%
					净利率	24.4%	23.1%	21.8%	21.8%
利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE	16.3%	13.9%	13.7%	14.1%
营业收入	9249.2	11171.2	13366.3	15871.2	ROIC	15.4%	13.9%	13.7%	14.1%
营业成本	5981.7	7093.7	8688.1	10316.3	偿债能力				
税金及附加	85.3	103.0	123.3	146.4	资产负债率	21.1%	21.6%	20.6%	19.7%
销售费用	131.3	158.6	189.8	225.3	净负债比率	-63.4%	-72.2%	-78.8%	-82.7%
研发费用	713.2	861.4	1030.7	1223.9	流动比率	3.41	3.63	4.06	4.48
管理费用	441.0	532.7	637.3	756.8	速动比率	3.05	3.28	3.65	4.07
财务费用	-140.6	-258.3	-322.4	-388.9	营运能力				
资产减值损失	17.80	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.48	0.47	0.49	0.51
公允价值变动收益	0.1	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	9.62	8.81	8.60	8.43
投资净收益	111.7	0.0	0.0	0.0	应付账款周转率	4.89	4.89	4.89	4.89
营业利润	1982.8	2680.1	3019.5	3591.5	每股指标(元)				
营业外收入	5.0	16.2	17.5	13.7	每股收益	1.86	2.13	2.40	2.85
营业外支出	1.6	3.5	2.9	2.5	每股经营现金	2.84	2.67	2.81	2.85
利润总额	2354.1	2692.7	3034.0	3602.6	每股净资产	14.37	16.49	18.88	21.72
所得税	96.3	110.2	124.2	147.4	估值比率				
净利润	2257.8	2582.5	2909.9	3455.2	P/E	24.9	21.8	19.3	16.3
少数股东损益	-10.1	-10.1	-10.1	-10.1	P/B	3.2	2.8	2.5	2.1
归属母公司净利润	2267.9	2592.6	2920.0	3465.3					
EBITDA	3415.9	3520.5	3877.7	4455.6					
EPS (元)	1.86	2.13	2.40	2.85					

團隊簡介

何立中，電子行業首席分析師，北京大學碩士，曾在比亞迪半導體從事芯片設計、國信證券研究所、中國計算機報工作，2021年4月加入首創證券。

韓楊，電子行業研究助理，廈門大學會計學碩士，2021年8月加入首創證券。

分析師聲明

本報告清晰準確地反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響，作者將對報告的內容和觀點負責。

免責聲明

本報告由首創證券股份有限公司（已具備中國證監會批復的證券投資諮詢業務資格）制作。本報告所在資料的來源及觀點的出處皆被首創證券認為可靠，但首創證券不保證其準確性或完整性。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求，必要時就法律、商業、財務、稅收等方面諮詢專業財務顧問的意見。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，首創證券及/或其關聯人員均不承擔任何法律責任。投資者需自主作出投資決策並自行承擔投資風險，任何形式的分享證券投資收益或者分擔證券投資損失的書面或口頭承諾均為無效。

本報告所載的信息、材料或分析工具僅提供給閣下作參考用，不是也不應被視為出售、購買或認購證券或其他金融工具的要約或要約邀請。該等信息、材料及預測無需通知即可隨時更改。過往的表現亦不應作為日後表現的預示和擔保。在不同時期，首創證券可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。

首創證券的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。首創證券沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。首創證券的自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

在法律許可的情況下，首創證券可能會持有本報告中提及公司所發行的證券頭寸並進行交易，也可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。因此，投資者應當考慮到首創證券及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。投資者請勿將本報告視為投資或其他決定的唯一信賴依據。

本報告的版權僅為首創證券所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、複製、刊登、發表或引用。

評級說明

	評級	說明
1. 投資建議的比較標準		
投資評級分為股票評級和行業評級	股票投資評級	買入 相對滬深300指數漲幅15%以上
以報告發布後的6個月內的市場表現為比較標準，報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深300指數的漲跌幅為基準	增持	相對滬深300指數漲幅5%-15%之間
	中性	相對滬深300指數漲幅-5%-5%之間
	減持	相對滬深300指數跌幅5%以上
2. 投資建議的評級標準	行業投資評級	
報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深300指數的漲跌幅為基準	看好	行業超越整體市場表現
	中性	行業與整體市場表現基本持平
	看淡	行業弱於整體市場表現