

华润微

2022年、1Q23 业绩符合预期，“两江三地”战略持续推进



李学来 分析员
科技硬件
SAC 执证编号: S0080521030004
SFC CE Ref: BRH417
xuelai.li@cicc.com.cn

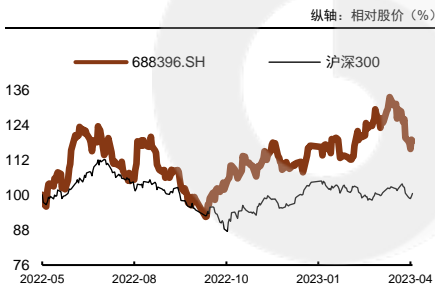


张怡康 分析员
科技硬件
SAC 执证编号: S0080522110007
SFC CE Ref: BTO172
yikang.zhang@cicc.com.cn

● 维持跑赢行业

股票代码 | 股票评级 | 目标价
688396.SH | → 跑赢行业 | 人民币 75.00

股票代码	688396.SH
最新收盘价	人民币 57.25
52 周最高价/最低价	人民币 66.08-44.18
总市值(亿)	人民币 755.8



(人民币 百万)	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入	9,249	10,060	13,042	14,554
增速	32.6%	8.8%	29.6%	11.6%
归属母公司净利润	2,268	2,617	2,846	3,348
增速	135.3%	15.4%	8.7%	17.7%
扣非后净利润	2,099	2,252	2,632	3,122
增速	146.0%	7.3%	16.9%	18.6%
每股净利润	1.72	1.98	2.16	2.54
每股净资产	13.10	15.14	17.29	19.83
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.62	2.32	3.60	3.76
市盈率	33.3	28.9	26.6	22.6
市净率	4.4	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	21.7	19.8	16.8	13.9
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	11.7%	10.8%	9.8%	9.8%
平均净资产收益率	16.3%	14.0%	13.3%	13.7%

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

● 业绩回顾

2022年、1Q23 业绩符合我们预期

公司公布 2022 年业绩: 收入 100.60 亿元, 同比上升 8.77%; 毛利率 36.71%, 同比增长 1.38ppt; 归母净利润 26.17 亿元, 同比增长 15.4%, 扣非后归母净利润 22.52 亿元, 同比增长 7.30%。符合我们预期。公司公布 1Q23 业绩: 收入 23.46 亿元, 同比下降 6.67%, 环比下降 3.38%; 毛利率 34.80%, 同比下降 1.71ppt, 环比提升 0.13ppt; 归母净利润 3.80 亿元, 同比下降 38.59%, 环比下降 32.07% 主要系市场下行因素影响, 同时研发投入同比大幅增加, 以及包括股权激励在内的人工成本有所上升; 扣非归母净利润 3.36 亿元, 同比下降 44.00%, 环比下降 13.72%。符合我们预期。

发展趋势

IDM 业务: 2022 年, 公司产品与方案实现销售收入 49.47 亿元, 同比增长 13.55%。其中车类占 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 7%, 计算机占比 5%, 智能穿戴、医疗及其他占 5%。2022 年, 公司汽车电子产品进入比亚迪、吉利、蔚来、一汽、长安等重点车企。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, 产品进入阳光电源、德业股份、汇川等重点客户。

代工业务: 2022 年, 制造与服务业务板块实现销售收入 49.49 亿元, 同比增长 3.07%。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 80~120VBCD 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。

盈利预测与估值

我们预计公司在“两江三地”战略下有望实现产品和代工品类的持续拓展, 功率器件和模拟 IC 产品市场占有率有望持续提升。基本维持 2023 年盈利预测, 首次引入 2024 年收入/净利润预测 145.54 亿元/33.48 亿元。公司当前股价对应 3.3x 2023e P/B, 维持跑赢行业评级和 75 元目标价, 对应 4.3x 2023e P/E, 较当前股价有 31% 上行空间。

风险

消费类产品价格竞争; 产能增长不及预期; 下游需求不达预期。

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	9,249	10,060	13,042	14,554	营业收入	32.6%	8.8%	29.6%	11.6%
营业成本	5,982	6,367	8,491	9,478	营业利润	119.3%	7.9%	13.4%	17.9%
税金及附加	85	95	124	138	EBITDA	88.1%	8.2%	19.2%	11.6%
营业费用	131	168	222	247	净利润	135.3%	15.4%	8.7%	17.7%
管理费用	1,154	1,469	1,943	2,169	扣非后净利润	146.0%	7.3%	16.9%	18.6%
财务费用	-141	-301	-293	-547	盈利能力				
其他	331	191	310	293	毛利率	34.4%	35.8%	33.9%	33.9%
营业利润	2,351	2,537	2,876	3,390	营业利润率	25.4%	25.2%	22.1%	23.3%
营业外收支	3	116	0	0	EBITDA 利润率	32.6%	32.4%	29.8%	29.8%
利润总额	2,354	2,653	2,876	3,390	净利润率	24.5%	26.0%	21.8%	23.0%
所得税	96	54	58	68	扣非后净利润率	22.7%	22.4%	20.2%	21.5%
少数股东损益	-10	-18	-28	-27	偿债能力				
归属母公司净利润	2,268	2,617	2,846	3,348	流动比率	3.41	3.73	2.83	3.39
扣非后净利润	2,099	2,252	2,632	3,122	速动比率	3.05	3.31	2.51	3.07
EBITDA	3,015	3,263	3,889	4,342	现金比率	2.61	2.84	2.08	2.73
资产负债表					资产负债率	21.1%	21.8%	25.9%	26.7%
货币资金	11,246	12,700	12,607	18,470	净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
应收账款及票据	1,151	1,298	1,586	1,058	回报率分析				
预付款项	37	61	81	90	总资产收益率	11.7%	10.8%	9.8%	9.8%
存货	1,548	1,876	1,961	2,189	净资产收益率	16.3%	14.0%	13.3%	13.7%
其他流动资产	709	714	900	1,115	每股指标				
流动资产合计	14,692	16,649	17,135	22,922	每股净利润 (元)	1.72	1.98	2.16	2.54
固定资产及在建工程	4,999	6,329	11,093	10,186	每股净资产 (元)	13.10	15.14	17.29	19.83
无形资产及其他长期资产	2,500	3,480	3,487	3,497	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	7,500	9,809	14,580	13,682	每股经营现金流 (元)	2.62	2.32	3.60	3.76
资产合计	22,191	26,458	31,715	36,605	估值分析				
短期借款	946	58	58	58	市盈率	33.3	28.9	26.6	22.6
应付账款及票据	1,317	1,344	1,792	2,078	市净率	4.4	3.8	3.3	2.9
其他流动负债	2,048	3,066	4,196	4,618	EV/EBITDA	21.7	19.8	16.8	13.9
流动负债合计	4,311	4,469	6,047	6,755	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
长期借款和应付债券	66	927	1,787	2,648					
其他非流动负债	313	367	367	367					
非流动负债合计	379	1,294	2,154	3,015					
负债合计	4,691	5,762	8,201	9,770					
归母所有者权益	17,290	19,981	22,826	26,175					
少数股东权益	211	715	687	661					
负债及股东权益合计	22,191	26,458	31,715	36,605					
现金流量表									
净利润	2,268	2,617	2,846	3,348					
折旧和摊销	791	894	1,278	1,472					
营运资本变动	223	344	987	759					
其他	172	-796	-359	-614					
经营活动现金流	3,454	3,058	4,752	4,965					
资本开支	-1,266	-2,135	-5,997	-510					
其他	-636	79	0	0					
投资活动现金流	-1,902	-2,056	-5,997	-510					
股权融资	4,990	640	0	0					
银行借款	-535	-27	861	861					
其他	-1,567	-324	293	547					
筹资活动现金流	2,889	290	1,153	1,407					
汇率变动对现金的影响	-40	163	0	0					
现金净增加额	4,400	1,456	-92	5,863					

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

公司简介

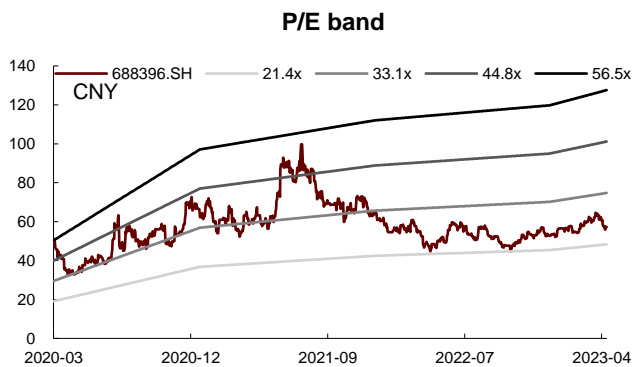
华润微电子是中国本土功率半导体领军企业。华润微历史可以追溯到“908工程”的无锡华晶, 公司通过与华润集团旗下半导体企业业务整合, 发展成为一家具有半导体全产业链运营能力的IDM厂商, 并形成产品与方案、制造与服务两大业务板块。

图表 1：业绩回顾和盈利预测

人民币：百万元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
									CICC	CICC
营业收入	2,514	2,632	2,486	2,428	2,346	6,977	9,249	10,060	13,042	14,554
同比	23%	9%	1%	5%	-7%	21%	33%	9%	30%	12%
营业成本	1,596	1,621	1,563	1,586	1,530	5,061	5,982	6,367	8,491	9,478
税金及附加	22	25	19	30	21	69	85	95	124	138
毛利	918	1,010	923	842	817	1,917	3,267	3,694	4,551	5,076
销售费用	30	42	40	56	41	106	131	168	222	247
管理费用	116	119	151	161	155	370	441	548	704	786
财务费用	-47	-110	-104	-40	-74	-120	-141	-301	-293	-547
研发费用	167	218	235	301	267	566	713	921	1,239	1,383
营业利润	656	739	576	566	437	1,072	2,351	2,537	2,876	3,390
同比	57%	5%	-10%	-4%	-33%	124%	119%	8%	13%	18%
营业外收入	1	3	145	-27	13	16	5	121	5	5
营业外支出	1	1	1	2	0	2	2	5	5	5
利润总额	656	740	719	537	451	1,086	2,354	2,653	2,876	3,390
同比	57%	5%	13%	-9%	-31%	115%	117%	13%	8%	18%
所得税	-46	-11	-21	25	-78	-26	-96	-54	-58	-68
归母净利润	619	735	703	560	380	964	2,268	2,617	2,846	3,348
同比	55%	10%	14%	-4%	-39%	140%	135%	15%	9%	18%
每股收益（元）	0.5	0.6	0.5	0.4	0.3	0.7	1.7	2.0	2.2	2.5
同比	55%	10%	14%	-4%	-39%	140%	135%	15%	9%	18%
扣非后归母净利润	600	706	556	390	336	853	2,099	2,252	2,632	3,122
财务比率										
毛利率	36.5%	38.4%	37.1%	34.7%	34.8%	27.5%	35.3%	36.7%	34.9%	34.9%
销售费用率	1.2%	1.6%	1.6%	2.3%	1.8%	1.5%	1.4%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用率	4.6%	4.5%	6.1%	6.6%	6.6%	5.3%	4.8%	5.4%	5.4%	5.4%
研发费用率	6.6%	8.3%	9.5%	12.4%	11.4%	8.1%	7.7%	9.2%	9.5%	9.5%
营业利润率	26.1%	28.1%	23.2%	23.3%	18.6%	15.4%	25.4%	25.2%	22.1%	23.3%
有效税率	-7.0%	-1.4%	-2.9%	4.6%	-17.3%	-2.4%	-4.1%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
净利润率	24.6%	27.9%	28.3%	23.1%	16.2%	13.8%	24.5%	26.0%	21.8%	23.0%
财务费用率	-1.9%	-4.2%	-4.2%	-1.6%	-3.2%	-1.7%	-1.5%	-3.0%	-2.2%	-3.8%

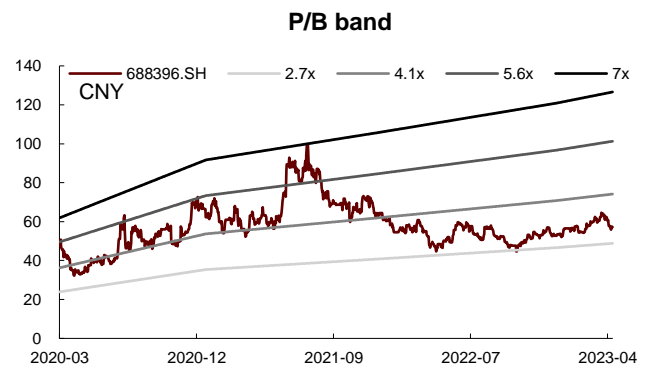
注：此表中毛利=营业收入-营业成本，与 FS 页不同
资料来源：Wind，公司公告，中金公司研究部

图表 2：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 3：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 4：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	收盘价 04-28	市值（百万 元）	市盈率		市净率	
					2023E	2024E	2023E	2024E
Fab-lite								
605111.SH	新洁能*	CNY	47.90	14,284	28.8	24.2	3.8	3.4
688711.SH	宏微科技	CNY	75.08	10,337	64.4	42.5	9.4	N.M.
603290.SH	斯达半导*	CNY	242.03	41,339	35.6	25.9	6.2	5.2
IDM								
600460.SH	士兰微*	CNY	32.90	46,589	37.7	28.8	5.5	4.7
688396.SH	华润微*	CNY	57.25	75,575	26.6	22.6	3.3	2.9
688187.SH	时代电气	CNY	46.56	55,630	22.7	19.8	1.8	1.7
300373.SZ	扬杰科技	CNY	44.45	166,369	16.8	13.4	3.1	2.5
300623.SZ	捷捷微电	CNY	19.99	14,706	30.0	21.0	3.8	3.3
600360.SH	华微电子	CNY	6.87	6,590	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
600745.SH	闻泰科技*	CNY	52.57	65,334	13.6	N.M.	1.6	N.M.
晶圆代工								
01347.HK	华虹半导体*	USD	32.05	36,906	11.0	9.6	1.5	1.3
688981.SH	中芯国际-U*	CNY	61.58	239,020	88.4	52.7	3.9	3.6
第三代半导体								
600703.SH	三安光电*	CNY	17.78	88,705	28.6	23.8	2.3	2.2

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。



北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号
平安金融中心72层
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内3丁目2番3号
丸の内二重橋ビル21階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
32nd Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560