

# 行业高景气，业绩高增长有望延续



## 核心观点

- **营收快速增长，盈利能力持续提升：**华润微 20 年营收 69.8 亿元，增长 22%，归母净利润 9.6 亿元，增长 140%。制造与服务业务板块产能利用率提升明显，该业务毛利率同比提升 6.8 个百分点至 24.6%，带动整体毛利率同比增长 4.6 个百分点至 27.4%。20 年研发费用 5.7 亿元，占营业收入比例 8% 以上，推动技术创新和产品升级。21Q1 受益于行业景气，实现营收 20.4 亿元，同比增长 48%，实现归母净利润 4.0 亿元，同比增长 252%，21Q1 毛利率继续大幅提升至 31.5%。
- **IGBT 快速上量，SiC 生产线已实现量产出货：**高毛利的产品与方案业务收入占比不断提升，20 年占比 44.8%，同比提升 0.6 个百分点。功率器件业务收入受益于新基建及国产化，MOSFET 产品需求持续旺盛，20 年收入超 20 亿元，保持国内领先优势；IGBT 快速起量，实现收入超过 1 亿元，同比增长 75%，应用于电焊机、逆变器以及变频器等领域的产品选型不断丰富，有望持续快速增长；化合物半导体方面，1200V 和 650V SiC 肖特基二极管产品正式投放市场，同时 6 英寸商用 SiC 晶圆生产线量产，已获小批量订单和出货，长期空间巨大。未来随着公司功率器件应用进一步向工控和汽车电子领域拓展，成长有望加速。传感器、智能功率模块在内的多款产品进入上量期，亦为公司增添成长动能。
- **代工受益于 8 英寸产能紧缺，封装有望逐步起量：**晶圆制造业务方面，公司 0.18 μm BCD G3 客户产品导入并量产，先进工艺平台达到 0.11 μm 节点，导入 600V SOI 工艺平台产品，8 英寸硅麦克风工艺产品逐步量产，6 英寸高信噪比硅麦克风量产良率稳步提升，特色工艺能力不断增强，并已初步建立晶圆延伸叠加先进封装技术的工艺流程。同时受益于汽车电子及 5G 换机，8 英寸晶圆制造产能持续供不应求，涨价趋势有望延续。封测业务方面，受益客户与产品结构升级，盈利好于预期，智能功率模块封装产品和客户均取得较大突破、两家汽车电子产品客户实现导入，面板级封装目前已导入多家知名设计公司进行验证，并有三家公司实现小批量生产，未来几年有望逐步起量。定增项目的落地将进一步提升公司封测产能，助力公司业绩成长。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 1.07、1.36、1.70 元（原 21-22 年预测为 1.07、1.25 元，上调了收入预测），根据可比公司 21 年平均 66 倍 PE 估值，对应目标价为 70.62 元，维持给予买入评级。

## 风险提示

- 研发进度不及预期；细分市场的需求增速不及预期；产品导入中高端市场受阻；非经常性损益数额较大。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,743	6,977	8,308	10,061	12,194
同比增长(%)	-8.4%	21.5%	19.1%	21.1%	21.2%
营业利润(百万元)	478	1,072	1,428	1,827	2,280
同比增长(%)	-18.4%	124.3%	33.3%	27.9%	24.8%
归属母公司净利润(百万元)	401	964	1,408	1,797	2,239
同比增长(%)	-6.7%	140.5%	46.1%	27.6%	24.6%
每股收益(元)	0.30	0.73	1.07	1.36	1.70
毛利率(%)	22.8%	27.5%	31.3%	31.4%	31.9%
净利率(%)	7.0%	13.8%	16.9%	17.9%	18.4%
净资产收益率(%)	8.4%	12.0%	10.4%	10.4%	11.8%
市盈率	209.2	87.0	59.6	46.7	37.4
市净率	15.5	7.9	5.1	4.6	4.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月30日)	63.5元
目标价格	70.62元
52周最高价/最低价	74.89/36.97元
总股本/流通A股(万股)	132,009/32,913
A股市值(百万元)	83,826
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年05月04日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.27	0.33	15.02	67.99
相对表现	3.33	2.34	18.26	52.92
沪深300	-2.06	-2.01	-3.24	15.07



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 蒯剑  
021-63325888\*8514  
kuaijian@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514050005  
香港证监会牌照：BPT856

**证券分析师** 马天翼  
021-63325888\*6115  
matianyi@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860518090001

**联系人** 唐权喜  
021-63325888\*6086  
tangquanxi@orientsec.com.cn

**联系人** 李庭旭  
litingxu@orientsec.com.cn

## 相关报告

深度受益于功率半导体国产替代，盈利能力持续增强 2020-11-10

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 投资建议

我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 1.07、1.36、1.70 元（原 21-22 年预测为 1.07、1.25 元，上调了收入预测），根据可比公司 21 年平均 66 倍 PE 估值，对应目标价为 70.62 元，维持给予买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率		
		2021/4/30	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
华微电子	600360	6.93	0.04	0.18	0.18	194.66	39.00	39.00
士兰微	600460	36.01	0.05	0.17	0.24	699.22	211.82	151.62
扬杰科技	300373	44.68	0.74	1.14	1.39	60.53	39.25	32.04
闻泰科技	600745	85.30	1.94	3.10	4.16	43.97	27.53	20.52
斯达半导	603290	216.47	1.13	1.79	2.45	191.69	120.62	88.18
	最大值					699.22	211.82	151.62
	最小值					43.97	27.53	20.52
	平均数					238.01	87.64	66.27
	调整后平均					148.96	66.29	53.07

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

## 风险提示

研发进度不及预期；细分市场需求增速不及预期；产品导入中高端市场受阻；非经常性损益数额较大。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,931	6,866	11,076	11,695	12,704	营业收入	5,743	6,977	8,308	10,061	12,194
应收票据、账款及款项融资	1,491	1,795	2,138	2,589	3,138	营业成本	4,431	5,061	5,711	6,898	8,305
预付账款	52	52	61	74	90	营业税金及附加	66	69	82	99	120
存货	1,055	1,269	1,432	1,730	2,083	营业费用	112	106	125	146	171
其他	564	932	935	938	942	管理费用及研发费用	859	936	1,038	1,192	1,427
<b>流动资产合计</b>	<b>5,092</b>	<b>10,914</b>	<b>15,643</b>	<b>17,027</b>	<b>18,957</b>	财务费用	31	(120)	4	(20)	(28)
长期股权投资	82	191	191	191	191	资产、信用减值损失	6	10	50	50	50
固定资产	3,816	4,367	5,156	5,368	5,567	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
在建工程	489	402	1,204	1,505	1,686	投资净收益	(0)	28	0	0	0
无形资产	275	274	235	196	157	其他	241	127	130	130	130
其他	341	385	52	33	26	<b>营业利润</b>	<b>478</b>	<b>1,072</b>	<b>1,428</b>	<b>1,827</b>	<b>2,280</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,003</b>	<b>5,618</b>	<b>6,838</b>	<b>7,292</b>	<b>7,627</b>	营业外收入	33	16	16	16	16
<b>资产总计</b>	<b>10,095</b>	<b>16,532</b>	<b>22,481</b>	<b>24,319</b>	<b>26,583</b>	营业外支出	4	2	2	2	2
短期借款	0	6	6	6	6	<b>利润总额</b>	<b>506</b>	<b>1,086</b>	<b>1,442</b>	<b>1,841</b>	<b>2,294</b>
应付票据及应付账款	848	1,128	1,273	1,537	1,851	所得税	(6)	26	34	44	55
其他	1,130	1,900	1,944	2,003	2,074	<b>净利润</b>	<b>512</b>	<b>1,060</b>	<b>1,408</b>	<b>1,797</b>	<b>2,239</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,979</b>	<b>3,034</b>	<b>3,223</b>	<b>3,546</b>	<b>3,931</b>	少数股东损益	112	96	0	0	0
长期借款	1,506	1,442	1,442	1,442	1,442	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>401</b>	<b>964</b>	<b>1,408</b>	<b>1,797</b>	<b>2,239</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.30	0.73	1.07	1.36	1.70
其他	220	256	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,726</b>	<b>1,698</b>	<b>1,442</b>	<b>1,442</b>	<b>1,442</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>3,704</b>	<b>4,732</b>	<b>4,665</b>	<b>4,988</b>	<b>5,373</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	968	1,218	1,218	1,218	1,218	成长能力					
实收资本(或股本)	830	1,130	1,227	1,227	1,227	营业收入	-8.4%	21.5%	19.1%	21.1%	21.2%
资本公积	5,450	9,418	14,302	14,302	14,302	营业利润	-18.4%	124.3%	33.3%	27.9%	24.8%
留存收益	(1,225)	(302)	1,068	2,583	4,463	归属于母公司净利润	-6.7%	140.5%	46.1%	27.6%	24.6%
其他	369	336	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,391</b>	<b>11,801</b>	<b>17,815</b>	<b>19,331</b>	<b>21,210</b>	毛利率	22.8%	27.5%	31.3%	31.4%	31.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,095</b>	<b>16,532</b>	<b>22,481</b>	<b>24,319</b>	<b>26,583</b>	净利率	7.0%	13.8%	16.9%	17.9%	18.4%
						ROE	8.4%	12.0%	10.4%	10.4%	11.8%
						ROIC	6.7%	8.7%	8.5%	8.8%	10.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	512	1,060	1,408	1,797	2,239	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	644	1,359	738	851	970	流动比率	2.57	3.60	4.85	4.80	4.82
财务费用	31	(120)	4	(20)	(28)	速动比率	1.90	3.09	4.32	4.21	4.18
投资损失	0	(28)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	427	461	(362)	(503)	(609)	应收账款周转率	8.1	7.8	7.9	7.9	7.9
其它	(1,038)	(900)	(862)	61	72	存货周转率	3.5	3.5	3.5	3.6	3.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>576</b>	<b>1,832</b>	<b>926</b>	<b>2,185</b>	<b>2,645</b>	总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5
资本支出	(625)	(1,789)	(1,605)	(1,305)	(1,305)	每股指标(元)					
长期投资	(82)	(115)	0	0	0	每股收益	0.30	0.73	1.07	1.36	1.70
其他	666	637	0	0	0	每股经营现金流	0.69	1.62	0.75	1.78	2.16
<b>投资活动现金流</b>	<b>(41)</b>	<b>(1,267)</b>	<b>(1,605)</b>	<b>(1,305)</b>	<b>(1,305)</b>	每股净资产	4.11	8.02	12.57	13.72	15.14
债权融资	(945)	34	(50)	0	0	估值比率					
股权融资	(571)	4,269	4,981	0	0	市盈率	209.2	87.0	59.6	46.7	37.4
其他	1,336	149	(41)	(261)	(331)	市净率	15.5	7.9	5.1	4.6	4.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(180)</b>	<b>4,453</b>	<b>4,889</b>	<b>(261)</b>	<b>(331)</b>	EV/EBITDA	68.1	34.0	36.2	29.5	24.4
汇率变动影响	19	(66)	-0	-0	-0	EV/EBIT	154.2	82.4	54.8	43.4	34.9
<b>现金净增加额</b>	<b>374</b>	<b>4,952</b>	<b>4,211</b>	<b>619</b>	<b>1,009</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)