

## IGBT 营收高增长，车规级产品持续开发

### 核心观点

- **事件：**公司发布 2022 年三季度业绩报告。
- 前三季度公司实现营业收入 76.3 亿元，同比增长 10%，实现归母净利润 20.6 亿元，同比增长 22%，扣非归母净利润 18.6 亿元，同比增长 20%。其中 Q3 单季营收 24.9 亿元，同比增长 0.5%，归母净利润 7.0 亿元，同比增长 14%。分业务板块来看，功率器件板块、集成电路板块、晶圆制造板块均实现营收和利润同比增长，封装测试板块受消费电子下滑的影响略有下降。
- **公司 IGBT 业务持续高增，发力 SiC、GaN 业务。**IGBT 市场规模持续扩大，中商产业研究院预测 2022 年全球 IGBT 市场规模将增长 14%至 81 亿美元。前三季度，公司 IGBT 产品实现销售额同比增长 169%。公司 IGBT 产品结构持续优化，在汽车、工业控制、新能源等领域的销售占比进一步提升，目前占比达到 85%。SiC 方面，Yole 预测全球市场规模将从 2021 年 9.3 亿美元增长至 2022 年的 10.9 亿美元。公司前三季度 SiC 销售额约有 3 倍增长，第二代碳化硅二极管 1200V/650V 平台已系列化三十余颗产品，在充电桩、光伏逆变、工业电源等领域实现批量供货。预计 2023 年碳化硅 MOS 的销售占比会有较大提升。GaN 方面，公司充分发挥自有 6 寸、8 寸优势，于 9 月发布了 GaN600V、900V 系列化产品并推向市场。公司同步推进 D-mode、E-mode 平台建设和产品开发，已具备量产条件。
- **公司重庆 12 寸产能即将通线，车规级产品体系不断完善。**公司重庆 12 寸产线预计今年底通线，首期产能规划 3 万片/月，产品以 MOS 为主，终端应用主要针对工控和汽车等附加值较高的市场。公司深圳 12 寸线开工，一期总投资 220 亿元，项目建成后将形成年产 48 万片功率芯片的生产能力。公司 6 寸、8 寸产线目前均符合车规级标准，已有多款产品通过车规 AEC-Q101 体系考核，MOSFET、IGBT 产品已进入整车应用并拓展了工业领域的头部客户。产能扩张叠加产品结构优化，公司有望进一步巩固国内功率半导体领域的龙头地位。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 1.98、2.18、2.42 元（原 22-24 年预测为 2.09、2.31、2.56 元，主要上调了费用率、下调了毛利率和封装测试业务营收），根据可比公司 22 年平均 35 倍 PE 估值水平，对应目标价为 69.42 元，维持买入评级。

### 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。

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,977	9,249	10,990	12,379	13,879
同比增长(%)	21.5%	32.6%	18.8%	12.6%	12.1%
营业利润(百万元)	1,072	2,351	2,737	3,075	3,482
同比增长(%)	124.3%	119.3%	16.4%	12.3%	13.2%
归属母公司净利润(百万元)	964	2,268	2,618	2,881	3,194
同比增长(%)	140.5%	135.3%	15.4%	10.0%	10.9%
每股收益(元)	0.73	1.72	1.98	2.18	2.42
毛利率(%)	27.5%	35.3%	35.5%	35.4%	35.3%
净利率(%)	13.8%	24.5%	23.8%	23.3%	23.0%
净资产收益率(%)	12.0%	16.3%	14.2%	13.7%	13.4%
市盈率	72.8	30.9	26.8	24.4	22.0
市净率	6.6	4.1	3.6	3.1	2.8

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。

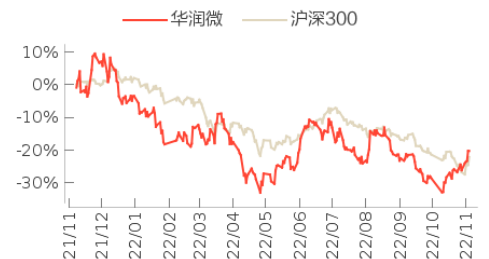
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2022年11月04日）	53.16元
目标价格	69.42元
52周最高价/最低价	75.48/43.47元
总股本/流通A股（万股）	132,009/44,111
A股市值（百万元）	70,176
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2022年11月07日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	8.05	11.64	-0.6	-21.19
相对表现	1.67	12.63	7.55	1.44
沪深300	6.38	-0.99	-8.15	-22.63



### 证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuajian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522090002

### 联系人

杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn
张释文	zhangshiwen@orientsec.com.cn

### 相关报告

产品矩阵丰富，应用深入与产能建设同步推进	2022-08-08
业绩超预期，毛利率大幅提升	2021-08-19
行业高景气，业绩高增长有望延续	2021-05-04

## 盈利预测与投资建议

我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 1.98、2.18、2.42 元（原 22-24 年预测为 2.09、2.31、2.56 元，主要上调了费用率、下调了毛利率和封装测试业务营收），根据可比公司 22 年平均 35 倍 PE 估值水平，对应目标价为 69.42 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2022/11/4	每股收益(元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
时代电气	688187	62.94	1.42	1.68	1.97	2.25	44.18	37.36	31.91	28.03
士兰微	600460	34.59	1.07	0.82	1.11	1.49	32.27	42.07	31.18	23.18
扬杰科技	300373	55.90	1.50	2.26	2.82	3.54	37.29	24.75	19.82	15.79
闻泰科技	600745	52.82	2.10	2.35	3.25	4.04	25.21	22.51	16.23	13.09
新洁能	605111	90.96	1.93	2.18	2.90	3.77	47.17	41.65	31.36	24.12
	最大值						47.17	42.07	31.91	28.03
	最小值						25.21	22.51	16.23	13.09
	平均数						37.22	33.67	26.10	20.84
	调整后平均						37.91	34.58	27.45	21.03

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；细分市场的需求增速不及预期；产品导入中高端市场受阻。

**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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,866	11,246	13,403	15,870	18,899	营业收入	6,977	9,249	10,990	12,379	13,879
应收票据、账款及款项融资	1,795	1,499	1,781	2,006	2,249	营业成本	5,061	5,982	7,083	8,002	8,973
预付账款	52	37	44	50	56	营业税金及附加	69	85	101	114	128
存货	1,269	1,548	1,833	2,071	2,322	营业费用	106	131	149	166	182
其他	932	361	364	366	369	管理费用及研发费用	936	1,154	1,337	1,420	1,536
<b>流动资产合计</b>	<b>10,914</b>	<b>14,692</b>	<b>17,426</b>	<b>20,363</b>	<b>23,895</b>	财务费用	(120)	(141)	(241)	(287)	(342)
长期股权投资	191	1,365	1,365	1,365	1,365	资产、信用减值损失	10	(17)	33	50	51
固定资产	4,367	4,481	4,417	4,350	4,181	公允价值变动收益	1	0	0	0	0
在建工程	402	519	911	1,027	976	投资净收益	28	112	50	30	30
无形资产	274	412	360	309	257	其他	127	185	161	131	101
其他	385	723	458	458	458	<b>营业利润</b>	<b>1,072</b>	<b>2,351</b>	<b>2,737</b>	<b>3,075</b>	<b>3,482</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,618</b>	<b>7,500</b>	<b>7,512</b>	<b>7,509</b>	<b>7,237</b>	营业外收入	16	5	5	5	5
<b>资产总计</b>	<b>16,532</b>	<b>22,191</b>	<b>24,937</b>	<b>27,872</b>	<b>31,132</b>	营业外支出	2	2	2	2	2
短期借款	6	81	81	81	81	<b>利润总额</b>	<b>1,086</b>	<b>2,354</b>	<b>2,741</b>	<b>3,078</b>	<b>3,485</b>
应付票据及应付账款	1,128	1,317	1,560	1,762	1,976	所得税	26	96	96	139	209
其他	1,900	2,913	2,981	3,035	3,094	<b>净利润</b>	<b>1,060</b>	<b>2,258</b>	<b>2,645</b>	<b>2,940</b>	<b>3,276</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,034</b>	<b>4,311</b>	<b>4,622</b>	<b>4,879</b>	<b>5,151</b>	少数股东损益	96	(10)	26	59	82
长期借款	1,442	66	66	66	66	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>964</b>	<b>2,268</b>	<b>2,618</b>	<b>2,881</b>	<b>3,194</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.73	1.72	1.98	2.18	2.42
其他	256	313	313	313	313						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,698</b>	<b>379</b>	<b>379</b>	<b>379</b>	<b>379</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>4,732</b>	<b>4,691</b>	<b>5,001</b>	<b>5,258</b>	<b>5,531</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1,218	211	237	296	378	成长能力					
实收资本(或股本)	1,130	1,218	1,218	1,218	1,218	营业收入	21.5%	32.6%	18.8%	12.6%	12.1%
资本公积	9,418	13,731	13,731	13,731	13,731	营业利润	124.3%	119.3%	16.4%	12.3%	13.2%
留存收益	(302)	1,966	4,375	6,994	9,900	归属于母公司净利润	140.5%	135.3%	15.4%	10.0%	10.9%
其他	336	375	375	375	375	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>11,801</b>	<b>17,500</b>	<b>19,936</b>	<b>22,614</b>	<b>25,602</b>	毛利率	27.5%	35.3%	35.5%	35.4%	35.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,532</b>	<b>22,191</b>	<b>24,937</b>	<b>27,872</b>	<b>31,132</b>	净利率	13.8%	24.5%	23.8%	23.3%	23.0%
						ROE	12.0%	16.3%	14.2%	13.7%	13.4%
						ROIC	8.7%	13.3%	12.2%	11.9%	11.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	28.6%	21.1%	20.1%	18.9%	17.8%
净利润	1,060	2,258	2,645	2,940	3,276	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,359	653	758	813	896	流动比率	3.60	3.41	3.77	4.17	4.64
财务费用	(120)	(141)	(241)	(287)	(342)	速动比率	3.09	3.00	3.32	3.69	4.13
投资损失	(28)	(112)	(50)	(30)	(30)	营运能力					
营运资金变动	461	413	(319)	(258)	(277)	应收账款周转率	7.8	9.5	10.2	9.9	9.9
其它	(900)	383	283	34	21	存货周转率	3.5	3.6	3.7	3.6	3.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,832</b>	<b>3,454</b>	<b>3,076</b>	<b>3,211</b>	<b>3,545</b>	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(1,789)	(934)	(1,000)	(800)	(600)	每股指标(元)					
长期投资	(115)	(1,174)	0	0	0	每股收益	0.73	1.72	1.98	2.18	2.42
其他	637	206	50	30	30	每股经营现金流	1.62	2.84	2.53	2.64	2.91
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,267)</b>	<b>(1,902)</b>	<b>(950)</b>	<b>(770)</b>	<b>(570)</b>	每股净资产	8.02	13.10	14.92	16.91	19.11
债权融资	34	(660)	0	0	0	估值比率					
股权融资	4,269	4,400	0	0	0	市盈率	72.8	30.9	26.8	24.4	22.0
其他	149	(852)	32	25	54	市净率	6.6	4.1	3.6	3.1	2.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,453</b>	<b>2,889</b>	<b>32</b>	<b>25</b>	<b>54</b>	EV/EBITDA	25.7	20.8	18.3	16.5	14.7
汇率变动影响	(66)	(40)	-0	-0	-0	EV/EBIT	62.5	26.9	23.8	21.3	18.9
<b>现金净增加额</b>	<b>4,952</b>	<b>4,400</b>	<b>2,157</b>	<b>2,467</b>	<b>3,029</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)