

投资评级 **中性** 调低

发挥 IDM 优势，产品结构持续优化，

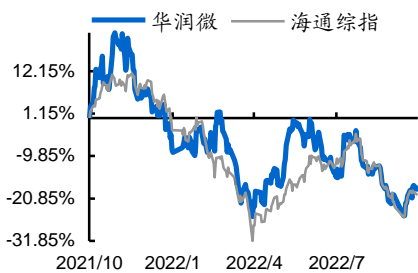
股票数据

10月27日收盘价(元)	50.37
52周股价波动(元)	43.60-75.70
总股本/流通A股(百万股)	1320/441
总市值/流通市值(百万元)	66493/22219

相关研究

《产线满载，单季度归母净利润增长明显》
 2022.04.30

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.9	-4.1	-0.7
相对涨幅(%)	11.7	7.5	13.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:郑宏达

Tel:(021)23219392

Email:zhd10834@htsec.com

证书:S0850516050002

分析师:肖隽翀

Tel:(021)23154139

Email:xjc12802@htsec.com

证书:S0850521080002

投资要点: GaN 新产品发布, SiC 产品已实现批量销售; 与吉利科技集团建立合作伙伴关系。

- 2022 年前三个季度归母净利润 20.57 亿元, 同比增 22.18%。** 华润微是我国领先的拥有芯片设计、晶圆制造、封装测试等全产业链一体化经营能力的半导体企业, 产品聚焦于功率半导体、智能传感器与智能控制领域。公司 22Q3 单季度实现收入 24.86 亿元, 同比增 0.54%; 归母净利润 7.03 亿元, 同比增 14.14%; 扣非后归母净利润 5.56 亿元, 同比增 3.20%。2022 年 Q1-Q3 累计实现收入 76.32 亿元, 同比增 10.17%; 归母净利润 20.57 亿元, 同比增 22.18%; 扣非后归母净利润 18.62 亿元, 同比增 19.84%。
- 发布 GaN 新产品。** 根据华润微电子芯闻号报道, 9 月 9 日公司举办 2022 年投资者开放日暨 GaN 新品发布会, 发布了氮化镓 (GaN) 600V/900V 系列最新产品, 6/8 英寸平台同步开展研发, 从衬底材料、器件设计、制造和封装工艺全方位布局。此外, 公司完成对大连芯冠科技的收购, 也为进军电源管理、太阳能逆变器、新能源汽车及高端电机驱动等领域打下坚实基础。
- 与吉利科技集团建立合作伙伴关系。** 根据华润微电子芯闻号报道, 2022 年 10 月 20 日, 公司与吉利科技集团签订合作协议, 双方将建立合作伙伴关系, 构建车规级功率半导体产业合作机制, 基于功率模块、MEMS 传感器、面板级封装等产品或技术推出联合解决方案, 推动提升新能源汽车、电动摩托车等场景下的半导体自给率。此外, 华润微和吉利科技集团还联合设立“吉利科技-华润微汽车传感器及应用实验室”, 吉利科技集团将聚合旗下相关半导体业务资源, 发挥在汽车半导体、动力电池、摩托车三电等领域优势, 共同打造产业链协同发展的典范。
- 12 吋产线预计年底通线, SiC 产品已实现销售。** 公司投资的 12 吋产线正在按计划推进, 预计将于年底通线, 首期规划产能 3 万片/月, 产品以 MOS 为主, 也在规划 IGBT, 终端应用主要针对工控和汽车等附加值较高的市场。目前公司 SiC 实现销售额的产品以 SiC 二极管为主, 应用于充电桩、光伏逆变、工业电源、新能源汽车等领域的 SiC MOS 也已开始批量销售。
- 盈利预测及估值建议。** 我们预计公司 2022E-2024E 营业收入分别为 106.10 亿元、127.22 亿元和 152.55 亿元, 归母净利润分别为 26.80 亿元、29.65 亿元和 35.54 亿元。采取 PE 估值方法, 结合可比公司水平, 我们给予公司 2022E (PE) 25x-29x 估值, 对应合理市值区间 670.10 亿元-777.31 亿元, 对应合理价值区间 50.76 元/股-58.88 元/股, 给予“中性”评级。
- 风险提示:** 新冠肺炎疫情影响宏观经济下行导致芯片需求下滑、市场竞争加剧、客户开拓不及预期、人才流失的风险、技术研发进度不及预期等。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6977	9249	10610	12722	15255
(+/-)YoY(%)	21.5%	32.6%	14.7%	19.9%	19.9%
净利润(百万元)	964	2268	2680	2965	3554
(+/-)YoY(%)	140.5%	135.3%	18.2%	10.6%	19.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.73	1.72	2.03	2.25	2.69
毛利率(%)	27.5%	35.3%	37.0%	36.0%	36.0%
净资产收益率(%)	9.1%	13.1%	13.5%	13.0%	13.6%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

公司是国内领先的拥有芯片设计、晶圆制造、封装测试等全产业链一体化经营能力的半导体企业，产品聚焦于功率半导体、智能传感器与智能控制领域，为客户提供丰富的半导体产品与系统解决方案，我们对主要业务进行如下假设：

假设条件 1: 考虑到公司通过技术创新、产品升级，提高产品性能，抓住国产替代机遇，在重点客户方面取得突破。投资的 12 吋产线正在按计划推进，预计将于年底通线，首期规划产能 3 万片/月，产品以 MOS 为主，也在规划 IGBT，终端应用主要针对工控和汽车等附加值较高的市场；且公司的 SiC 产品已经开始实现销售，主要应用于充电桩、光伏逆变、工业电源、新能源汽车等领域的 SiC MOS 也已开始批量销售。我们预计产品与方案业务 2022E-2024E 的收入将分别以 20%、20%、20% 的同比增速增长；

假设条件 2: 考虑到公司持续进行晶圆工艺和封装能力的提升，先进 BCD、MEMS、特色器件和高性能模拟特色工艺技术能力提升，尤其是 0.18umBCD 工艺平台综合技术能力进一步提升，客户推广成效显著；SOI-BCI 工艺平台成功推向市场，典型产品进入量产阶段；8 英寸麦克风工艺产品规模化生产，良率稳步提升等；我们预计制造与服务业务 2022E-2024E 的收入将分别以 10%、20%、20% 的同比增速增长；

假设条件 3: 公司的其他业务收入为物业出租、原料销售等，占营业收入的比例较低，我们预计其他业务收入 2022E-2024E 将以 10%、10%、10% 的同比增速增长；

假设条件 4: 预计产品与方案业务毛利率 2022E-2024E 分别为 39%、38%、38%，制造与服务业务毛利率分别为 35%、34%、34%，其他业务毛利率分别为 35%、35%、35%；

表 1 华润微分业务盈利预测

		2021	2022E	2023E	2024E
产品与方案	收入 (百万元)	4357.42	5228.90	6274.68	7529.62
	YoY (%)	40.37%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	37.43%	39.00%	38.00%	38.00%
制造与服务	收入 (百万元)	4800.78	5280.85	6337.02	7604.43
	YoY (%)	25.43%	10.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	33.56%	35.00%	34.00%	34.00%
其他业务	收入 (百万元)	91.01	100.11	110.12	121.13
	YoY (%)	99.45%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	27.76%	35.00%	35.00%	35.00%
总计	收入 (百万元)	9249.20	10609.87	12721.83	15255.18
	YoY (%)	32.56%	14.71%	19.91%	19.91%
	毛利率	35.33%	36.97%	35.98%	35.98%

资料来源：Wind、华润微招股说明书、华润微 2021 年报、华润微 22Q3 报告，海通证券研究所

我们预计公司 2022E-2024E 营业收入分别为 106.10 亿元、127.22 亿元和 152.55 亿元，同比增 14.71%、19.91%和 19.91%；归母净利润分别为 26.80 亿元、29.65 亿元和 35.54 亿元，同比增 18.19%、10.60%和 19.88%。采取 PE 估值方法，结合可比公司水平，我们给予公司 2022E (PE) 25x-29x 估值，对应合理市值区间 670.10 亿元-777.31 亿元，对应合理价值区间 50.76 元/股-58.88 元/股，给予“中性”评级。

风险提示：新冠肺炎疫情影响宏观经济下行导致芯片需求下滑、市场竞争加剧、客户开拓不及预期、人才流失的风险、技术研发进度不及预期等。

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
扬杰科技	300373	266.96	1.50	2.23	2.83	34.73	23.37	18.43
捷捷微电	300623	138.12	0.67	0.70	1.00	27.99	26.74	18.82
士兰微	600460	456.68	1.07	1.01	1.31	30.14	31.91	24.62
	均值		1.08	1.31	1.71	30.95	27.34	20.63
	华润微		1.72	2.03	2.25	29.32	24.81	22.43

注：收盘价为 2022 年 10 月 27 日价格，EPS 为 wind 一致预期；
资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	9249	10610	12722	15255
每股收益	1.72	2.03	2.25	2.69	营业成本	5982	6687	8144	9766
每股净资产	13.10	15.05	17.22	19.84	毛利率%	35.3%	37.0%	36.0%	36.0%
每股经营现金流	2.62	3.34	3.80	4.69	营业税金及附加	85	106	127	153
每股股利	0.00	0.08	0.08	0.08	营业税金率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	131	159	191	229
P/E	29.32	24.81	22.43	18.71	营业费用率%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
P/B	3.85	3.35	2.92	2.54	管理费用	441	530	636	763
P/S	6.63	5.78	4.82	4.02	管理费用率%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
EV/EBITDA	25.33	12.22	10.36	8.09	EBIT	1897	2225	2606	3125
股息率%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	财务费用	-141	-366	-402	-479
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.5%	-3.4%	-3.2%	-3.1%
毛利率	35.3%	37.0%	36.0%	36.0%	资产减值损失	18	-11	-13	-8
净利润率	24.5%	25.3%	23.3%	23.3%	投资收益	112	-21	38	46
净资产收益率	13.1%	13.5%	13.0%	13.6%	营业利润	2351	2647	3128	3737
资产回报率	10.2%	10.1%	9.9%	10.3%	营业外收支	3	146	8	22
投资回报率	9.8%	9.6%	9.9%	10.4%	利润总额	2354	2793	3136	3759
盈利增长 (%)					EBITDA	2704	4075	4656	5566
营业收入增长率	32.6%	14.7%	19.9%	19.9%	所得税	96	126	141	169
EBIT 增长率	135.3%	17.3%	17.1%	19.9%	有效所得税率%	4.1%	4.5%	4.5%	4.5%
净利润增长率	135.3%	18.2%	10.6%	19.9%	少数股东损益	-10	-13	30	36
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2268	2680	2965	3554
资产负债率	21.1%	24.5%	23.6%	23.5%					
流动比率	3.41	3.46	3.57	3.63	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	3.04	3.10	3.18	3.23	货币资金	11246	13596	15182	18454
现金比率	2.61	2.60	2.64	2.74	应收账款及应收票据	1151	1613	1881	2217
经营效率指标					存货	1548	1832	2159	2607
应收帐款周转天数	37.74	44.35	43.18	42.66	其它流动资产	747	1033	1322	1203
存货周转天数	94.45	100.00	96.74	97.45	流动资产合计	14692	18074	20543	24481
总资产周转率	0.42	0.40	0.42	0.44	长期股权投资	1365	1415	1455	1520
固定资产周转率	2.06	2.27	2.46	2.64	固定资产	4481	4677	5173	5770
					在建工程	519	1019	1419	1269
					无形资产	349	449	499	519
					非流动资产合计	7500	8494	9505	10081
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	22191	26568	30048	34562
净利润	2268	2680	2965	3554	短期借款	81	170	161	164
少数股东损益	-10	-13	30	36	应付票据及应付账款	1317	1509	1820	2184
非现金支出	790	1861	2063	2449	预收账款	0	34	21	29
非经营收益	-38	-93	12	-7	其它流动负债	2913	3507	3755	4364
营运资金变动	444	-20	-46	160	流动负债合计	4311	5221	5757	6741
经营活动现金流	3454	4416	5022	6192	长期借款	66	966	1016	1056
资产	-1262	-2628	-2995	-2896	其它长期负债	313	313	313	313
投资	-1282	-250	-340	85	非流动负债合计	379	1279	1329	1369
其他	641	-42	21	14	负债总计	4691	6500	7086	8110
投资活动现金流	-1902	-2920	-3314	-2798	实收资本	1218	1218	1218	1218
债权募资	142	989	41	43	归属于母公司所有者权益	17290	19870	22735	26189
股权募资	4990	0	0	0	少数股东权益	211	197	227	263
其他	-2244	-135	-163	-165	负债和所有者权益合计	22191	26568	30048	34562
融资活动现金流	2889	854	-122	-122					
现金净流量	4400	2349	1587	3272					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 27 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 电子、计算机行业
肖隽翀 电子行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：利亚德,易华录,歌尔股份,顺络电子,中颖电子,四维图新,木林森,佳都科技,闻泰科技,浪潮国际,创业慧康,视源股份,芯海科技,航天宏图,立昂微,敏芯股份,传音控股,骏成科技,晶赛科技,云从科技-UW,广联达,用友网络,鼎龙股份,蓝思科技,商汤-W,金溢科技,长川科技,晶晨股份,芯朋微,芯原股份-U

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。