

业绩保持高增长，收购国晶完善业务布局

投资要点

- **业绩总结:** 2021年全年，公司实现营业收入25.4亿元，同比大幅增长69.2%；实现归母净利润6.0亿元，同比爆发式增长197.2%。
- **营收利润强劲增长，研发投入持续加大。** 2021年全年：1) 营收端上，公司前实现收入25.4亿元，同比大幅增长69.2%。2) 从利润端上看，公司全年实现归母净利润6.0亿元，实现同比增长197.2%。其中，公司毛利率为44.9%，同比大幅上升9.6pp；净利率为24.5%，同大幅上升10.2pp。3) 费用端上看，公司销售费用率为0.7%，同比略微下降0.1pp；管理费用率为2.8%，同比下降1.0pp；研发费用率为9.0%，同比上升1.5pp。
- **下游大幅扩产，硅片国产化替代有望加速。** 半导体行业来看，受新能源、宅经济等需求驱动，2021年行业保持高景气，晶圆代工产能持续紧缺，台积电、中芯国际等厂商大幅扩产，未来2-3年维度上硅片需求确定性有较强支撑。此外，受中美贸易摩擦影响，大陆半导体产业链国产化替代加速。从大陆晶圆厂计划产能来看，中芯国际12英寸月产能将扩产24万片，华虹半导体12英寸月产能将扩产4-5万片，新产能建设的推进，大硅片国产化有望提速。
- **计划收购国晶半导体，完善12英寸轻掺片布局。** 立昂微将斥资14.9亿元控股国晶半导体，直接或间接合计控股78%。国晶半导体主要布局12英寸轻掺硅片，目前已完成40万片轻掺片产能建设，产品处于下游客户验证阶段尚未实现收入。立昂微的本轮收购将完善公司在轻掺片+重掺片领域的业务布局，实现具备向逻辑、存储类客户客户拓展的业务基础。
- **布局射频前端领域，未来成长动能充足。** 大陆在LNA、4G PA等模块占据一定份额，但5G PA、滤波器等前端模组国产化率较低。立昂微通过海宁工厂布局射频加工业务将形成砷化镓、碳化硅基氮化镓及VCSEL产品布局，有望引领我国射频领域实现技术突破。目前公司射频芯片业务正处于起步阶段，随技术突破与产能释放，中长期维度上有望为公司持续提供增长动能。
- **盈利预测与投资建议。** 我们上调公司2022-2024年EPS为2.06元、2.77元、3.58元，未来三年归母净利润复合增速有望达到35%以上。我们持续看好公司在12英寸重掺外延片上的领先优势，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产能建设不及预期；硅片行业供给过剩；射频业务研发不及预期。

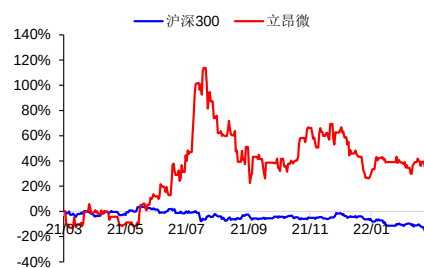
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2540.92	3560.98	4761.53	6093.54
增长率	69.17%	40.15%	33.71%	27.97%
归属母公司净利润(百万元)	600.30	944.16	1264.99	1637.11
增长率	197.24%	57.28%	33.98%	29.42%
每股收益EPS(元)	1.31	2.06	2.77	3.58
净资产收益率ROE	7.55%	10.74%	2.81%	14.53%
PE	79.93	50.82	37.93	29.31
PB	6.36	5.73	5.07	4.43

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.57
流通A股(亿股)	2.83
52周内股价区间(元)	72.9-179.11
总市值(亿元)	459.48
总资产(亿元)	125.61
每股净资产(元)	16.49

相关研究

1. 立昂微(605358): 深耕半导体硅片，射频、功率订单饱满 (2021-09-03)

关键假设：

假设 1：硅片业务方面，立昂微 15 万片 12 英寸硅片产能建设完毕，预计 2022 年放量贡献营收。未来 2-3 年时间维度上看，随中芯国际、华虹半导体、华润微、士兰微等厂商大幅扩产，下游硅片需求将有较强支撑。我们预计公司未来三年销量将分别提升 40%、31%、25%，硅片价格上行 3%-8%，对应公司收入将分别增长 51.3%、34.8%、28.3%。

假设 2：功率器件业务方面，公司沟槽肖特基二极管芯片产能已逐步完成。从行业角度来看，我们预计功率器件产品后续价格上涨空间相对有限，因此我们认为 2022 年后公司功率器件业务增长动力主要来自于产能利用率的提升。我们预计 2022-2024 年公司功率器件业务产能利用率将分别达到 64.5%、77.1%、84.7%，对应公司业务营收达 11.8 亿元、13.5 亿元、14.9 亿元。

假设 3：射频芯片代工业务受中美贸易摩擦影响，下游对国产代工需求旺盛。公司目前业务处于产能爬坡阶段，我们预计未来三年目前的砷化镓业务产能利用率将提升至 30%、70%、90%，海宁基地预计将在 2023 年释放 18 万片新产能，我们假设当年新投放产能利用率为 20%。基于以上假设，我们预计未来三年公司射频业务收入将分别达到 1.6 亿元、4.4 亿元、7.8 亿元。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
半导体硅片	收入	1458.5	2207.0	2975.9	3818.0
	增速	49.9%	51.3%	34.8%	28.3%
	毛利率	45.5%	47.2%	48.8%	47.9%
半导体功率器件	收入	1007.0	1184.9	1350.6	1492.4
	增速	100.3%	17.7%	14.0%	10.5%
	毛利率	51.0%	49.8%	45.5%	44.5%
砷化镓芯片	收入	44.1	169.1	435.0	783.1
	增速	474.3%	283.3%	157.3%	80.0%
	毛利率	-93.8%	10.0%	28.0%	40.0%
合计	收入	2509.6	3561.0	4761.5	6093.5
	增速	69.2%	41.9%	33.7%	28.0%
	毛利率	45.2%	46.3%	46.0%	46.1%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2540.92	3560.98	4761.53	6093.54	净利润	622.23	978.65	1311.20	1696.91
营业成本	1400.07	1912.29	2572.96	3287.34	折旧与摊销	308.03	281.26	306.72	334.12
营业税金及附加	23.64	33.12	44.29	56.68	财务费用	106.60	113.86	136.94	148.46
销售费用	17.86	25.03	32.84	42.43	资产减值损失	-33.44	-45.56	-45.38	-41.46
管理费用	70.66	415.86	555.71	707.15	经营营运资本变动	-594.55	63.72	-481.30	-594.83
财务费用	106.60	113.86	136.94	148.46	其他	28.66	41.79	57.86	49.57
资产减值损失	-33.44	-45.56	-45.38	-41.46	经营活动现金流净额	437.53	1433.71	1286.04	1592.77
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2299.70	-500.00	-600.00	-720.00
公允价值变动损益	-31.00	-6.24	-7.48	-8.94	其他	-731.92	-6.24	-7.48	-8.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3031.62	-506.24	-607.48	-728.94
营业利润	683.94	1100.14	1456.68	1883.99	短期借款	-250.29	-945.26	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.14	-1.30	-1.46	-1.52	长期借款	167.00	130.00	143.00	157.30
利润总额	681.80	1098.84	1455.21	1882.47	股权融资	5130.86	13.44	0.00	0.00
所得税	59.57	120.19	144.01	185.56	支付股利	-44.06	-120.06	-188.83	-253.00
净利润	622.23	978.65	1311.20	1696.91	其他	2.84	-75.00	208.16	193.98
少数股东损益	21.93	34.49	46.21	59.81	筹资活动现金流净额	5006.34	-996.88	162.33	98.28
归属母公司股东净利润	600.30	944.16	1264.99	1637.11	现金流量净额	2409.13	-69.40	840.89	962.10
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4237.36	4167.95	5008.84	5970.95	成长能力				
应收和预付款项	812.11	1124.78	1508.49	1930.69	销售收入增长率	69.17%	40.15%	33.71%	27.97%
存货	882.27	1154.94	1587.12	2054.07	营业利润增长率	185.98%	60.85%	32.41%	29.33%
其他流动资产	692.47	263.69	325.27	420.92	净利润增长率	189.05%	57.28%	33.98%	29.42%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	91.65%	36.11%	27.09%	24.54%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	5038.58	5264.96	5565.89	5959.40	毛利率	44.90%	46.30%	45.96%	46.05%
无形资产和开发支出	49.85	43.23	36.60	29.98	三费率	7.68%	15.58%	15.24%	14.74%
其他非流动资产	848.00	846.98	845.97	844.96	净利率	24.49%	27.48%	27.54%	27.85%
资产总计	12560.63	12866.53	14878.18	17210.97	ROE	7.55%	10.74%	12.81%	14.53%
短期借款	945.26	0.00	0.00	0.00	ROA	4.95%	7.61%	8.81%	9.86%
应付和预收款项	835.32	1043.23	1443.34	1828.66	ROIC	19.27%	20.67%	26.22%	29.86%
长期借款	609.23	739.23	882.23	1039.53	EBITDA/销售收入	43.24%	41.99%	39.91%	38.84%
其他负债	1929.34	1970.56	2316.73	2662.99	营运能力				
负债合计	4319.15	3753.03	4642.31	5531.18	总资产周转率	0.27	0.28	0.34	0.38
股本	457.33	457.33	457.33	457.33	固定资产周转率	0.77	0.87	1.10	1.33
资本公积	5800.35	5813.79	5813.79	5813.79	应收账款周转率	4.08	4.20	4.12	4.04
留存收益	1284.75	2108.85	3185.00	4569.11	存货周转率	1.84	1.78	1.81	1.75
归属母公司股东权益	7542.43	8379.96	9456.12	10840.22	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	49.04%	—	—	—
少数股东权益	699.05	733.54	779.75	839.56	资本结构				
股东权益合计	8241.48	9113.50	10235.87	11679.78	资产负债率	34.39%	29.17%	31.20%	32.14%
负债和股东权益合计	12560.63	12866.53	14878.18	17210.97	带息债务/总负债	35.99%	19.70%	19.00%	18.79%
					流动比率	3.19	6.36	5.79	5.62
					速动比率	2.77	5.27	4.70	4.51
					股利支付率	7.34%	12.72%	14.93%	15.45%
					每股指标				
					每股收益	1.31	2.06	2.77	3.58
					每股净资产	16.49	18.32	20.68	23.70
					每股经营现金	0.96	3.13	2.81	3.48
					每股股利	0.10	0.26	0.41	0.55
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1098.57	1495.26	1900.33	2366.57					
PE	79.93	50.82	37.93	29.31					
PB	6.36	5.73	5.07	4.43					
PS	18.88	13.47	10.08	7.87					
EV/EBITDA	40.73	29.24	22.64	17.84					
股息率	0.09%	0.25%	0.39%	0.53%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn