

## 产品矩阵丰富，应用深入与产能建设同步推进

### 核心观点

- **收购 GaN 厂商扩充矩阵，剑指第三代半导体。**公司于 5 月 20 日收购第三代半导体厂商芯冠科技（后更名润新微电子）34.56%的股份，成为其第一大股东。润新微电子成立于 2016 年 3 月，是一家主要从事硅基氮化镓外延及功率半导体研发和产业化的 IDM 厂商，产品应用于电源管理、太阳能逆变器、电动汽车及工业马达驱动等领域，此次收购丰富了公司氮化镓功率器件领域的产品与技术。SiC 方面，公司自主研发的第一代 650V、1200V SiC JBS 产品已形成销售，21 年末正式对外发布了 SiC MOSFET 产品和第二代 650V SiC JBS 产品，均可实现量产。公司第三代半导体产品产业化和平台化战略继续高歌前进。
- **IGBT 高端领域开拓顺利，应用深入与产能建设同步推进。**公司加大 IGBT 工艺技术和产品研发投入，积极切入工控类和汽车电子等高端应用领域，2021 年 IGBT 收入同比增长 57%，工控领域占比已提升至 7 成。目前公司 IGBT 产品进展顺利，IGBT 模块已实现量产，新能源汽车应用领域的占比有望持续加大。展望未来，公司计划扩充 8 寸 IGBT 产能，车规级产品体系与供应能力有望进一步完善，公司 22 年 IGBT 业务目标保持高速增长，预计增速将超过去年同期。
- **12 寸产能年底通线在即，IDM 优势持续深化。**作为中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，公司因产品可靠性和持续供货能力而广受头部客户青睐。目前，由润西微电子（重庆）有限公司建设的 12 寸中高端功率半导体晶圆生产线进展顺利，预计如期于 2022 年底前通线。此项目计划投资总额 75.5 亿元，达产后将丰富产能 3 万片/月，并配套建设 12 寸外延及薄片工艺能力，建成后有望进一步巩固公司 IDM 功率龙头优势。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 22-24 年每股收益分别 2.09/2.31/2.56 元（原 22-23 预测分别为 2.10/2.37 元，主要下调制造与服务业务收入、下调产品与方案业务毛利率预测），根据可比公司 22 年 39 倍 PE 估值，对应目标价 81.34 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	11,116	12,479	13,946
同比增长(%)	21.5%	32.6%	20.2%	12.3%	11.8%
营业利润(百万元)	1,072	2,351	2,878	3,260	3,685
同比增长(%)	124.3%	119.3%	22.4%	13.3%	13.0%
归属母公司净利润(百万元)	964	2,268	2,753	3,054	3,381
同比增长(%)	140.5%	135.3%	21.4%	10.9%	10.7%
每股收益(元)	0.73	1.72	2.09	2.31	2.56
毛利率(%)	27.5%	35.3%	35.7%	36.0%	36.1%
净利率(%)	13.8%	24.5%	24.8%	24.5%	24.2%
净资产收益率(%)	12.0%	16.3%	14.8%	14.4%	14.0%
市盈率	78.4	33.3	27.4	24.7	22.3
市净率	7.1	4.4	3.8	3.3	2.9

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申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2022年08月05日）	57.21 元
目标价格	81.34 元
52 周最高价/最低价	92.91/43.47 元
总股本/流通 A 股（万股）	132,009/44,111
A 股市值（百万元）	75,522
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2022 年 08 月 08 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	13.06	3.51	18.39	-35.86
相对表现	12.83	11.07	21.23	-12.95
沪深 300	0.23	-7.56	-2.84	-22.91



### 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

### 联系人

李庭旭 litingxu@orientsec.com.cn

### 相关报告

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  
 深度受益于功率半导体国产替代，盈利能 2020-11-10  
 力持续增强

## 盈利预测与投资建议

我们预测公司 22-24 年每股收益分别 2.09/2.31/2.56 元（原 22-23 预测分别为 2.10/2.37 元，主要下调制造与服务业务收入、下调产品与方案业务毛利率预测），根据可比公司 22 年 39 倍 PE 估值，对应目标价 81.34 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2022/8/5	每股收益(元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
时代电气	688187	66.00	1.42	1.59	1.85	2.08	46.33	41.60	35.75	31.79
士兰微	600460	46.92	1.07	1.04	1.35	1.81	43.78	44.92	34.78	25.87
扬杰科技	300373	68.34	1.50	2.17	2.73	3.45	45.59	31.49	25.04	19.82
闻泰科技	600745	77.63	2.10	3.03	4.24	5.71	37.05	25.64	18.29	13.60
新洁能	605111	131.56	2.05	2.62	3.49	4.53	64.09	50.31	37.68	29.05
	最大值						64.09	50.31	37.68	31.79
	最小值						37.05	25.64	18.29	13.60
	平均数						47.37	38.79	30.31	24.03
	调整后平均						45.23	39.34	31.86	24.91

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。

**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	13,521	16,158	19,367	营业收入	6,977	9,249	11,116	12,479	13,946
应收票据、账款及款项融资	1,795	1,499	1,801	2,022	2,260	营业成本	5,061	5,982	7,145	7,982	8,913
预付账款	52	37	45	51	56	营业税金及附加	69	85	103	115	129
存货	1,269	1,548	1,849	2,066	2,306	营业费用	106	131	151	167	183
其他	932	361	364	367	369	管理费用及研发费用	936	1,154	1,258	1,356	1,467
<b>流动资产合计</b>	<b>10,914</b>	<b>14,692</b>	<b>17,581</b>	<b>20,663</b>	<b>24,358</b>	财务费用	(120)	(141)	(242)	(291)	(350)
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)	34	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>2,878</b>	<b>3,260</b>	<b>3,685</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>25,092</b>	<b>28,171</b>	<b>31,595</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>2,882</b>	<b>3,264</b>	<b>3,689</b>
应付票据及应付账款	1,128	1,317	1,574	1,758	1,963	所得税	26	96	101	147	221
其他	1,900	2,913	2,986	3,039	3,096	<b>净利润</b>	<b>1,060</b>	<b>2,258</b>	<b>2,781</b>	<b>3,117</b>	<b>3,467</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,034</b>	<b>4,311</b>	<b>4,641</b>	<b>4,878</b>	<b>5,141</b>	少数股东损益	96	(10)	28	62	87
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>2,753</b>	<b>3,054</b>	<b>3,381</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.73	1.72	2.09	2.31	2.56
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>5,020</b>	<b>5,258</b>	<b>5,520</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1,218	211	238	301	387	<b>成长能力</b>					
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%	20.2%	12.3%	11.8%
资本公积	9,418	13,731	13,731	13,731	13,731	营业利润	124.3%	119.3%	22.4%	13.3%	13.0%
留存收益	(302)	1,966	4,510	7,289	10,364	归属于母公司净利润	140.5%	135.3%	21.4%	10.9%	10.7%
其他	336	375	375	375	375	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>11,801</b>	<b>17,500</b>	<b>20,072</b>	<b>22,914</b>	<b>26,075</b>	毛利率	27.5%	35.3%	35.7%	36.0%	36.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,532</b>	<b>22,191</b>	<b>25,092</b>	<b>28,171</b>	<b>31,595</b>	净利率	13.8%	24.5%	24.8%	24.5%	24.2%
						ROE	12.0%	16.3%	14.8%	14.4%	14.0%
						ROIC	8.7%	13.3%	12.8%	12.6%	12.3%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	28.6%	21.1%	20.0%	18.7%	17.5%
净利润	1,060	2,258	2,781	3,117	3,467	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	3.79	4.24	4.74
财务费用	(120)	(141)	(242)	(291)	(350)	速动比率	3.09	3.00	3.33	3.75	4.23
投资损失	(28)	(112)	(50)	(30)	(30)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	461	413	(341)	(248)	(269)	应收账款周转率	7.8	9.5	10.2	9.9	9.9
其它	(900)	383	287	31	20	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>3,192</b>	<b>3,391</b>	<b>3,734</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)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(115)	(1,174)	0	0	0	每股收益	0.73	1.72	2.09	2.31	2.56
其他	637	206	50	30	30	每股经营现金流	1.62	2.84	2.62	2.78	3.07
<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	15.02	17.13	19.46
债权融资	34	(660)	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	4,269	4,400	0	0	0	市盈率	78.4	33.3	27.4	24.7	22.3
其他	149	(852)	33	16	44	市净率	7.1	4.4	3.8	3.3	2.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,453</b>	<b>2,889</b>	<b>33</b>	<b>16</b>	<b>44</b>	EV/EBITDA	28.0	22.6	19.1	17.1	15.3
汇率变动影响	(66)	(40)	-0	-0	-0	EV/EBIT	68.1	29.3	24.6	21.8	19.4
<b>现金净增加额</b>	<b>4,952</b>	<b>4,400</b>	<b>2,275</b>	<b>2,637</b>	<b>3,209</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)