

# 业绩超预期，毛利率大幅提升



## 核心观点

- **营收快速增长，毛利率大幅提升。**公司上半年实现营收 44.5 亿元，同比增长 45%，归母净利润 10.7 亿元，同比增长 165%。其中二季度单季实现营收 24.1 亿元，归母净利润 6.7 亿元。受益于产能利用率和价格提升，上半年毛利率 34.1%，同比增长 6.8 个百分点，其中二季度单季毛利率 36.3%，环比增长 4.8 个百分点。上半年研发投入 2.8 亿元，同比增长 25%，研发人员数量从 20 年末的约 700 人增至 800 人以上。
- **IDM 模式保障产能供应，功率器件业务快速拓展：**公司上半年产品与方案实现营收 20.4 亿元，同比增长 44%。分立器件领域，MOSFET 扩大领先优势，收入同比增长 43%；IGBT 竞争力增强，实现在工业和白电领域头部客户拓展，销售收入同比增长 94%；SiC JBS 在 PC 电源、充电桩、太阳能逆变器工控领域客户拓展顺利，订单大幅增加，SiC MOSFET 预计今年推出相关产品，GaN 工艺平台亦在开展研发；同时公司积极推动车规级 MOS 项目，与国际一流大厂和整车厂展开合作，有望引领高端功率半导体国产替代。IC 领域，公司积极布局电池、电源、电机领域，进一步扩大白电、工业变频器等市场份额，收入同比增长 66%，未来受益于新产品、新客户、新市场的拓展，公司功率 IC 份额有望持续提升。同时公司规划月产能为 3 万片的新 12 英寸产线有望在明年投产，将主要用于自有功率器件的生产，产能紧缺背景下有望加速公司功率器件市场占有率提升，为公司贡献显著业绩增量。
- **晶圆代工业务受益 ASP 及毛利率提升，先进封装逐步起量：**上半年制造与服务业务实现收入 23.8 亿元，同比增长 42%，华润微作为国内领先的晶圆制造企业，有望继续受益于晶圆产能紧缺带来的 ASP 和毛利率提升。封测业务方面，智能功率模块封装满产，工业与汽车电子应用前期导入的两家汽车电子客户逐步起量，面板级封装已导入 43 家国内外知名半导体客户，6 家客户实现小批量生产，3 家客户实现大批量生产。

## 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 1.67、2.10、2.37 元（原 21-23 年预测为 1.07、1.36、1.70 元，主要上调了毛利率假设），根据可比公司，维持给予 21 年 66 倍 PE 估值，对应目标价为 110.2 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	9,238	11,157	12,361
同比增长(%)	-8.4%	21.5%	32.4%	20.8%	10.8%
营业利润(百万元)	478	1,072	2,246	2,828	3,194
同比增长(%)	-18.4%	124.3%	109.6%	25.9%	13.0%
归属母公司净利润(百万元)	401	964	2,206	2,774	3,131
同比增长(%)	-6.7%	140.5%	128.9%	25.8%	12.9%
每股收益(元)	0.30	0.73	1.67	2.10	2.37
毛利率(%)	22.8%	27.5%	35.3%	35.9%	36.1%
净利率(%)	7.0%	13.8%	23.9%	24.9%	25.3%
净资产收益率(%)	8.4%	12.0%	15.8%	14.9%	14.9%
市盈率	263.9	109.7	47.9	38.1	33.8
市净率	19.5	10.0	6.1	5.4	4.7

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08月18日)	80.1元
目标价格	110.2元
52周最高价/最低价	104.47/45.55元
总股本/流通A股(万股)	132,009/32,913
A股市值(百万元)	105,739
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年08月19日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-5.57	-1.1	32.13	46.09
相对表现	-2.59	6.53	41.67	44.12
沪深300	-2.98	-7.63	-9.54	1.97



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
	matiany@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518090001
证券分析师	唐权喜
	021-63325888*6086
	tangquanxi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070005
联系人	李庭旭
	litingxu@orientsec.com.cn
联系人	韩潇锐
	hanxiaorui@orientsec.com.cn

## 相关报告

行业高景气，业绩高增长有望延续 2021-05-04

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。

**图 1：公司各业务分部业绩情况（单位：百万元）**

业务分部	2020H1		2021H1	
	对外销售收入	净利润	对外销售收入	净利润
IC 设计分部	302	7	498	84
晶圆代工分部	1095	268	1394	480
封装测试分部	412	21	820	67
分立器件分部	1053	140	1519	352
配套支持分部	184	141	196	20

数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 盈利预测调整附加说明

我们根据公司 21 年上半年经营情况，主要对以下假设做了调整：

- 1) 上调了制造与服务业务收入，公司上半年制造与服务业务收入已达到 23.8 亿元，超出我们此前预期，因此上调该部分 21-23 年收入假设。
- 2) 受益于行业高景气，公司盈利能力大幅提升，二季度单季综合毛利率达 36.3%，因此我们上调了制造与服务、产品与方案两块业务的毛利率假设。
- 3) 下调了费用率假设，主要参考 21 年上半年费用率情况对全年及后续年份对应调整。

**图 2：主要财务数据变动分析表**

	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,308	10,061	12,194	9,238	11,157	12,361
变动幅度				11.2%	10.9%	1.4%
营业利润(百万元)	1,428	1,827	2,280	2,246	2,828	3,194
变动幅度				57.3%	54.8%	40.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,409	1,798	2,240	2,206	2,774	3,131
变动幅度				56.6%	54.3%	39.8%
每股收益(元)	1.07	1.36	1.70	1.67	2.10	2.37
变动幅度				56.6%	54.3%	39.8%
毛利率(%)	31.3%	31.4%	31.9%	35.3%	35.9%	36.1%
变动幅度				4.0%	4.5%	4.3%
净利率(%)	16.9%	17.9%	18.4%	23.9%	24.9%	25.3%
变动幅度				6.9%	7.0%	7.0%

数据来源：东方证券研究所

**图 3：核心假设变动分析表**

	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
<b>制造与服务</b>						
销售收入（百万元）	4,136.9	4,647.7	5,732.4	5,067.6	5,743.4	5,898.8
变动幅度				22.5%	23.6%	2.9%
毛利率	28.6%	28.6%	29.1%	33.0%	33.0%	33.0%
变动幅度				4.4%	4.4%	3.9%
<b>产品与方案</b>						
销售收入（百万元）	4,125.1	5,368.1	6,416.2	4,125.1	5,368.1	6,416.2
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	33.9%	33.9%	34.4%	38.0%	39.0%	39.0%
变动幅度				4.1%	5.1%	4.6%
<b>其他业务</b>						
销售收入（百万元）	45.6	45.6	45.6	45.6	45.6	45.6
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	40.7%	40.7%	40.7%	40.7%	40.7%	40.7%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
<b>合计收入</b>	<b>8,307.6</b>	<b>10,061.5</b>	<b>12,194.2</b>	<b>9,238.4</b>	<b>11,157.2</b>	<b>12,360.5</b>
变动幅度				11.2%	10.9%	1.4%
<b>综合毛利率</b>	<b>31.3%</b>	<b>31.4%</b>	<b>31.9%</b>	<b>35.3%</b>	<b>35.9%</b>	<b>36.1%</b>
变动幅度				4.0%	4.5%	4.3%
销售费用率	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%
管理费用率	5.0%	4.9%	4.7%	4.5%	4.4%	4.3%
研发费用率	7.5%	7.0%	7.0%	6.5%	6.4%	6.3%

数据来源：东方证券研究所

## 投资建议

我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 1.67、2.10、2.37 元（原 21-23 年预测为 1.07、1.36、1.70 元，主要上调了毛利率假设），根据可比公司，维持给予 21 年 66 倍 PE 估值，对应目标价为 110.2 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	11,660	13,061	15,004	营业收入	5,743	6,977	9,238	11,157	12,361
应收票据、账款及款项融资	1,491	1,795	2,377	2,871	3,181	营业成本	4,431	5,061	5,980	7,150	7,893
预付账款	52	52	68	82	91	营业税金及附加	66	69	91	110	122
存货	1,055	1,269	1,500	1,793	1,980	营业费用	112	106	129	151	161
其他	564	932	936	940	942	管理费用及研发费用	859	936	1,016	1,205	1,310
<b>流动资产合计</b>	<b>5,092</b>	<b>10,914</b>	<b>16,542</b>	<b>18,748</b>	<b>21,198</b>	财务费用	31	(120)	(144)	(206)	(239)
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	5,155	5,365	5,563	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
在建工程	489	402	1,203	1,503	1,683	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>2,246</b>	<b>2,828</b>	<b>3,194</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,003</b>	<b>5,618</b>	<b>6,835</b>	<b>7,287</b>	<b>7,619</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>23,377</b>	<b>26,034</b>	<b>28,817</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>2,260</b>	<b>2,842</b>	<b>3,208</b>
应付票据及应付账款	848	1,128	1,333	1,593	1,759	所得税	(6)	26	54	68	77
其他	1,130	1,900	1,975	2,039	2,079	<b>净利润</b>	<b>512</b>	<b>1,060</b>	<b>2,206</b>	<b>2,774</b>	<b>3,131</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,979</b>	<b>3,034</b>	<b>3,314</b>	<b>3,639</b>	<b>3,844</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>2,206</b>	<b>2,774</b>	<b>3,131</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.30	0.73	1.67	2.10	2.37
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>4,756</b>	<b>5,081</b>	<b>5,287</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	1,218	1,218	1,218	营业收入	-8.4%	21.5%	32.4%	20.8%	10.8%
资本公积	5,450	9,418	14,319	14,319	14,319	营业利润	-18.4%	124.3%	109.6%	25.9%	13.0%
留存收益	(1,225)	(302)	1,867	4,199	6,776	归属于母公司净利润	-6.7%	140.5%	128.9%	25.8%	12.9%
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>18,621</b>	<b>20,954</b>	<b>23,530</b>	毛利率	22.8%	27.5%	35.3%	35.9%	36.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,095</b>	<b>16,532</b>	<b>23,377</b>	<b>26,034</b>	<b>28,817</b>	净利率	7.0%	13.8%	23.9%	24.9%	25.3%
						ROE	8.4%	12.0%	15.8%	14.9%	14.9%
						ROIC	6.7%	8.7%	12.2%	12.0%	12.1%
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	2,206	2,774	3,131	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	4.99	5.15	5.51
财务费用	31	(120)	(144)	(206)	(239)	速动比率	1.90	3.09	4.45	4.56	4.89
投资损失	0	(28)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	427	461	(600)	(540)	(339)	应收账款周转率	8.1	7.8	8.2	7.9	7.6
其它	(1,038)	(900)	(848)	60	38	存货周转率	3.5	3.5	3.6	3.6	3.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>576</b>	<b>1,832</b>	<b>1,352</b>	<b>2,939</b>	<b>3,561</b>	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(625)	(1,789)	(1,602)	(1,302)	(1,302)	每股指标(元)					
长期投资	(82)	(115)	0	0	0	每股收益	0.30	0.73	1.67	2.10	2.37
其他	666	637	0	0	0	每股经营现金流	0.69	1.62	1.11	2.41	2.92
<b>投资活动现金流</b>	<b>(41)</b>	<b>(1,267)</b>	<b>(1,602)</b>	<b>(1,302)</b>	<b>(1,302)</b>	每股净资产	4.11	8.02	13.18	14.95	16.90
债权融资	(945)	34	(50)	0	0	估值比率					
股权融资	(571)	4,269	4,988	0	0	市盈率	263.9	109.7	47.9	38.1	33.8
其他	1,336	149	107	(235)	(315)	市净率	19.5	10.0	6.1	5.4	4.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(180)</b>	<b>4,453</b>	<b>5,044</b>	<b>(235)</b>	<b>(315)</b>	EV/EBITDA	82.4	41.1	33.5	27.4	24.2
汇率变动影响	19	(66)	-0	-0	-0	EV/EBIT	186.8	99.8	45.2	36.2	32.2
<b>现金净增加额</b>	<b>374</b>	<b>4,952</b>	<b>4,794</b>	<b>1,401</b>	<b>1,943</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)