

华润微

# 3Q22 业绩符合预期，毛利率水平维持稳定



**李学来 分析员**  
科技硬件  
SAC 执证编号: S0080521030004  
SFC CE Ref: BRH417  
xuelai.li@cicc.com.cn

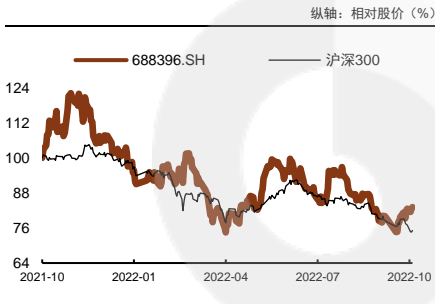


**张怡康 联系人**  
科技硬件  
SAC 执证编号: S0080121090113  
yikang.zhang@cicc.com.cn

● 维持跑赢行业

**股票代码** | **股票评级** | **目标价**  
688396.SH | → 跑赢行业 | 人民币 75.00

股票代码	688396.SH
最新收盘价	人民币 49.76
52 周最高价/最低价	人民币 75.48-43.47
总市值(亿)	人民币 657



(人民币 百万)	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入	6,977	9,249	10,353	13,055
增速	21.5%	32.6%	11.9%	26.1%
归属母公司净利润	964	2,268	2,661	2,870
增速	140.5%	135.3%	17.3%	7.9%
扣非后净利润	853	2,099	2,378	2,685
增速	313.5%	146.0%	13.3%	12.9%
每股净利润	0.73	1.72	2.02	2.17
每股净资产	8.02	13.10	15.11	17.29
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.39	2.62	2.56	2.91
市盈率	68.2	29.0	24.7	22.9
市净率	6.2	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	38.4	18.5	16.4	13.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	7.2%	11.7%	11.4%	10.9%
平均净资产收益率	12.0%	16.3%	14.3%	13.4%

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

● 业绩回顾

3Q22 业绩符合我们预期

公司公布 2022 年前三季度业绩: 收入 76.32 亿元, 同比增长 10.17%, 毛利率 37.36%, 同比提升 1.94ppt, 归母净利润 20.57 亿元, 同比增长 22.18%, 扣非后净利润 18.62 亿元, 同比增长 19.84%。其中, 3Q22 收入 24.86 亿元, 同比增长 0.54%, 环比下降 5.54%, 毛利率 37.14%, 同比下降 0.72ppt, 环比下降 1.25ppt, 归母净利润 7.03 亿元, 同比增长 14.14%, 环比下降 4.28%, 扣非后归母净利润 5.56 亿元, 同比增长 3.2%, 环比下降 21.26%。符合我们预期。

3Q22 扣非后归母净利润环比下滑明显。3Q22 毛利率微降符合预期, 从费用率上看, 3Q22 销售费用率 1.63%, 环比增长 0.03ppt; 管理费用率 6.09%, 环比增长 1.57ppt, 主要是受员工奖金发放影响; 研发费用率 9.46%, 环比增长 1.19%, 主要因为加强了研发投入。此外 3Q22 确认了资产减值损失 698 万元以及信用减值损失 1,228 万元。3Q22 非经常性损益中主要是重庆公司核销十年以上长账龄应付款项 1.35 亿元。

发展趋势

前三季度收入波动符合预期。2022 年年初以来手机、家电需求相对比较疲软, 新能源、汽车电子、工业控制需求相对饱满。针对产品及方案板块, 公司努力调整结构, 在光伏、工控和新能源车领域加大产能分配和销售, 因此我们判断公司受消费电子景气度下滑影响已相应减弱。库存上看, 截止三季度末, 公司库存为 17.68 亿元, 相比二季度末增加 1.81 亿元, 存货周转天数增加至 94 天, 我们认为仍在合理水平内。

持续看好公司产品结构改善、产能增长以及稳定的综合毛利率。在 6、8 寸产能持续增长, 以及 12 吋产线在 2022 年年末预计通线的假设下, 公司主动向高附加值应用倾斜产能和资源, 我们预计整体毛利率水平有望维持稳定。从产品转型角度看, 公司 6 吋、8 吋产线目前均符合车规级标准。公司已有多款产品通过车规 AEC-Q101 体系考核; 公司 MOSFET、IGBT 产品已进入整车应用并拓展了工业领域的头部客户; 应用在充电桩、光伏逆变、工业电源、新能源汽车等 SiC 二极管、MOSFET 均已实现批量销售。

盈利预测与估值

考虑到公司产能利用率受需求下滑影响有所降低, 下调 2022 年收入 9% 至 103.53 亿元, 但因 3Q22 出现大额非经常性损益, 上调净利润 6% 至 26.61 亿元, 维持 2023 年盈利预测不变。当前股价对应 2022/2023 年 3.3 倍/2.9 倍市净率。维持跑赢行业评级和 75.00 元目标价, 对应 4.4 倍 2023 年市净率, 较当前股价有 50.7% 的上行空间。

风险

消费类产品持续降价; 产能增长不达预期; 车规级客户拓展不及预期。

## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	6,977	9,249	10,353	13,055	营业收入	21.5%	32.6%	11.9%	26.1%
营业成本	5,061	5,982	6,496	8,499	营业利润	124.3%	119.3%	11.6%	13.8%
税金及附加	69	85	95	120	EBITDA	41.3%	88.1%	7.6%	12.0%
营业费用	106	131	152	196	净利润	140.5%	135.3%	17.3%	7.9%
管理费用	936	1,154	1,377	1,540	扣非后净利润	313.5%	146.0%	13.3%	12.9%
财务费用	-120	-141	-279	-158	<b>盈利能力</b>				
其他	135	331	99	89	毛利率	26.5%	34.4%	36.3%	34.0%
营业利润	1,072	2,351	2,624	2,987	营业利润率	15.4%	25.4%	25.3%	22.9%
营业外收支	14	3	147	2	EBITDA 利润率	23.0%	32.6%	31.3%	27.8%
利润总额	1,086	2,354	2,771	2,989	净利润率	13.8%	24.5%	25.7%	22.0%
所得税	26	96	113	122	扣非后净利润率	12.2%	22.7%	23.0%	20.6%
少数股东损益	96	-10	-3	-3	<b>偿债能力</b>				
归属母公司净利润	964	2,268	2,661	2,870	流动比率	3.60	3.41	4.19	4.10
扣非后净利润	853	2,099	2,378	2,685	速动比率	3.18	3.05	3.77	3.71
EBITDA	1,603	3,015	3,244	3,634	现金比率	2.26	2.61	3.25	3.22
<b>资产负债表</b>					资产负债率	28.6%	21.1%	17.6%	18.8%
货币资金	6,866	11,246	12,786	15,993	净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
应收账款及票据	1,270	1,151	1,260	1,522	<b>回报率分析</b>				
预付款项	52	37	41	53	总资产收益率	7.2%	11.7%	11.4%	10.9%
存货	1,269	1,548	1,650	1,941	净资产收益率	12.0%	16.3%	14.3%	13.4%
其他流动资产	1,458	709	753	859	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	10,914	14,692	16,489	20,368	每股净利润 (元)	0.73	1.72	2.02	2.17
固定资产及在建工程	4,769	4,999	5,527	5,537	每股净资产 (元)	8.02	13.10	15.11	17.29
无形资产及其他长期资产	849	2,500	2,456	2,463	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	5,618	7,500	7,983	8,000	每股经营现金流 (元)	1.39	2.62	2.56	2.91
资产合计	16,532	22,191	24,472	28,368	<b>估值分析</b>				
短期借款	104	946	81	81	市盈率	68.2	29.0	24.7	22.9
应付账款及票据	1,128	1,317	1,484	1,942	市净率	6.2	3.8	3.3	2.9
其他流动负债	1,802	2,048	2,369	2,941	EV/EBITDA	38.4	18.5	16.4	13.8
流动负债合计	3,034	4,311	3,934	4,964	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
长期借款和应付债券	1,442	66	66	66					
其他非流动负债	256	313	313	313					
非流动负债合计	1,698	379	379	379					
负债合计	4,732	4,691	4,313	5,343					
归母所有者权益	10,583	17,290	19,950	22,820					
少数股东权益	1,218	211	208	205					
负债及股东权益合计	16,532	22,191	24,472	28,368					
<b>现金流量表</b>									
净利润	964	2,268	2,661	2,870					
折旧和摊销	733	791	749	800					
营运资本变动	252	223	212	309					
其他	-117	172	-244	-140					
经营活动现金流	1,832	3,454	3,377	3,839					
资本开支	-573	-1,266	-1,252	-790					
其他	-694	-636	0	0					
投资活动现金流	-1,267	-1,902	-1,252	-790					
股权融资	4,254	4,990	0	0					
银行借款	40	-535	-864	0					
其他	159	-1,567	279	158					
筹资活动现金流	4,453	2,889	-585	158					
汇率变动对现金的影响	-66	-40	0	0					
现金净增加额	4,952	4,400	1,540	3,207					

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

## 公司简介

华润微电子是中国本土功率半导体领军企业。华润微历史可以追溯到“908工程”的无锡华晶, 公司通过与华润集团旗下半导体企业业务整合, 发展成为一家具有半导体全产业链运营能力的IDM厂商, 并形成产品与方案、制造与服务两大业务板块。

图表 1：业绩回顾和盈利预测调整

人民币：百万元		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2020A	2021A	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
		CICC								CICC		CICC		Old	Old	Diff	Diff
营业收入		2,045	2,410	2,473	2,322	2,514	2,632	2,486	2,721	6,977	9,249	10,353	13,055	11,334	13,055	-9%	0%
	同比	48%	43%	35%	11%	23%	9%	1%	17%	21%	33%	12%	26%				
营业成本		1,401	1,536	1,536	1,508	1,596	1,621	1,563	1,716	5,061	5,982	6,496	8,499				
税金及附加		23	22	23	18	22	25	19	30	69	85	95	120				
毛利		643	874	936	814	918	1,010	923	1,005	1,917	3,267	3,857	4,556				
销售费用		25	35	38	34	30	42	40	40	106	131	152	196				
管理费用		98	96	157	90	116	119	151	142	370	441	528	627				
财务费用		-10	-70	-46	-15	-47	-110	-104	-18	-120	-141	-279	-158				
研发费用		137	146	220	210	167	218	235	229	566	713	849	914				
营业利润		419	707	638	587	656	739	576	653	1,072	2,351	2,624	2,987				
	同比	245%	112%	99%	98%	57%	5%	-10%	11%	124%	119%	12%	14%				
营业外收入		0	2	1	2	1	3	145	2	16	5	150	5				
营业外支出		1	0	0	1	1	1	1	0	2	2	3	3				
利润总额		418	708	639	589	656	740	719	655	1,086	2,354	2,771	2,989				
	同比	225%	112%	99%	95%	57%	5%	13%	11%	115%	117%	18%	8%				
所得税		-11	-48	-31	-6	-46	-11	-21	-35	-26	-96	-113	-122				
归母净利润		400	668	616	584	619	735	703	603	964	2,268	2,661	2,870	2,514	2,858	6%	0%
	同比	252%	131%	117%	111%	55%	10%	14%	3%	140%	135%	17%	8%				
每股收益（元）		0.3	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5	0.7	1.7	2.0	2.2	1.9	2.2	6%	0%
	同比	252%	131%	117%	111%	55%	10%	14%	3%	140%	135%	17%	8%				
扣非后归母净利润		371	645	539	545	600	706	556	515	853	2,099	2,378	2,685				
<b>财务比率</b>																	
毛利率		31.5%	36.3%	37.9%	35.1%	36.5%	38.4%	37.1%	36.9%	27.5%	35.3%	37.3%	34.9%	34.6%	34.9%		
销售费用率		1.2%	1.4%	1.5%	1.5%	1.2%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	2.0%		
管理费用率		4.8%	4.0%	6.4%	3.9%	4.6%	4.5%	6.1%	5.2%	5.3%	4.8%	5.1%	4.8%	4.9%	4.8%		
研发费用率		6.7%	6.1%	8.9%	9.1%	6.6%	8.3%	9.5%	8.4%	8.1%	7.7%	8.2%	7.0%	7.8%	7.0%		
营业利润率		20.5%	29.3%	25.8%	25.3%	26.1%	28.1%	23.2%	24.0%	15.4%	25.4%	25.3%	22.9%	23.1%	22.8%		
有效税率		-2.7%	-6.8%	-4.9%	-1.0%	-7.0%	-1.4%	-2.9%	-5.4%	-2.4%	-4.1%	-4.1%	-4.1%	-4.1%	-4.1%		
净利率		19.6%	27.7%	24.9%	25.2%	24.6%	27.9%	28.3%	22.2%	13.8%	24.5%	25.7%	22.0%	22.2%	21.9%		
财务费用率		-0.5%	-2.9%	-1.9%	-0.6%	-1.9%	-4.2%	-4.2%	-0.7%	-1.7%	-1.5%	-2.7%	-1.2%	-2.5%	-1.2%		

注：此表中毛利=营业收入-营业成本，与 FS 页不同  
资料来源：Wind，公司公告，中金公司研究部

图表 2：可比公司估值表

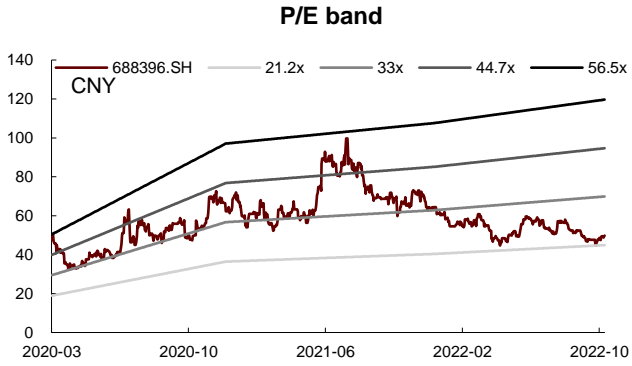
股票代码	公司名称	财报货币	市值（百万元）	收盘价	市盈率		市净率	
					2022E	2023E	2022E	2023E
603290.SH	斯达半导*	CNY	60,865	356.47	80.0	54.0	10.4	8.4
300373.SZ	扬杰科技	CNY	27,136	52.28	22.9	18.7	4.3	3.6
600460.SH	士兰微*	CNY	45,697	32.27	30.9	24.5	5.8	4.7
688187.SH	时代电气	CNY	71,964	61.60	36.3	31.6	2.5	2.4
688711.SH	宏微科技	CNY	8,930	63.21	92.8	62.4	9.2	8.1
300623.SZ	捷捷微电	CNY	13,930	18.67	34.6	18.5	3.7	3.1
600745.SH	闻泰科技*	CNY	58,429	46.88	16.0	10.8	1.6	1.4
605111.SH	新洁能*	CNY	17,715	83.23	37.6	30.3	9.2	7.3
688396.SH	华润微*	CNY	65,688	49.76	24.7	22.9	3.3	2.9

注：标\*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

688711.SH 收盘于北京时间 2022-10-21；603290.SH, 300373.SZ, 600460.SH, 688187.SH, 300623.SZ, 600745.SH, 605111.SH, 688396.SH 收盘于北京时间 2022-10-26

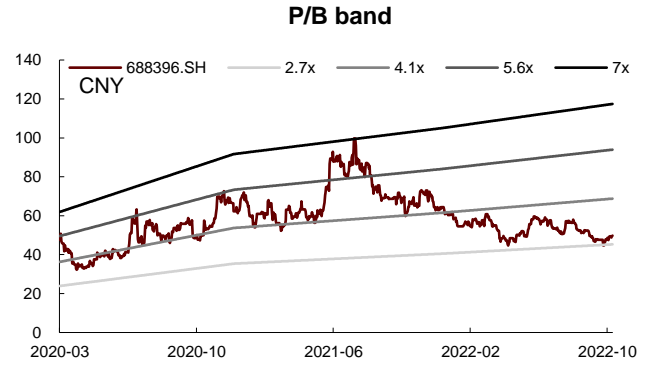
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

图表 3：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 4：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

#### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

#### 中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

#### 股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

#### 行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 北京

中国国际金融股份有限公司  
中国北京建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505 1166  
传真: (86-10) 6505 1156

### 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区益田路5033号  
平安金融中心72层  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

### 东京

中国国际金融日本株式会社  
〒100-0005 東京都千代田区丸の内3丁目2番3号  
丸の内二重橋ビル21階  
Tel: (+813) 3201 6388  
Fax: (+813) 3201 6389

### 纽约

CICC US Securities, Inc  
32<sup>nd</sup> Floor, 280 Park Avenue  
New York, NY 10017, USA  
Tel: (+1-646) 7948 800  
Fax: (+1-646) 7948 801

### 伦敦

China International Capital Corporation (UK)  
Limited  
25th Floor, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (+44-20) 7367 5718  
Fax: (+44-20) 7367 5719

### 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

### 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch  
Office  
One Embarcadero Center, Suite 2350,  
San Francisco, CA 94111, USA  
Tel: (+1) 415 493 4120  
Fax: (+1) 628 203 8514

### 新加坡

China International Capital Corporation  
(Singapore) Pte. Limited  
6 Battery Road, #33-01  
Singapore 049909  
Tel: (+65) 6572 1999  
Fax: (+65) 6327 1278

### 法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)  
GmbH  
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311  
Frankfurt a.M, Germany  
Tel: (+49-69) 24437 3560