

2023年05月23日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

营收稳步增长，功率半导体 IDM 龙头多点开花

—士兰微（600460.SH）公司事件点评报告

买入(维持) 事件

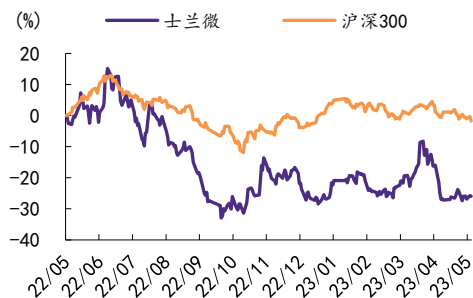
分析师：毛正 S1050521120001
maozheng@cfsc.com.cn

基本数据

2023-05-23

当前股价(元)	32.76
总市值(亿元)	464
总股本(百万股)	1416
流通股本(百万股)	1416
52周价格范围(元)	30.22-52
日均成交额(百万元)	978.77

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《士兰微（600460）公司事件点评报告：产品结构持续优化，定增加码加快产能建设》2022-10-17
- 《士兰微（600460）：2022H1 业绩符合预期，产品结构优化助力成长》2022-08-25
- 《士兰微（600460）：多产品线拓展顺利，坚持 IDM 模式充分受益》2022-03-31
- 《士兰微（600460）：2021 年度业绩预告超预期，国产 IDM 龙头高速增长》2022-01-24

士兰微发布 2022 年年度报告与 2023 年一季报：公司 2022 年实现营业收入 82.82 亿元，同比增长 15.12%；实现归母净利润 10.52 亿元，同比下降 30.66%。；实现扣非后归母净利润 6.31 亿元，同比下降 29.49%。2023Q1 实现营收 20.66 亿元，同比增加 3.25%；实现归母净利润 2.14 亿元，同比下降 20.43%；实现扣非后归母净利润 1.13 亿元，同比下降 56.43%。

投资要点

■ 营收增长符合预期，产品结构进一步优化

2022 年，公司营收稳步增长，利润端有所承压，整体毛利率为 29.45%（同比-3.74pct），盈利能力下滑，主要原因是下游消费电子市场景气度明显转冷，公司部分消费类产品出货量明显减少、价格回落；士兰集成 5 吋、6 吋线投料不足，产能利用率下降；士兰明芯、士兰明镓 LED 芯片生产线产出不及预期，产能利用率较低，出现较大的亏损。费用方面，2022 年销售费用/管理费用/研发费用/财务费用分别为 1.43/3.77/7.11/2.09 亿元，同比 2021 年均略有小幅增长，主要原因系职工薪酬、折旧、股份支付、人工费用、折旧摊销、融资规模扩大利息支出增加所致。

细分产品来看，集成电路/分立器件/发光二极管在 2022 年分别实现营收 27.23/44.67/7.33 亿元，分别同比增长 18.74%/17.13%/3.50%；毛利率分别为 35.02%（同比-6.73pct）/30.22%（同比-2.67pct）/ 12.98%（同比-5.06pct）。公司在 2022 年进一步加快产品结构调整的步伐，继续在特色工艺平台建设、新技术新产品开发、与战略级大客户合作等方面加大投入，未来有望在智能家电、汽车、新能源等高成长领域实现营收快速增长。

■ 持续扩充芯片产能，SiC 芯片产线实现初步通线

产能方面，2022 年总计产出 5、6 吋芯片 238.04 万片，同比减少 6.81%；产出 8 吋芯片 65 万片，同比基本持平，实现营收 13.13 亿元，同比增加 13.75%；产出 12 吋线芯片 47 万片，同比增加 125%；产出各尺寸外延芯片 65.23 万片，同比减少 4.30%。目前，成都集佳公司已形成年产功率模块 1.7 亿只、年产功率器件 12 亿只、年产 MEMS 传感器 2 亿只、年产光电器件 4,000 万只的封装能力；士兰明镓公司已建成月产 4 吋 LED 芯片 7.2 万片的产能。

2022 年，士兰明镓已着手实施“SiC 功率器件芯片生产线”项目的建设。2022Q4，SiC 芯片生产线已实现初步通线，并形成月产 2000 片 6 英寸 SiC 芯片的生产能力。目前公司已完成第一代平面栅 SiC-MOSFET 技术的开发，性能指标达到业内同类器件结构的先进水平。公司已将 SiC-MOSFET 芯片封装到汽车主驱功率模块上，参数指标较好，并已向客户送样。2023 年，士兰明镓将加快推进 SiC 芯片生产线建设进度，预计 2023 年底将形成月产 6000 片 6 英寸 SiC 芯片的生产能力。

■ 布局新能源、汽车市场，车规产品逐步放量

产品方面，汽车、新能源相关产品需求旺盛，公司推出用于新能源汽车空调压缩机驱动的 IPM 方案，并在国内 TOP 汽车空调压机厂商完成批量供货，2022 年 IPM 模块营收 14.2 亿元，预计将保持快速成长；公司针对新能源汽车推出多种更可靠、更具性价比、更高性能的 6.6kW OBC 功率半导体解决方案、11kW OBC 功率半导体解决方案和高压 DC-DC 功率半导体解决方案，有望在新能源汽车迅速发展的浪潮下获取更多份额；公司自主研发的 V 代 IGBT 和 FRD 芯片的电动汽车主电机驱动模块已在国内多家客户通过测试，并在部分客户批量供货，公司已具备月产 10 万只汽车级功率模块的生产能力，正在加快 PIM 产能的建设，预计未来将迎来 PIM 营收高增。成都士兰已着手实施“汽车半导体封装项目（一期）”，以提高汽车级功率模块封装能力。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 102.56、128.47、163.14 亿元，EPS 分别为 0.89、1.19、1.41 元，当前股价对应 PE 分别为 37、28、23 倍，我们看好公司作为 IDM 龙头的长期竞争力，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

消费复苏不及预期风险、订单不及预期风险、供应链风险、新产品开发不及预期风险、行业竞争加剧风险、海外政策变化风险等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	8,282	10,256	12,847	16,314
增长率（%）	15.1%	23.8%	25.3%	27.0%
归母净利润（百万元）	1,052	1,258	1,685	1,991
增长率（%）	-30.7%	19.5%	34.0%	18.2%
摊薄每股收益（元）	0.74	0.89	1.19	1.41
ROE（%）	13.0%	14.0%	16.6%	17.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,230	2,672	2,959	2,904
应收款	2,168	2,810	3,238	4,201
存货	3,072	3,239	4,541	4,899
其他流动资产	756	930	1,157	1,462
流动资产合计	8,226	9,651	11,896	13,467
非流动资产:				
金融类资产	28	28	28	28
固定资产	4,255	5,671	6,793	7,840
在建工程	1,546	1,576	1,606	1,636
无形资产	263	251	238	224
长期股权投资	998	998	998	998
其他非流动资产	1,634	1,634	1,634	1,634
非流动资产合计	8,695	10,129	11,268	12,331
资产总计	16,920	19,779	23,164	25,798
流动负债:				
短期借款	2,466	4,208	6,046	6,864
应付账款、票据	1,728	2,185	2,833	3,596
其他流动负债	1,309	1,309	1,309	1,309
流动负债合计	5,535	7,742	10,238	11,834
非流动负债:				
长期借款	2,109	1,871	1,567	1,197
其他非流动负债	1,206	1,206	1,206	1,206
非流动负债合计	3,315	3,077	2,773	2,403
负债合计	8,850	10,819	13,011	14,236
所有者权益				
股本	1,416	1,416	1,416	1,416
股东权益	8,070	8,960	10,153	11,561
负债和所有者权益	16,920	19,779	23,164	25,798

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1048	1252	1677	1982
少数股东权益	-5	-6	-8	-9
折旧摊销	707	297	392	468
公允价值变动	426	426	426	426
营运资金变动	-1973	-518	-1300	-849
经营活动现金净流量	204	1451	1188	2018
投资活动现金净流量	-1770	-1446	-1152	-1077
筹资活动现金净流量	2008	1144	1051	-122
现金流量净额	441	1,148	1,087	818

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,282	10,256	12,847	16,314
营业成本	5,843	7,352	9,534	12,099
营业税金及附加	29	38	48	65
销售费用	143	190	238	326
管理费用	377	497	629	848
财务费用	209	220	230	247
研发费用	711	913	1,105	1,403
费用合计	1,440	1,820	2,202	2,825
资产减值损失	-24	-24	-24	-24
公允价值变动	426	426	426	426
投资收益	-174	2	500	600
营业利润	1,194	1,425	1,918	2,253
加:营业外收入	3	3	3	3
减:营业外支出	4	4	4	4
利润总额	1,192	1,424	1,917	2,252
所得税费用	145	172	240	270
净利润	1,048	1,252	1,677	1,982
少数股东损益	-5	-6	-8	-9
归母净利润	1,052	1,258	1,685	1,991

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	15.1%	23.8%	25.3%	27.0%
归母净利润增长率	-30.7%	19.5%	34.0%	18.2%
盈利能力				
毛利率	29.4%	28.3%	25.8%	25.8%
四项费用/营收	17.4%	17.7%	17.1%	17.3%
净利率	12.6%	12.2%	13.1%	12.1%
ROE	13.0%	14.0%	16.6%	17.2%
偿债能力				
资产负债率	52.3%	54.7%	56.2%	55.2%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	3.8	3.6	4.0	3.9
存货周转率	1.9	2.3	2.1	2.5
每股数据(元/股)				
EPS	0.74	0.89	1.19	1.41
P/E	44.1	36.9	27.5	23.3
P/S	5.6	4.5	3.6	2.8
P/B	6.3	5.6	4.9	4.3

■ 电子组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面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，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。