

士兰微 (600460.SH)

一季度营收同比增长 3.25%，3 月单月营收创历史新高

买入

核心观点

公司 1Q23 营收实现同环比增长，扣非归母净利润转正。公司 1Q23 实现营业收入 20.66 亿元 (YoY+3.25%, QoQ+1.40%)，归母净利润 2.14 亿元 (YoY-20.4%, QoQ-23.2%)，扣非后归母净利润 1.13 亿元 (YoY-56.43%, QoQ+213.3%)，毛利率 26.2% (YoY-5.26pct, QoQ-1.90pct)。由于下游消费电子市场需求疲软，公司部分产品价格继续下跌，部分产线产能利用率 1-2 月份相对较低，单位生产成本上升出现经营性亏损；3 月随产能利用率逐步回升，公司单月营收创历史新高，经营逐步改善。

公司汽车级功率模块加速成长，主驱模块逐步上量。根据 NE 时代数据，公司 1 月起已在比亚迪开始批量供货 IGBT 主驱模块。“汽车半导体封装项目(一期)”年产 720 万块汽车级功率模块项目逐步推进中，目前公司已具备月产 10 万只汽车级功率模块的生产能力，在此基础上，预计项目第四年满产后有望实现营业收入 27.7 亿元，对应净利润 2.68 亿元。

碳化硅产线加速推进，项目收入有望于未来三年逐步增加。子公司士兰明镓碳化硅产线规划 SiC MOSFET 芯片 12 万片/年、SiC SBD 芯片 2.4 万片/年，22 年四季度 SiC 芯片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。预计碳化硅产线在第 4 年满产后有望实现营业收入 20.97 亿元，对应净利润 1.38 亿元。

士兰集科 12 英寸产出持续增长，士兰集昕 12 英寸项目为业绩持续增长提供动力。联营子公司士兰集科 12 英寸线产出芯片 47 万片，同比增长 125%。此外，子公司士兰集昕“年产 36 万片 12 英寸芯片生产线项目”建成后将形成一条年产 36 万片 12 英寸功率芯片生产线，预计该项目第三年满产后有望实现营业收入 16.2 亿元，对应净利润 2.04 亿元。

产品结构不断优化，多品类进展迅速。公司加速度传感器在国内大多数手机品牌厂商大批量供货，国内市占率已达 20%以上；陀螺仪传感器已在 8 英寸线上实现了小批量产出。此外，公司针对大功率充电器和移动电源推出了多款内置协议 IC 的升降压控制器；PoE (以太网供电) 芯片可满足安防等领域多种功率和整机应用需求，整体解决方案国内领先。

投资建议：我们看好公司硅基器件产能与产品双升级、碳化硅前瞻布局的成长空间，预计 23-25 年有望实现归母净利润 13.08/17.01/19.24 亿元 (YoY+24%/30%/13%)，当前股价对应 PE 为 43/44/29x，维持“买入”评级。

风险提示：产能爬坡不及预期，下游市场需求不及预期。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,194	8,282	10,820	12,952	15,482
(+/-%)	68.1%	15.1%	30.6%	19.7%	19.5%
净利润(百万元)	1518	1052	1308	1701	1924
(+/-%)	2145.2%	-30.7%	24.3%	30.1%	13.1%
每股收益(元)	1.07	0.74	0.77	1.00	1.13
EBIT Margin	18.6%	14.2%	14.1%	14.4%	14.6%
净资产收益率 (ROE)	23.7%	14.3%	14.6%	16.7%	16.7%
市盈率 (PE)	30.9	44.5	43.0	33.1	29.2
EV/EBITDA	28.9	29.5	29.4	24.4	20.6
市净率 (PB)	7.31	6.36	6.28	5.53	4.87

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师: 胡剑
021-60893306

hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师: 叶子
0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师: 李梓澎
0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn
S0980522090001

联系人: 李书颖
0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

证券分析师: 胡慧
021-60871321

huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师: 周靖翔
021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

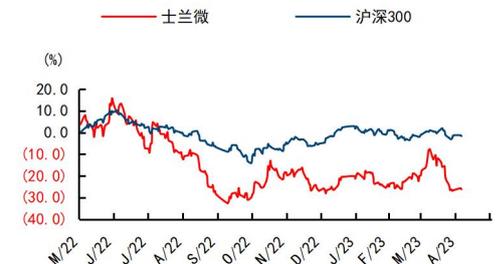
联系人: 詹浏洋
010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	33.10 元
总市值/流通市值	46872/46872 百万元
52 周最高价/最低价	53.30/29.28 元
近 3 个月日均成交额	1124.95 百万元

市场走势

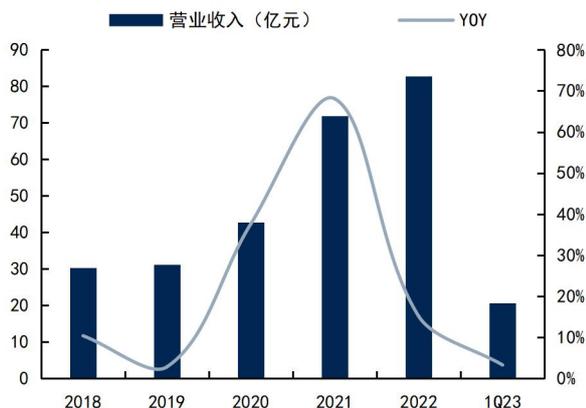


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

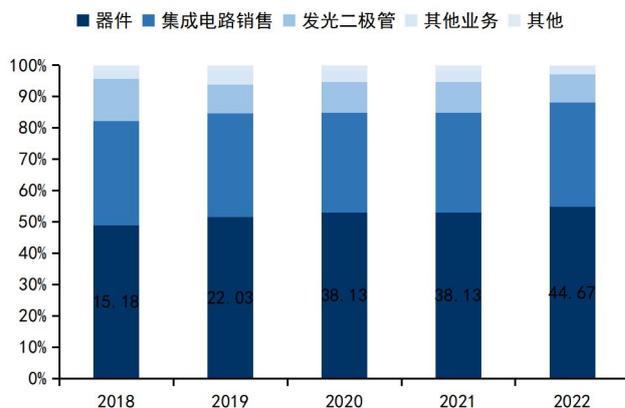
- 《士兰微 (600460.SH) -22 年营收同比增长 15%，12 英寸芯片产出量同比增长 125%》——2023-04-02
- 《士兰微 (600460.SH) -定增已获受理，车规级产品加速扩展》——2023-03-06
- 《士兰微 (600460.SH) -3Q22 业绩短期承压，产能建设不断推进》——2022-11-01
- 《士兰微 (600460.SH) -硅基与碳化硅器件双轮驱动，注入长期增长动能》——2022-10-19
- 《士兰微 (600460.SH) -产品结构不断优化，产能释放有序推进》——2022-08-25

图1: 公司近五年营业收入及增速 (亿元、%)



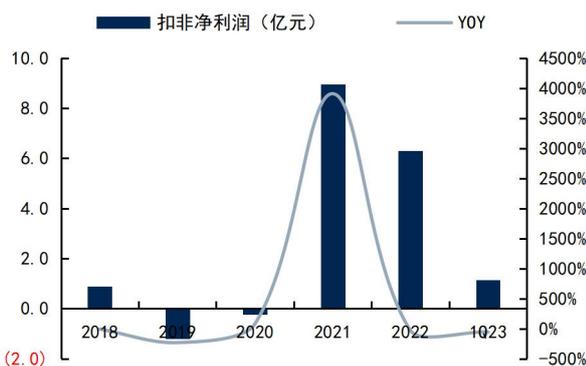
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近五年分产品营收结构 (%)



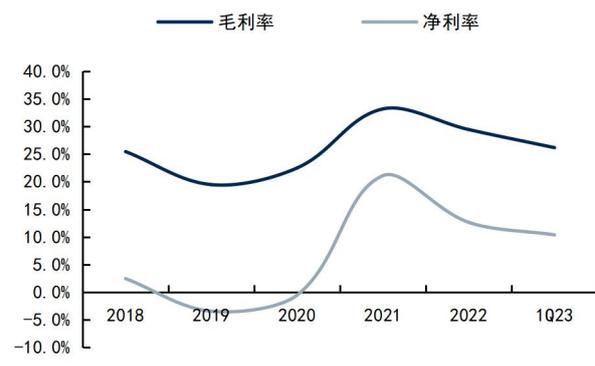
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年扣非归母净利润及增速 (亿元、%)



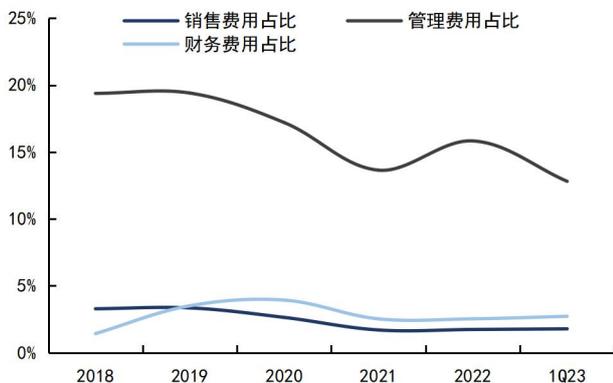
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年综合毛利率、净利率 (%)



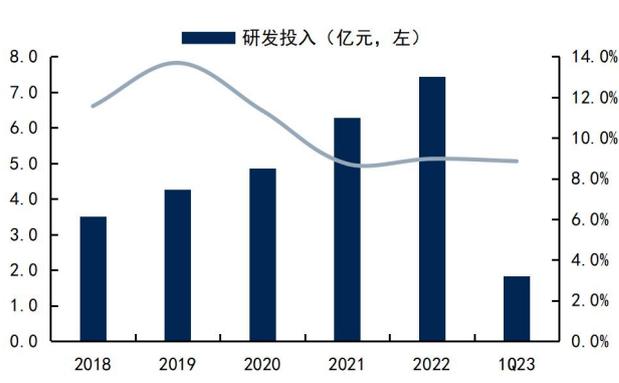
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年费用率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司近五年研发投入及占营收比例 (亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2323	2230	112	605	(95)	营业收入	7194	8282	10820	12952	15482
应收款项	1837	2168	2832	3390	4052	营业成本	4806	5843	7643	9106	10841
存货净额	1913	3072	4160	4921	5874	营业税金及附加	39	29	80	93	107
其他流动资产	777	756	1352	2034	2687	销售费用	121	143	198	237	283
流动资产合计	6850	8226	8456	10950	12518	管理费用	302	377	435	519	618
固定资产	4619	5801	6405	6826	7222	研发费用	587	711	940	1138	1376
无形资产及其他	278	263	252	242	231	财务费用	181	209	187	193	216
其他长期资产	1166	1634	1634	1634	1634	投资收益	(75)	(174)	(84)	(111)	(123)
长期股权投资	893	998	998	998	998	资产减值及公允价值变动	626	348	188	339	234
资产总计	13806	16920	17744	20649	22603	其他	27	49	43	36	29
短期借款及交易性金融负债	3105	3334	1667	2702	2568	营业利润	1735	1194	1484	1930	2181
应付款项	1421	1728	2340	2768	3304	营业外净收支	(4)	(1)	(2)	(3)	(2)
其他流动负债	482	474	641	759	907	利润总额	1731	1192	1482	1927	2179
流动负债合计	5008	5535	4648	6229	6778	所得税费用	213	145	180	234	265
长期借款及应付债券	356	2109	2109	2109	2109	少数股东损益	0	(5)	(6)	(8)	(9)
其他长期负债	1333	1206	1340	1457	1499	归属于母公司净利润	1518	1052	1308	1701	1924
长期负债合计	1689	3315	3449	3567	3608	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6698	8850	8097	9796	10386	净利润	1518	1048	1302	1693	1915
少数股东权益	698	697	691	683	674	资产减值准备	96	102	184	156	197
股东权益	6410	7374	8957	10171	11543	折旧摊销	512	707	663	846	975
负债和股东权益总计	13806	16920	17744	20649	22603	公允价值变动损失	(686)	(426)	(372)	(495)	(431)
关键财务与估值指标						财务费用	178	195	187	193	216
每股收益	1.07	0.74	0.77	1.00	1.13	营运资本变动	(398)	(1762)	(1062)	(842)	(1113)
每股红利	0.11	0.21	0.22	0.29	0.32	其它	(260)	341	(371)	(349)	(413)
每股净资产	4.53	5.21	5.27	5.99	6.79	经营活动现金流	960	204	531	1202	1345
ROIC	15%	10%	13%	18%	16%	资本开支	(948)	(1566)	(1257)	(1257)	(1360)
ROE	24%	14%	15%	17%	17%	其它投资现金流	(246)	(204)	0	0	0
毛利率	33%	29%	29%	30%	30%	投资活动现金流	(1193)	(1770)	(1257)	(1257)	(1360)
EBIT Margin	19%	14%	14%	14%	15%	权益性融资	1263	3	650	0	0
EBITDA Margin	26%	23%	20%	21%	21%	负债净变化	(308)	1753	0	0	0
收入增长	68%	15%	31%	20%	20%	支付股利、利息	(155)	(302)	(375)	(487)	(551)
净利润增长率	2145%	-31%	24%	30%	13%	其它融资现金流	653	(20)	(1667)	1035	(134)
资产负债率	54%	56%	50%	51%	49%	融资活动现金流	1453	1435	(1392)	548	(686)
息率	0.3%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	现金净变动	1218	(120)	(2118)	493	(701)
P/E	30.9	44.5	43.0	33.1	29.2	货币资金的期初余额	1088	2306	2186	68	561
P/B	7.3	6.4	6.3	5.5	4.9	货币资金的期末余额	2306	2186	68	561	(140)
EV/EBITDA	28.9	29.5	29.4	24.4	20.6	企业自由现金流	340	(1585)	(316)	380	485
						权益自由现金流	685	148	(2147)	1246	161

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032