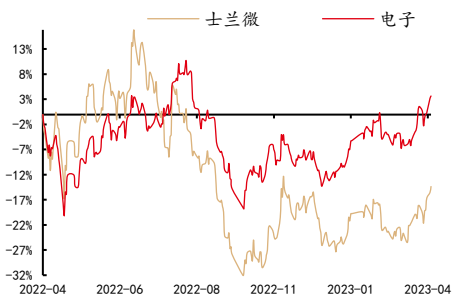




股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	38.05
总股本/流通股本(亿股)	14.16 / 14.16
总市值/流通市值(亿元)	539 / 539
52周内最高/最低价	52.00 / 30.22
资产负债率(%)	52.3%
市盈率	51.42
第一大股东	杭州士兰控股有限公司
持股比例(%)	36.3%

研究所

分析师: 王达婷
SAC 登记编号: S1340522090006
Email: wangdating@cnpsec.com

士兰微 (600460.SH)

产品结构持续调整，夯实竞争力

● 事件描述

公司发布 2022 年年报，2022 全年实现营业收入 82.82 亿元，同比+15.12%；归母净利润 10.52 亿元，同比-30.66%；扣非净利润 6.31 亿元，同比-29.49%。

● 投资要点

全年业绩稳健增长，加速导入汽车、新能源等市场。公司全年实现营业收入 82.82 亿元 (YoY+15.12%)，其中主营业务全年实现营收 80.85 亿元 (YoY+16.61%)，毛利率 29.60% (YoY -4.04 pcts)。分产品看，公司集成电路营收 27.23 亿元 (YoY +18.74%)，毛利率 18.74% (YoY -6.73pcts)，其中，集成电路中的 IPM 模块的营业收入达到 14.2 亿元人民币，较上年同期增长 65%以上，MEMS 传感器产品的营业收入达到 3.05 亿元，较上年同期增加 15%；公司分立器件产品实现营收 44.66 亿元 (YoY +17.13%)，毛利率 30.22% (YoY -2.67pcts)；发光二极管产品营收 7.32 亿元 (YoY +3.50%)，毛利率 12.98% (YoY -5.06pcts)。公司分立器件和大功率模块除了加快在大型白电、工业控制等市场拓展外，已逐步加速导入电动汽车、新能源等市场，预计未来公司分立器件产品营收将快速增长。

加大研发创新力度，公司成长动力充足。一方面，公司的传统产品的增长较快，如 MOSFET、IGBT 大功率模块 (PIM)、肖特基管、稳压管、开关管、TVS 管等产品均有较快发展，另一方面，公司的超结 MOSFET、IGBT、FRD、高性能低压分离栅 MOSFET 等分立器件的技术平台研发持续获得快速进展，产品性能达到业内领先的水平；基于公司自主研发的 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，并已在部分客户批量供货；SiC 方面，公司在四季度已实现 SiC 芯片生产线初步通线，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，并将 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。

● 投资建议

我们预计公司 2023/2024/2025 年分别实现收入 108.12/131.25/153.59 亿元，实现归母净利润分别为 12.63/18.14/21.28 亿元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 42.7 倍、29.7 倍、25.3 倍，给予“买入”评级。

● 风险提示

下游需求不及预期，行业竞争加剧，产品推广不及预期，国际贸易环境变化等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8282	10812	13125	15359
增长率 (%)	15.12	30.54	21.40	17.02
EBITDA (百万元)	1887.24	2545.51	3159.21	3613.50
归属母公司净利润 (百万元)	1052.42	1263.07	1813.98	2128.11
增长率 (%)	-30.66	20.02	43.62	17.32
EPS (元/股)	0.74	0.89	1.28	1.50
市盈率 (P/E)	51.20	42.66	29.70	25.32
市净率 (P/B)	7.31	6.24	5.16	4.28
EV/EBITDA	26.31	19.05	16.31	11.90

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	8282	10812	13125	15359	营业收入	15.1%	30.5%	21.4%	17.0%
营业成本	5843	7566	8991	10489	营业利润	-31.2%	18.2%	45.7%	17.3%
税金及附加	29	49	58	68	归属于母公司净利润	-30.7%	20.0%	43.6%	17.3%
销售费用	143	186	224	263	获利能力				
管理费用	377	492	597	699	毛利率	29.4%	30.0%	31.5%	31.7%
研发费用	711	919	1109	1298	净利率	12.7%	11.7%	13.8%	13.9%
财务费用	209	165	62	98	ROE	14.3%	14.6%	17.4%	16.9%
资产减值损失	-78	0	0	0	ROIC	7.5%	10.3%	12.2%	12.8%
营业利润	1194	1411	2055	2411	偿债能力				
营业外收入	3	20	0	0	资产负债率	52.3%	50.3%	46.5%	44.0%
营业外支出	4	0	0	0	流动比率	1.49	1.76	2.13	2.42
利润总额	1192	1431	2055	2411	营运能力				
所得税	145	174	249	293	应收账款周转率	4.38	12.00	12.00	12.00
净利润	1048	1257	1806	2118	存货周转率	3.32	7.35	9.56	9.58
归母净利润	1052	1263	1814	2128	总资产周转率	0.54	0.61	0.66	0.69
每股收益(元)	0.74	0.89	1.28	1.50	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.74	0.89	1.28	1.50
货币资金	2230	10852	7803	16323	每股净资产	5.21	6.10	7.38	8.88
交易性金融资产	2	2	2	2	估值比率				
应收票据及应收账款	2144	-109	2661	326	PE	51.20	42.66	29.70	25.32
预付款项	40	52	62	72	PB	7.31	6.24	5.16	4.28
存货	3072	-129	2876	329	现金流量表				
流动资产合计	8226	10785	13528	17183	净利润	1048	1257	1806	2118
固定资产	4255	3847	3388	2799	折旧和摊销	734	817	857	887
在建工程	1546	1236	989	791	营运资本变动	-1666	6647	-5562	5615
无形资产	263	263	263	262	其他	88	324	377	409
非流动资产合计	8695	7978	7271	6484	经营活动现金流净额	204	9046	-2522	9029
资产总计	16920	18763	20799	23667	资本开支	-1550	-80	-150	-100
短期借款	2466	2466	2466	2466	其他	-220	-153	-186	-217
应付票据及应付账款	1728	2175	2290	2919	投资活动现金流净额	-1770	-233	-336	-317
其他流动负债	1341	1479	1595	1716	股权融资	3	0	0	0
流动负债合计	5535	6120	6351	7100	债务融资	2124	0	0	0
其他	3315	3315	3315	3315	其他	-692	-192	-192	-192
非流动负债合计	3315	3315	3315	3315	筹资活动现金流净额	1435	-192	-192	-192
负债合计	8850	9435	9666	10415	现金及现金等价物净增加额	-120	8622	-3049	8520
股本	1416	1416	1416	1416					
资本公积金	2188	2188	2188	2188					
未分配利润	3313	4387	5929	7738					
少数股东权益	697	691	682	673					
其他	456	645	917	1237					
所有者权益合计	8070	9328	11133	13251					
负债和所有者权益总计	16920	18763	20799	23667					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048