

士兰微 (600460) 2022年报点评

产品结构持续优化, 高端产能持续加码

2023 年 04 月 14 日

【投资要点】

- ◆ **下游普通消费电子需求不景气, 业绩承压。**2022 年公司实现营业收入 82.82 亿元, 同比增长 15.12%, 分业务来看, 集成电路/分立器件产品/发光二极管产品分别实现营业收入 27.23/44.67/7.33 亿元, 同比分别+18.74%/+17.13%/+3.50%, 各类电路新产品出货量加快以及分立器件和大功率模块加快在电动汽车、新能源等市场的渗透成为营收增长的重要因素; 2022 年公司实现归母净利润 10.52 亿元, 同比下滑 30.66%, 22 年下半年下游普通消费电子市场景气度明显转冷, 公司产能利用率下滑, 导致公司业绩整体承压, 但是就单四季度来看, 公司 Q4 实现归母净利润 2.78 亿元, 环比增长 58.83%, 业绩环比三季度显著改善。
- ◆ **全年毛利率、净利率整体下滑, Q4 环比有改善。**2022 年公司毛利率为 29.45%, 同比下滑 3.74pct, 净利率为 12.65%, 同比下滑 8.45pct, 分业务类型来看, 集成电路/分立器件产品/发光二极管产品毛利率分别为 35.02%/30.22%/12.98%, 同比-6.73pct/-2.67pct/-5.06pct, 但是单四季度来看, 毛利率环比增加 0.66pct, 净利率环比增加 5.88pct, 盈利能力有所改善。从费用端来看, 2022 年公司期间费用率为 8.80%, 同比增长 0.39pct, 单四季度期间费用率同比增长 3.02pct, 环比增长 2.72pct, 研发费用率 10.52%, 同比增长 3.49pct, 环比增长 1.67pct。研发投入、股份支付等费用拖累公司全年利润增长, 公司为保持住领先优势仍将持续加大研发投入, 公司预计 2023 年研发支出总计约为 8.81 亿元, 同比增长约 18.5%。
- ◆ **高端领域迅猛发力, 不断进行产品结构优化调整。**2022 年, 公司电路和器件成品的销售收入中大概有 70%来自大型白电、通讯、工业、新能源、汽车等高门槛市场, 高端领域持续发力将助力公司营收的快速增长。**白电领域,**2022 年, 国内多家主流的白电整机厂商在变频空调等白电整机上使用了超过 7800 万颗士兰 IPM 模块, 较上年同期增加 105%。**汽车领域,**2022 年, 公司基于 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, 截至目前, 公司已具备月产 10 万只汽车级功率模块的生产能力。公司的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, 已开始加快进入电动汽车、新能源等市场, 预期今后营收将继续快速成长。



挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

东方财富证券研究所

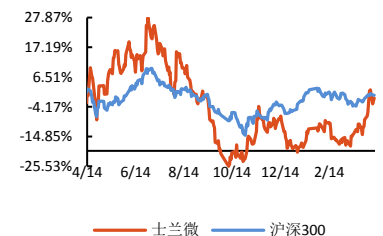
证券分析师: 邹杰

证书编号: S1160523010001

联系人: 刘琦

电话: 021-23586475

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	53839.05
流通市值 (百万元)	53839.05
52 周最高/最低 (元)	53.30/29.28
52 周最高/最低 (PE)	55.65/25.38
52 周最高/最低 (PB)	11.49/6.20
52 周涨幅 (%)	-3.66
52 周换手率 (%)	448.42

相关研究

《2022Q1 营收环比增加 1%, 产能拟再下一版图》

2022.05.06

《2022Q1 扣非净利润环比正增长, IPM、PIM 为基半导体化合物持续突破》

2022.04.20

《大基金溢价增资士兰集科, 助力 12 吋产线扩产》

2022.02.23

《21 年归母净利润高增, 研发加码享行业春天》

2022.01.28

- ◆ **积极布局碳化硅，12 吋产线持续加码。**碳化硅方面，2022 年四季度，公司 SiC 芯片生产线初步通线，月产 2000 片 6 英寸 SiC 芯片，同时公司完成第一代平面栅 SiC-MOSFET 的开发，已将 SiC-MOSFET 芯片封装到汽车主驱功率模块上，并已向客户送样，公司将继续加快推进 SiC 芯片生产线建设进度，预计 2023 年底月产能将达到 6000 片。**12 吋产线方面**，2022 年，公司 12 吋线总计产出芯片 47 万片，同比增加 125%，子公司士兰集昕已启动“年产 36 万片 12 英寸芯片生产线项目”，以进一步提高芯片产出能力。公司不断加快新产品开发进度，优化产品结构，进一步提升产量，保证其营收和业绩的长期稳定增长。

【投资建议】

- ◆ 由于下游消费电子需求疲软，我们下调公司 2023/2024 年的营业收入分别至 103.59/127.61 亿元，预计 2025 年营收为 156.43 亿元，下调 2023/2024 年归母净利润分别至 12.51/15.36 亿元，预计 2025 年归母净利润为 19.30 亿元，对应 EPS 分别为 0.88/1.08/1.36 元，对应 PE 分别为 45/37/29 倍，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8282.20	10359.10	12761.36	15643.09
增长率(%)	15.12%	25.08%	23.19%	22.58%
EBITDA（百万元）	1887.24	2261.47	2617.58	3074.01
归属母公司净利润（百万元）	1052.42	1250.50	1536.41	1930.15
增长率(%)	-30.66%	18.82%	22.86%	25.63%
EPS(元/股)	0.74	0.88	1.08	1.36
市盈率（P/E）	44.31	45.45	37.00	29.45
市净率（P/B）	6.30	6.51	5.48	4.58
EV/EBITDA	26.31	26.34	22.63	19.24

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 下游需求不及预期；
- ◆ 产能释放节奏不及预期；
- ◆ 新业务客户验证进奏不及预期；
- ◆ 竞争加剧影响整体盈利能力。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8225.82	10109.39	12398.34	14151.07
货币资金	2230.39	3319.97	3951.96	3662.40
应收及预付	2183.65	2854.96	2821.54	4399.15
存货	3071.79	3047.27	4532.87	4780.02
其他流动资产	739.99	887.19	1091.98	1309.49
非流动资产	8694.66	9121.07	9491.47	9805.87
长期股权投资	997.71	1097.71	1197.71	1297.71
固定资产	4255.16	4434.56	4557.97	4625.37
在建工程	1545.52	1645.52	1745.52	1845.52
无形资产	262.75	282.75	302.75	322.75
其他长期资产	1633.51	1660.51	1687.51	1714.51
资产总计	16920.48	19230.46	21889.81	23956.94
流动负债	5535.29	5992.99	6815.58	7354.16
短期借款	2466.31	2566.31	2666.31	2766.31
应付及预收	1727.59	1996.18	2577.17	2855.35
其他流动负债	1341.39	1430.50	1572.11	1732.50
非流动负债	3314.76	3817.76	4020.76	3523.76
长期借款	2109.21	2609.21	2809.21	2309.21
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1205.55	1208.55	1211.55	1214.55
负债合计	8850.05	9810.76	10836.35	10877.93
实收资本	1416.07	1416.07	1416.07	1416.07
资本公积	2188.47	2188.47	2188.47	2188.47
留存收益	3762.57	5118.07	6759.48	8794.63
归属母公司股东权益	7373.71	8729.21	10370.62	12405.77
少数股东权益	696.71	690.49	682.85	673.24
负债和股东权益	16920.48	19230.46	21889.81	23956.94

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8282.20	10359.10	12761.36	15643.09
营业成本	5843.25	7246.26	9096.17	11175.47
税金及附加	29.09	36.26	44.66	54.75
销售费用	143.06	176.10	216.94	265.93
管理费用	376.73	517.96	574.26	703.94
研发费用	711.08	890.88	1059.19	1298.38
财务费用	208.93	150.61	146.88	132.30
资产减值损失	-78.02	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动收益	426.43	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-174.32	-82.87	-102.09	-125.14
资产处置收益	-0.49	-0.61	-0.75	-0.92
其他收益	73.85	93.23	114.85	140.79
营业利润	1193.58	1245.78	1530.26	1922.05
营业外收入	2.95	3.00	3.00	3.00
营业外支出	4.24	4.50	4.50	4.50
利润总额	1192.29	1244.28	1528.76	1920.55
所得税	144.75	0.00	0.00	0.00
净利润	1047.55	1244.28	1528.76	1920.55
少数股东损益	-4.87	-6.22	-7.64	-9.60
归属母公司净利润	1052.42	1250.50	1536.41	1930.15
EBITDA	1887.24	2261.47	2617.58	3074.01

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	203.75	1843.78	1723.60	1523.34
净利润	1047.55	1244.28	1528.76	1920.55
折旧摊销	734.21	651.60	707.60	763.60
营运资金变动	-1666.16	-437.29	-935.37	-1604.71
其它	88.16	385.20	422.62	443.90
投资活动现金流	-1770.47	-1162.98	-1182.34	-1205.56
资本支出	-1550.11	-955.11	-955.25	-955.42
投资变动	-262.32	-105.00	-105.00	-105.00
其他	41.96	-102.87	-122.09	-145.14
筹资活动现金流	1435.14	408.78	90.72	-607.34
银行借款	5085.86	600.00	300.00	-400.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	3.40	0.00	0.00	0.00
其他	-3654.12	-191.22	-209.28	-207.34
现金净增加额	-119.92	1089.59	631.99	-289.56
期初现金余额	2305.51	2185.60	3275.18	3907.17
期末现金余额	2185.60	3275.18	3907.17	3617.61

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长	15.12%	25.08%	23.19%	22.58%
营业利润增长	-31.19%	4.37%	22.84%	25.60%
归属母公司净利润增长	-30.66%	18.82%	22.86%	25.63%
获利能力 (%)				
毛利率	29.45%	30.05%	28.72%	28.56%
净利率	12.65%	12.01%	11.98%	12.28%
ROE	14.27%	14.33%	14.81%	15.56%
ROIC	7.49%	10.40%	10.97%	12.13%
偿债能力				
资产负债率 (%)	52.30%	51.02%	49.50%	45.41%
净负债比率	39.91%	29.03%	21.76%	17.57%
流动比率	1.49	1.69	1.82	1.92
速动比率	0.91	1.16	1.13	1.25
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.54	0.58	0.65
应收账款周转率	4.05	3.87	4.83	3.78
存货周转率	2.70	3.40	2.82	3.27
每股指标 (元)				
每股收益	0.74	0.88	1.08	1.36
每股经营现金流	0.14	1.30	1.22	1.08
每股净资产	5.21	6.16	7.32	8.76
估值比率				
P/E	44.31	45.45	37.00	29.45
P/B	6.30	6.51	5.48	4.58
EV/EBITDA	26.31	26.34	22.63	19.24

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。