

士兰微 (600460.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

IDM 龙头功率、集成 IC 双驱动，

产品结构改善助力 Q4 毛利环比提升

业绩简评

2022年3月30日公司披露年报，2022年全年实现营收82.82亿元，同比增长15.12%；实现归母净利润10.52亿元，同比-30.66%；扣非归母净利润6.31亿元，同比-29.49%。其中，Q4实现营收20.38亿元，同比增长3.33%；实现归母净利润2.78亿元，同比-64.81%。

经营分析

2022年下半年业绩承压，加快产品结构调整步伐。22年全年实现总营收82.82亿元，同比+15.12%，主要系公司各类新产品出货量明显加快。22年四季度实现营收20.38亿元，同比+3.33%，增速较前三季度进一步放缓，主要系22年消费电子需求疲弱。盈利能力来看，公司22年综合毛利率为29.45%，同比下降3.74pct，主要系产能利用率因疫情反复及成都地区限电大幅下降。单四季度公司实现扣非归母净利润-0.39亿元，同比-118.64%；Q4毛利率为28.07%，环比提升0.66pct，主要系汽车和新能源领域出货占比进一步提升。公司加快产品结构调整步伐，未来业绩成长可期。
积极扩充产能建设，加大汽车、新能源等市场投入力度。2022年，公司电路和器件成品销售中，近70%来自白电、通讯、工业、新能源、汽车等高端市场。公司自研的V代IGBT和FRD产品目前获得国内多家客户认可，并向部分客户批量供货，光伏模块已送样至部分客户，单管已实现出货。

碳化硅持续积极布局，产品进展顺利。2022年公司已完成第一代平面栅SiC-MOSFET开发，性能指标达行业先进水平。士兰明镓已着手实施“SiC功率器件芯片生产线”项目建设。Q4 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23年底将形成月产6000片6英寸SiC芯片产能。公司已将SiC-MOSFET芯片封装到汽车主驱功率模块上，并向客户送样。

盈利预测、估值与评级

考虑到下游需求疲软及新增产能爬坡，预测公司2023-2025年归母净利润分别为11.35、13.25和16.54亿元，同比+7.86%、+16.74%和24.78%，预计公司2023-2025年EPS分别为0.80、0.94和1.17元，对应PE估值为42/36/29倍，维持“买入”评级。

风险提示

车规级产品客户拓展不及预期；产能释放不及预期；新能源汽车整体销量不及预期。

电子组

分析师：樊志远 (执业S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：刘妍雪 (执业S1130520090004)

liuyanxue@gjzq.com.cn

分析师：邓小路 (执业S1130520080003)

dengxiaolu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：35.99元

相关报告：

- 《乘国产替代东风，IDM助功率、集成IC齐飞-士兰微深度报告》，2022.12.30
- 《定增加码产能建设，持续优化产品结构-士兰微事件点评》，2022.11.2



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,194	8,282	9,242	10,884	13,060
营业收入增长率	68.07%	15.12%	11.58%	17.77%	20.00%
归母净利润(百万元)	1,518	1,052	1,135	1,325	1,654
归母净利润增长率	2145.25%	-30.66%	7.86%	16.74%	24.78%
摊薄每股收益(元)	1.072	0.743	0.802	0.936	1.168
每股经营性现金流净额	0.68	0.14	1.17	1.43	1.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.68%	14.27%	13.52%	13.82%	14.93%
P/E	50.57	44.12	42.27	36.21	29.02
P/B	11.97	6.30	5.71	5.00	4.33

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	4,281	7,194	8,282	9,242	10,884	13,060	货币资金	1,110	2,323	2,230	2,253	2,443	2,717	
增长率		68.1%	15.1%	11.6%	17.8%	20.0%	应收款项	1,802	2,483	2,804	2,986	3,250	3,607	
主营业务成本	-3,317	-4,806	-5,843	-6,638	-7,803	-9,358	存货	1,388	1,913	3,072	2,910	3,207	3,846	
%销售收入	77.5%	66.8%	70.6%	71.8%	71.7%	71.7%	其他流动资产	80	131	120	505	512	523	
毛利	963	2,388	2,439	2,604	3,080	3,703	流动资产	4,380	6,850	8,226	8,654	9,412	10,692	
%销售收入	22.5%	33.2%	29.4%	28.2%	28.3%	28.4%	%总资产	44.5%	49.6%	48.6%	46.8%	47.5%	49.7%	
营业税金及附加	-26	-39	-29	-46	-50	-55	长期投资	873	1,736	2,250	2,250	2,250	2,250	
%销售收入	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	固定资产	3,618	4,619	5,801	7,050	7,524	7,842	
销售费用	-113	-121	-143	-157	-185	-222	%总资产	36.8%	33.5%	34.3%	38.1%	38.0%	36.4%	
%销售收入	2.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	无形资产	327	363	380	475	584	687	
管理费用	-248	-302	-377	-416	-490	-588	非流动资产	5,460	6,956	8,695	9,827	10,410	10,830	
%销售收入	5.8%	4.2%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	%总资产	55.5%	50.4%	51.4%	53.2%	52.5%	50.3%	
研发费用	-429	-587	-711	-786	-892	-1,045	资产总计	9,840	13,806	16,920	18,481	19,821	21,522	
%销售收入	10.0%	8.2%	8.6%	8.5%	8.2%	8.0%	短期借款	2,485	3,105	3,334	4,504	4,335	4,132	
息税前利润 (EBIT)	147	1,338	1,179	1,199	1,463	1,793	应付款项	926	1,438	1,743	1,575	1,770	2,043	
%销售收入	3.4%	18.6%	14.2%	13.0%	13.4%	13.7%	其他流动负债	272	465	458	417	469	542	
财务费用	-168	-181	-209	-179	-238	-191	流动负债	3,682	5,008	5,535	6,497	6,574	6,717	
%销售收入	3.9%	2.5%	2.5%	1.9%	2.2%	1.5%	长期贷款	664	356	2,109	2,109	2,109	2,109	
资产减值损失	-135	-96	-102	-103	-100	-112	其他长期负债	987	1,333	1,206	783	853	923	
公允价值变动收益	5	686	426	300	300	300	负债	5,333	6,698	8,850	9,389	9,537	9,749	
投资收益	-4	-75	-174	0	0	0	普通股股东权益	3,448	6,410	7,374	8,395	9,588	11,076	
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	1,312	1,416	1,416	1,416	1,416	1,416	
营业利润	-36	1,735	1,194	1,297	1,514	1,890	未分配利润	1,154	2,513	3,313	4,335	5,527	7,016	
营业利润率	n.a	24.1%	14.4%	14.0%	13.9%	14.5%	少数股东权益	1,059	698	697	697	697	697	
营业外收支	-2	-4	-1	0	0	0	负债股东权益合计	9,840	13,806	16,920	18,481	19,821	21,522	
税前利润	-38	1,731	1,192	1,297	1,514	1,890	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	n.a	24.1%	14.4%	14.0%	13.9%	14.5%	每股指标							
所得税	15	-213	-145	-162	-189	-236	每股收益	0.052	1.072	0.743	0.802	0.936	1.168	
所得税率	n.a	12.3%	12.1%	12.5%	12.5%	12.5%	每股净资产	2.628	4.527	5.207	5.929	6.771	7.822	
净利润	-23	1,518	1,048	1,135	1,325	1,654	每股经营现金净流	0.111	0.678	0.144	1.172	1.431	1.534	
少数股东损益	-90	0	-5	0	0	0	每股股利	0.040	0.050	0.016	0.080	0.094	0.117	
归属于母公司的净利润	68	1,518	1,052	1,135	1,325	1,654	回报率							
净利率	1.6%	21.1%	12.7%	12.3%	12.2%	12.7%	净资产收益率	1.96%	23.68%	14.27%	13.52%	13.82%	14.93%	
							总资产收益率	0.69%	10.99%	6.22%	6.14%	6.69%	7.68%	
							投入资本收益率	1.15%	11.01%	7.58%	6.68%	7.65%	8.71%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	37.61%	68.07%	15.12%	11.58%	17.77%	20.00%	
							EBIT增长率	N/A	811.29%	-11.91%	1.70%	22.02%	22.57%	
							净利润增长率	365.16%	2145.25%	-30.66%	7.86%	16.74%	24.78%	
							总资产增长率	10.40%	40.31%	22.56%	9.22%	7.25%	8.58%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	86.0	74.1	83.3	90.0	85.0	80.0	
							存货周转天数	154.6	125.3	155.7	160.0	150.0	150.0	
							应付账款周转天数	82.2	79.9	90.6	78.0	76.0	74.0	
							固定资产周转天数	258.3	201.4	187.5	201.6	183.7	159.2	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	45.21%	15.66%	39.78%	46.84%	37.92%	29.07%	
							EBIT利息保障倍数	0.9	7.4	5.6	6.7	6.1	9.4	
							资产负债率	54.20%	48.51%	52.30%	50.80%	48.11%	45.30%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-06-14	买入	42.78	49.40~49.40
2	2021-08-17	买入	63.57	N/A
3	2021-11-30	买入	59.57	70.20
4	2022-11-02	买入	32.00	N/A
5	2022-12-30	买入	33.04	41.00~41.00

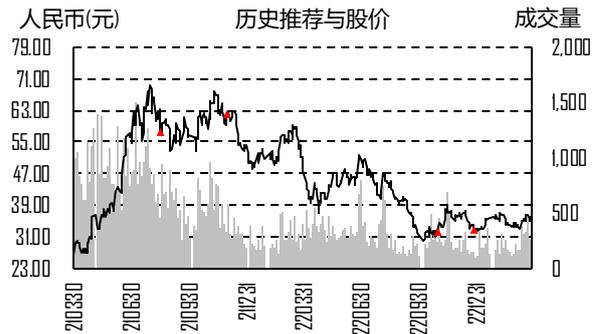
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402