

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

士兰微 (600460. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

方竞 电子行业分析师  
执业编号: S1500520030001  
联系电话: +86 15618995441  
邮箱: fangjing@cindasc.com

童秋涛 研究助理

联系电话: +86 13127514626  
邮箱: tongqiutao@cindasc.com

相关研究

《士兰微深度报告: 功率 IDM 老将, 新征程发力在即》2021.04.28

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 定增获批, 进击的功率 IDM 巨头

2021年7月1日

**事件:** 2021年6月30日, 士兰微发布公告, 《关于发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项》获得中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核有条件通过, 开始复牌交易。

**点评:**

**重组&定增获批, 功率 IDM 老将乘风起航。**公司前期发布公告, 将向大基金发行 8235 万股以购买集华投资及士兰集昕的股权, 同时还拟募集配套资金不超过 11.22 亿元, 用于 8 英寸集成电路芯片生产线二期项目和偿还上市公司银行贷款, 目前已获证监会审核通过。若交易完成后, 士兰微持有士兰集昕的股份将从 34.13% 增加至 63.73%, 大基金则将占士兰微总股本的 5.91%。

**影响分析:** 1) 8 寸线子公司士兰集昕盈利能力持续改善, 21 年一季度毛利率已达 14.83%。本次重组后公司将增加对 8 寸线的持股比例和控制力, 增强公司生产制造能力和未来盈利能力; 2) 引入大基金成为公司的主要股东, 有利于提升公司在集成电路产业的市场地位, 为公司带来更多的业务协同。

**行业高景气度持续, 产能为王深度受益:** 目前公司产能规模国内领先, 子公司士兰集成 5/6 英寸片可达 21 万片/月; 子公司士兰集昕 8 英寸 6 万片/月; 且控股公司士兰集科 12 英寸一期 4 万片产线于 20 年 12 月开始投产, 预计 21 年底有望接近满产。短期看, 行业景气度持续高企, 缺货涨价持续, 公司作为功率 IDM 显著受益涨价及产能利用率双升。而长期看, 不断壮大的产能规模和制造能力将增强公司市场竞争优势, 为高速增长奠定基础。

**产品结构持续优化, 长期成长动能充沛。**近年来公司产品不断向高端化发展, **IGBT 方面**, IPM 模块获国内主流白电厂商使用, 工控用 IGBT 模块进入汇川、通用、沪通等供应, 新能源车 IGBT 模块开始进入批量供应, 国内主要整车厂加大评测中。且目前推动 IGBT 于 12 寸上转移起量, 将更为增强成本优势; **MEMS 方面**, 公司十余年耕耘 MEMS 传感器领域, 产品种类丰富, 三轴加速度传感器竞争优势突出, 进入 HMOV 等头部客户; **此外, 公司也持续加大化合物半导体投入**, 2017 年已建成一条 6 英寸硅基氮化镓集成电路芯片中试线, 2020 年又开始建设一条 SiC 功率器件的中试线, 加快 SiC 器件的研发, 力争实现车用碳化硅突破。

**盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 9.24 亿/12.51 亿/15.48 亿, 对应 6 月 29 日收盘价 PE 估值为 80.01/59.09/47.76 倍。士兰微作为国内产能领先的功率 IDM 公司之一, 当前最为受益产能紧张趋势, 且凭借持续大力研发投入和坚持 IDM 模式积累的技术优势, 公司产品竞争力强, 在下游市场高景气度驱使下, 未来成长动能充足。维持“买入”评级。

**风险因素:** 行业周期性波动风险、技术迭代不及预期风险、产能爬坡及客户开拓不及预期的风险

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	3,110.57	4,280.56	7,170.97	9,922.59	12,737.71
增长率 YoY %	2.80%	37.61%	67.52%	38.37%	28.37%
归属母公司净利润(百万元)	14.53	67.60	924.11	1,251.16	1,548.01
增长率 YoY%	-91.47%	365.16%	1267.09%	35.39%	23.73%
毛利率%	19.47%	22.50%	31.45%	31.70%	31.56%
净资产收益率ROE%	0.43%	1.98%	23.92%	25.57%	24.96%
EPS(摊薄)(元)	0.01	0.05	0.70	0.95	1.18
市盈率 P/E(倍)	5087.70	1093.75	80.01	59.09	47.76
市净率 P/S(倍)	23.77	17.27	10.31	7.45	5.80

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年6月29日收盘价

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3,812.31	4,379.8	6,621.40	9,610.30	12,847.9
货币资金	1,082.28	1,110.4	1,469.91	2,712.93	3,690.95
应收票据	109.32	121.55	227.82	315.24	390.35
应收账款	829.07	1,188.3	1,925.33	2,664.11	3,434.60
预付账款	10.32	16.65	28.14	33.59	45.63
存货	1,421.59	1,387.9	2,291.76	2,907.64	3,890.79
其他	359.73	554.96	678.44	976.79	1,395.65
<b>非流动资产</b>	5,100.95	5,460.2	5,522.46	5,646.90	5,622.67
长期股权投资	618.34	731.38	731.38	731.38	731.38
固定资产(合计)	2,869.19	3,029.1	3,130.10	2,910.40	2,775.36
无形资产	194.28	226.84	271.40	244.94	220.44
其他	1,419.13	1,472.9	1,389.58	1,760.19	1,895.49
<b>资产总计</b>	8,913.26	9,840.1	12,143.8	15,257.2	18,470.6
<b>流动负债</b>	3,386.00	3,682.3	5,043.01	6,893.97	8,671.00
短期借款	1,736.82	2,010.8	2,694.92	3,729.00	4,786.94
应付票据	173.53	129.07	191.25	263.70	339.19
应付账款	709.13	785.07	1,331.74	1,824.01	2,309.81
其他	766.53	757.33	825.11	1,077.26	1,235.05
<b>非流动负债</b>	1,289.09	1,650.5	1,835.21	1,970.76	2,136.73
长期借款	486.21	663.92	848.55	984.11	1,150.08
其他	802.89	986.65	986.65	986.65	986.65
<b>负债合计</b>	4,675.09	5,332.8	6,878.22	8,864.73	10,807.7
少数股东权益	859.19	1,059.1	985.90	886.69	763.93
归属母公司股东权益	3,378.98	3,448.0	4,279.74	5,505.78	6,898.99
<b>负债和股东权益</b>	8913.26	9840.11	12143.86	15257.2	18470.6

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,110.57	4,280.5	7,170.97	9,922.59	12,737.7
同比(%)	2.80%	37.61%	67.52%	38.37%	28.37%
归属母公司净利润	14.53	67.60	924.11	1,251.16	1,548.01
同比(%)	-91.47%	365.16	1267.09	35.39%	23.73%
毛利率(%)	19.47%	22.50%	31.45%	31.70%	31.56%
ROE%	0.43%	1.98%	23.92%	25.57%	24.96%
EPS(摊薄)(元)	0.01	0.05	0.70	0.95	1.18
P/E	5087.70	1093.75	80.01	59.09	47.76
P/S	23.77	17.27	10.31	7.45	5.80
EV/EBITDA	191.28	128.46	51.98	42.63	34.76

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	3,110.5	4,280.5	7,170.97	9,922.5	12,737.71
营业成本	2,504.	3,317.4	4,915.42	6,777.4	8,717.77
营业税金及附加	24.97	26.46	38.94	53.89	69.17
销售费用	103.86	112.59	165.02	228.22	292.97
管理费用	232.81	248.47	350.11	484.45	621.89
研发费用	334.38	428.77	595.36	823.81	1,057.53
财务费用	108.89	167.92	199.93	258.62	328.65
减值损失合计	-91.14	-134.54	-103.98	-196.61	-254.09
投资净收益	7.18	-3.56	8.64	6.05	4.23
其他	-29.96	-145.68	-73.15	-258.41	-373.38
<b>营业利润</b>	-	-35.77	945.66	1,240.3	1,534.67
营业外收支	0.84	-1.95	-0.37	-0.51	-0.65
<b>利润总额</b>	-	-37.72	945.29	1,239.8	1,534.02
所得税	-22.63	-15.08	94.46	87.91	108.77
<b>净利润</b>	-	-22.64	850.83	1,151.9	1,425.25
少数股东损益	-	-90.23	-73.28	-99.22	-122.76
<b>归属母公司净利润</b>	14.53	67.60	924.11	1,251.1	1,548.01
EBITDA	400.77	600.04	1,497.68	1,855.3	2,310.45
EPS(当年)(元)	0.01	0.05	0.70	0.95	1.18

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	132.60	145.03	322.04	746.02	670.22
净利润	-	-22.64	850.83	1,151.9	1,425.25
折旧摊销	409.83	465.68	352.46	356.84	447.78
财务费用	120.88	172.07	199.93	258.62	328.65
投资损失	-0.96	-10.34	-3.13	-8.64	-6.05
营运资金变动	-	-418.66	-	-	-1,596.98
其它	7.23	-48.30	127.42	68.06	69.75
<b>投资活动现金流</b>	-	-750.21	-433.44	-468.89	-414.49
资本支出	-	-636.82	-498.37	-429.21	-426.72
长期投资	263.82	164.01	30.23	-8.63	2.16
其他	462.00	-277.41	34.70	-31.05	10.07
<b>筹资活动现金流</b>	750.96	673.19	470.91	965.89	722.29
吸收投资	-27.95	8.02	92.41	25.12	154.80
借款	395.02	332.44	79.18	215.54	147.80
支付利息或股息	-	-167.92	-292.34	-283.73	-483.45
<b>现金流净增加额</b>	-79.89	68.00	359.51	1243.02	978.02

## 研究团队简介

**方竞**，西安电子科技大学本硕连读，近5年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。同时还是国内知名半导体创业孵化平台IC咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017年在太平洋证券，2018年在招商证券，2020年加入信达证券，任电子行业首席分析师。所在团队曾获19年新财富电子行业第3名；18/19年《水晶球》电子行业第2/3名；18/19年《金牛奖》电子行业第3/2名。

**李少青**，武汉大学硕士，2018年加入西南证券，2020年加入信达证券，主要覆盖晶圆厂、数字芯片及射频，同时兼顾面板及智能机。

**刘志来**，上海社会科学院金融硕士，2020年加入信达证券，覆盖VRAR，光学，存储器板块。

**童秋涛**，复旦大学资产评估硕士，2020年加入信达证券，产能为王，覆盖功率、模拟、封测板块。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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。