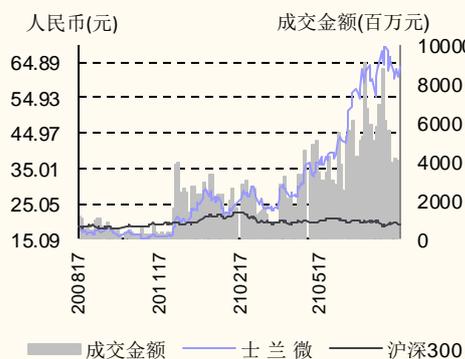


市场价格 (人民币): 63.57 元

## 产能继续增长, 产品结构持续优化

### 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	13.12
已上市流通 A 股(亿股)	13.12
总市值(亿元)	834.08
年内股价最高最低(元)	69.72/15.09
沪深 300 指数	4941
上证指数	3517



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,111	4,281	7,079	9,328	11,427
营业收入增长率	2.80%	37.61%	65.38%	31.77%	22.50%
归母净利润(百万元)	15	68	1,013	1,408	1,535
归母净利润增长率	-91.47%	365.16%	1399.29%	38.95%	9.02%
摊薄每股收益(元)	0.011	0.052	0.772	1.073	1.170
每股经营性现金流净额	0.10	-0.09	1.33	1.05	1.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.43%	1.96%	22.99%	24.43%	21.18%

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 8月16日公司公布半年报, 上半年实现营收 33 亿元, 同比增长 94%; 实现归母净利润 4.3 亿元, 同比增长 1306%。其中二季度实现归母净利润 2.6 亿元, 同比增长 805%, 环比一季度增长 48%。

### 经营分析

- 12 英寸产能爬坡持续进行:** 士兰集科上半年产出 12 英寸芯片 5.7 万片, 六月份产出达到 1.4 万片, 预计到年底实现月产芯片 3.5 万片, 公司规划在 2022 年四季度形成月产 12 英寸圆片 6 万片的生产能力。我们认为公司是少数在 2021-2022 年产能大幅增长的功率公司, 为营收增长提供了保障。
- IPM、IGBT、MEMS 多个产品系列需求旺盛, 产品结构持续优化:** 上半年 IPM 模块收入 4.1 亿元人民币, 同比增长超过 150%; 上半年公司推出了二代 IPM, 与一代 IPM 相比具有更高的精度、更低的损耗和更高的可靠性。IGBT 营收达到 1.9 亿元, 同比增长 110%; 基于 IGBT 和 FRD 芯片的电动汽车主电机驱动模块已在多家客户通过测试, 并在部分客户开始批量供货。MEMS 传感器产品营业收入突破 1.4 亿元, 较上年同期增加 290%以上; 目前公司加速度传感器已经在 8 寸产线上量产, 随着心率传感器、六轴惯性传感器等产品的研发和推广, 预计 MEMS 收入将保持高速增长。在旺盛需求驱动下, 公司库存周转天数进一步下降, 从去年同期 195 天下降到 110 天。
- 士兰集昕产品结构优化, 有望实现全年盈利:** 上半年士兰集昕产出 8 寸片 31.7 万片, 在产品结构优化和价格上涨驱动下, 平均单片价格上涨约 20%, 毛利率在 2020 年 5.4% 的基础上提高到 18.4%, 在二季度实现盈利并且有望实现全年盈利。

### 投资建议

- 我们上调公司 2021-2023 年盈利预测至 10.1 亿元 (上调 26%)、14.1 亿元 (上调 30%) 和 15.4 亿元 (上调 31%), 维持“买入”评级。

### 风险提示

- 产品价格过快上涨带来的经销商囤积库存风险; 技术升级的风险; 部分芯片持续缺货造成终端产量下降的风险

### 相关报告

- 《士兰微深度报告-功率 IDM 龙头进入加速发展期》, 2021.6.14

郑弼禹 分析师 SAC 执业编号: S1130520010001  
zhengbiyu@gjzq.com.cn

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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3,026	3,111	4,281	7,079	9,328	11,427	货币资金	1,172	1,082	1,110	1,555	2,059	2,595
增长率		2.8%	37.6%	65.4%	31.8%	22.5%	应收款项	1,177	1,228	1,802	1,906	2,511	3,076
主营业务成本	-2,256	-2,505	-3,317	-4,702	-6,161	-7,815	存货	1,214	1,422	1,388	1,481	1,941	2,462
%销售收入	74.5%	80.5%	77.5%	66.4%	66.0%	68.4%	其他流动资产	156	80	80	74	81	89
毛利	770	606	963	2,378	3,168	3,612	流动资产	3,719	3,812	4,380	5,016	6,591	8,222
%销售收入	25.5%	19.5%	22.5%	33.6%	34.0%	31.6%	%总资产	45.8%	42.8%	44.5%	48.2%	52.9%	56.5%
营业税金及附加	-24	-25	-26	-57	-75	-91	长期投资	368	731	873	873	848	823
%销售收入	0.8%	0.8%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	3,428	3,571	3,618	3,837	4,019	4,166
销售费用	-97	-104	-113	-135	-177	-217	%总资产	42.2%	40.1%	36.8%	36.9%	32.2%	28.6%
%销售收入	3.2%	3.3%	2.6%	1.9%	1.9%	1.9%	无形资产	200	289	327	675	1,011	1,330
管理费用	-216	-233	-248	-354	-466	-571	非流动资产	4,407	5,101	5,460	5,385	5,878	6,319
%销售收入	7.1%	7.5%	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%	%总资产	54.2%	57.2%	55.5%	51.8%	47.1%	43.5%
研发费用	-314	-334	-429	-531	-681	-811	<b>资产总计</b>	<b>8,126</b>	<b>8,913</b>	<b>9,840</b>	<b>10,400</b>	<b>12,470</b>	<b>14,541</b>
%销售收入	10.4%	10.7%	10.0%	7.5%	7.3%	7.1%	短期借款	1,569	2,240	2,485	1,890	2,095	2,214
息税前利润 (EBIT)	119	-90	147	1,302	1,768	1,921	应付款项	895	893	926	1,188	1,556	1,969
%销售收入	3.9%	n.a	3.4%	18.4%	19.0%	16.8%	其他流动负债	201	253	272	252	326	388
财务费用	-73	-109	-168	-88	-80	-75	流动负债	2,665	3,386	3,682	3,330	3,977	4,571
%销售收入	2.4%	3.5%	3.9%	1.2%	0.9%	0.7%	长期贷款	442	486	664	664	664	664
资产减值损失	-62	-91	135	0	0	0	其他长期负债	827	803	987	920	960	920
公允价值变动收益	2	18	5	0	0	0	<b>负债</b>	<b>3,933</b>	<b>4,675</b>	<b>5,333</b>	<b>4,914</b>	<b>5,601</b>	<b>6,155</b>
投资收益	9	7	-4	0	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,428</b>	<b>3,379</b>	<b>3,448</b>	<b>4,409</b>	<b>5,765</b>	<b>7,248</b>
%税前利润	10.8%	-5.5%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	1,312	1,312	1,312	1,312	1,312	1,312
营业利润	80	-131	-36	1,214	1,689	1,846	未分配利润	1,139	1,106	1,154	2,115	3,471	4,954
营业利润率	2.6%	n.a	n.a	17.1%	18.1%	16.2%	少数股东权益	765	859	1,059	1,077	1,104	1,138
营业外收支	0	1	-2	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,126</b>	<b>8,913</b>	<b>9,840</b>	<b>10,400</b>	<b>12,470</b>	<b>14,541</b>
税前利润	80	-130	-38	1,214	1,689	1,846	<b>比率分析</b>						
利润率	2.6%	n.a	n.a	17.1%	18.1%	16.2%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-6	23	15	-182	-253	-277	<b>每股指标</b>						
所得税率	7.1%	n.a	n.a	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.130	0.011	0.052	0.772	1.073	1.170
净利润	74	-107	-23	1,031	1,435	1,569	每股净资产	2.613	2.575	2.628	3.360	4.394	5.524
少数股东损益	-96	-122	-90	18	27	34	每股经营现金净流	0.183	0.101	-0.095	1.325	1.054	1.211
归属于母公司的净利润	170	15	68	1,013	1,408	1,535	每股股利	0.040	0.005	0.016	0.040	0.040	0.040
净利率	5.6%	0.5%	1.6%	14.3%	15.1%	13.4%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	4.97%	0.43%	1.96%	22.99%	24.43%	21.18%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	2.10%	0.16%	0.69%	9.74%	11.29%	10.56%
净利润	74	-107	-23	1,031	1,435	1,569	投入资本收益率	1.78%	-1.07%	1.15%	13.76%	15.61%	14.50%
少数股东损益	-96	-122	-90	18	27	34	<b>增长率</b>						
非现金支出	400	501	331	406	461	515	主营业务收入增长率	10.36%	2.80%	37.61%	65.38%	31.77%	22.50%
非经营收益	51	66	149	258	117	123	EBIT增长率	-19.66%	-175.95%	-262.73%	786.23%	35.86%	8.64%
营运资金变动	-285	-327	-582	44	-631	-619	净利润增长率	0.58%	-91.47%	365.16%	1399.29%	38.95%	9.02%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>241</b>	<b>133</b>	<b>-124</b>	<b>1,739</b>	<b>1,383</b>	<b>1,588</b>	总资产增长率	29.93%	9.68%	10.40%	5.69%	19.90%	16.61%
资本开支	-978	-748	-628	-465	-980	-980	<b>资产管理能力</b>						
投资	-254	-214	-136	0	0	0	应收账款周转天数	92.5	96.3	86.0	78.0	78.0	78.0
其他	41	-2	14	0	25	25	存货周转天数	162.5	192.0	154.6	115.0	115.0	115.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,191</b>	<b>-963</b>	<b>-750</b>	<b>-465</b>	<b>-955</b>	<b>-955</b>	应付账款周转天数	97.4	98.6	82.2	70.0	70.0	70.0
股权募资	1,006	200	492	0	0	0	固定资产周转天数	308.5	336.7	258.3	152.0	110.7	85.5
债权募资	553	604	302	-661	245	79	<b>偿债能力</b>						
其他	-81	-55	-129	-168	-170	-175	净负债/股东权益	20.01%	38.77%	45.21%	18.20%	10.20%	3.37%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,478</b>	<b>749</b>	<b>664</b>	<b>-829</b>	<b>76</b>	<b>-97</b>	EBIT利息保障倍数	1.6	-0.8	0.9	14.8	22.2	25.7
<b>现金净流量</b>	<b>528</b>	<b>-82</b>	<b>-210</b>	<b>445</b>	<b>503</b>	<b>537</b>	资产负债率	48.40%	52.45%	54.20%	47.25%	44.91%	42.33%

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
买入	0	2	4	5	10
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.20	1.17	1.00

来源：聚源数据

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。

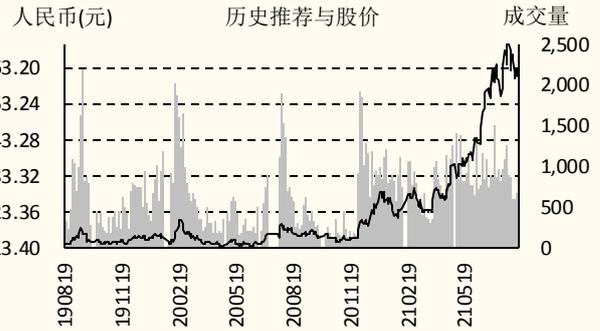
最终评分与平均投资建议对照：

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

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

来源：国金证券研究所



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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402