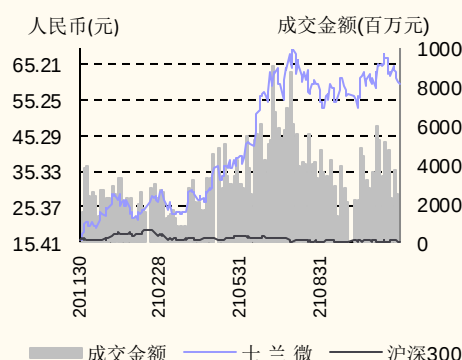


市场价格 (人民币): 59.57 元

目标价格 (人民币): 70.20 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	14.16
已上市流通 A 股(亿股)	13.12
总市值(亿元)	843.55
年内股价最高最低(元)	69.72/16.08
沪深 300 指数	4851
上证指数	3563


相关报告

1. 《士兰微半年报点评-产能继续增长，产品结构持续优化》，2021.8.17
2. 《士兰微深度报告-功率 IDM 龙头进入加速发展期》，2021.6.14

重申“买入”，首次股权激励绑定员工利益

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	1,073	1,464	1,558
归母净利润增长率	-91.47%	365.16%	1487.98%	36.38%	6.43%
摊薄每股收益(元)	0.011	0.052	0.818	1.116	1.188
每股经营性现金流净额	0.10	-0.09	1.26	0.99	1.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.43%	1.96%	10.98%	13.09%	12.29%
P/E	1,395.84	485.06	72.81	53.39	50.16
P/B	6.00	9.51	8.00	6.99	6.16

来源：公司年报、国金证券研究所

事件简述

- 11月29日晚，公司发布股权激励草案，拟向激励对象授予股票期权 2150 万份，约占公司总股本的 1.52%，行权价格为 51.27 元/股。

经营分析

- 上市以来首次大比例股权激励绑定员工利益，股权激励目标彰显管理层信心：本次股权激励方案是公司上市以来的首次股权激励，授予对象为高中层管理人员及核心技术骨干，共计 2467 人。通过大范围覆盖的激励计划能更好地建立利益共享机制，充分调动管理层及核心技术人员积极性，吸引和保留公司核心人才。根据方案的考核目标，如果参考达成条件的临界值，2021 年、2022 年、2023 年和 2024 年营业收入相比 2020 年分别增长 62%、111%、135%和 158%。
- 产能爬坡、产品结构优化持续进行：公司 12 英寸产能预计 2021 年年底爬坡到 4 万片/月，2022 年年底爬坡到 6 万片/月，8 寸产能到 2023 年年底预计由 6.3 万片/月提升到 7.6 万片/月，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。在此基础上，预计 2021 年 IGBT、IPM、MEMS 等产品线营收接近翻倍。公司的分立器件和大功率模块除了加快在白电、工业控制等市场拓展外，开始加快进入新能源汽车、光伏等市场，基于 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。

投资建议

- 我们小幅上调公司 2022-2023 年盈利预测分别为 14.6 亿元 (上调 4%)、和 15.6 亿元 (上调 1%)，维持“买入”评级，目标价 70.2 元。

风险提示

- MOSFET 价格下滑的风险；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

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)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3,026	3,111	4,281	7,079	9,328	11,427
增长率		2.8%	37.6%	65.4%	31.8%	22.5%
主营业务成本	-2,256	-2,505	-3,317	-4,702	-6,161	-7,815
%销售收入	74.5%	80.5%	77.5%	66.4%	66.0%	68.4%
毛利	770	606	963	2,378	3,168	3,612
%销售收入	25.5%	19.5%	22.5%	33.6%	34.0%	31.6%
营业税金及附加	-24	-25	-26	-57	-75	-91
%销售收入	0.8%	0.8%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-97	-104	-113	-135	-196	-240
%销售收入	3.2%	3.3%	2.6%	1.9%	2.1%	2.1%
管理费用	-216	-233	-248	-354	-504	-617
%销售收入	7.1%	7.5%	5.8%	5.0%	5.4%	5.4%
研发费用	-314	-334	-429	-531	-700	-857
%销售收入	10.4%	10.7%	10.0%	7.5%	7.5%	7.5%
息税前利润 (EBIT)	119	-90	147	1,302	1,694	1,807
%销售收入	3.9%	n.a	3.4%	18.4%	18.2%	15.8%
财务费用	-73	-109	-168	-18	60	66
%销售收入	2.4%	3.5%	3.9%	0.2%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	-62	-91	135	0	0	0
公允价值变动收益	2	18	5	0	0	0
投资收益	9	7	-4	0	0	0
%税前利润	10.8%	-5.5%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	80	-131	-36	1,284	1,754	1,873
营业利润率	2.6%	n.a	n.a	18.1%	18.8%	16.4%
营业外收支	0	1	-2	0	0	0
税前利润	80	-130	-38	1,284	1,754	1,873
利润率	2.6%	n.a	n.a	18.1%	18.8%	16.4%
所得税	-6	23	15	-193	-263	-281
所得税率	7.1%	n.a	n.a	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	74	-107	-23	1,091	1,491	1,592
少数股东损益	-96	-122	-90	18	27	34
归属于母公司的净利润	170	15	68	1,073	1,464	1,558
净利率	5.6%	0.5%	1.6%	15.2%	15.7%	13.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	74	-107	-23	1,091	1,491	1,592
少数股东损益	-96	-122	-90	18	27	34
非现金支出	400	501	331	424	497	551
非经营收益	51	66	149	224	46	46
营运资金变动	-285	-327	-582	47	-626	-617
经营活动现金净流	241	133	-124	1,786	1,409	1,571
资本开支	-978	-748	-628	-865	-980	-980
投资	-254	-214	-136	0	0	0
其他	41	-2	14	0	25	25
投资活动现金净流	-1,191	-963	-750	-865	-955	-955
股权募资	1,006	200	492	5,308	0	0
债权募资	553	604	302	-2,091	-285	-7
其他	-81	-55	-129	-139	-103	-103
筹资活动现金净流	1,478	749	664	3,078	-388	-110
现金净流量	528	-82	-210	4,000	66	507

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,172	1,082	1,110	5,110	5,176	5,683
应收款项	1,177	1,228	1,802	1,906	2,511	3,076
存货	1,214	1,422	1,388	1,481	1,941	2,462
其他流动资产	156	80	80	74	81	89
流动资产	3,719	3,812	4,380	8,571	9,709	11,310
%总资产	45.8%	42.8%	44.5%	59.8%	60.9%	63.0%
长期投资	368	731	873	873	848	823
固定资产	3,428	3,571	3,618	4,219	4,365	4,476
%总资产	42.2%	40.1%	36.8%	29.4%	27.4%	25.0%
无形资产	200	289	327	675	1,011	1,330
非流动资产	4,407	5,101	5,460	5,767	6,224	6,629
%总资产	54.2%	57.2%	55.5%	40.2%	39.1%	37.0%
资产总计	8,126	8,913	9,840	14,337	15,933	17,939
短期借款	1,569	2,240	2,485	460	135	168
应付款项	895	893	926	1,188	1,560	1,975
其他流动负债	201	253	272	255	331	392
流动负债	2,665	3,386	3,682	1,903	2,025	2,535
长期贷款	442	486	664	664	664	664
其他长期负债	827	803	987	920	960	920
负债	3,933	4,675	5,333	3,487	3,649	4,119
普通股股东权益	3,428	3,379	3,448	9,773	11,180	12,682
其中：股本	1,312	1,312	1,312	1,416	1,416	1,416
未分配利润	1,139	1,106	1,154	2,171	3,578	5,080
少数股东权益	765	859	1,059	1,077	1,104	1,138
负债股东权益合计	8,126	8,913	9,840	14,337	15,933	17,939

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.130	0.011	0.052	0.818	1.116	1.188
每股净资产	2.613	2.575	2.628	7.448	8.521	9.665
每股经营现金净流	0.183	0.101	-0.095	1.261	0.995	1.110
每股股利	0.040	0.005	0.016	0.040	0.040	0.040
回报率						
净资产收益率	4.97%	0.43%	1.96%	10.98%	13.09%	12.29%
总资产收益率	2.10%	0.16%	0.69%	7.49%	9.19%	8.69%
投入资本收益率	1.78%	-1.07%	1.15%	9.24%	11.00%	10.48%
增长率						
主营业务收入增长率	10.36%	2.80%	37.61%	65.38%	31.77%	22.50%
EBIT增长率	-19.66%	-175.95%	-262.73%	786.23%	30.13%	6.68%
净利润增长率	0.58%	-91.47%	365.16%	1487.98%	36.38%	6.43%
总资产增长率	29.93%	9.68%	10.40%	45.70%	11.13%	12.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	92.5	96.3	86.0	78.0	78.0	78.0
存货周转天数	162.5	192.0	154.6	115.0	115.0	115.0
应付账款周转天数	97.4	98.6	82.2	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	308.5	336.7	258.3	166.5	120.4	92.2
偿债能力						
净负债/股东权益	20.01%	38.77%	45.21%	-36.74%	-35.63%	-35.10%
EBIT利息保障倍数	1.6	-0.8	0.9	74.3	-28.0	-27.2
资产负债率	48.40%	52.45%	54.20%	24.32%	22.90%	22.96%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	10	13	17	28
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.09	1.07	1.06	1.00

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

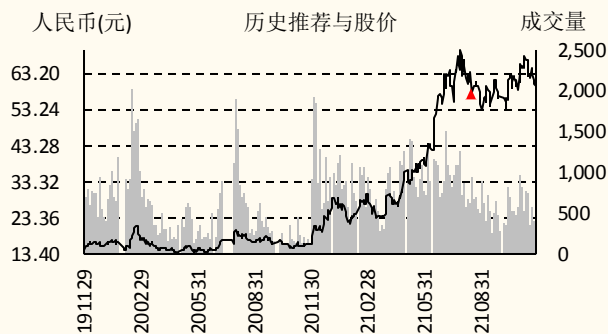
来源：国金证券研究所

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，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