

业绩持续高增长，看好产品高端化跃迁

2022 年 01 月 24 日

1 月 21 日，士兰微发布业绩预告，预计 2021 年归母净利 15.18-15.31 亿元，同比增长 2145%到 2165%，扣非净利 9.12-9.26 亿元，同比扭亏。

► **业绩持续高增长，年底费用计提影响表观利润。**预计公司 21Q4 归母净利润 7.90-8.04 亿元，以中值计算（下同）同比增长 3316.23%，环比增长 168.50%；主要因安路科技于 2021 年 11 月在科创板上市，及视芯科技 2021 年引入外部投资者，公司享有的净资产份额按期末公允价值调整，分别导致净利润增加 5.34 亿元和 5,229 万元。剔除非经影响后，公司扣非净利 2.25-2.39 亿元，中值环比-18.75%。环比略有下降主要因研发费用等增加，Q4 一般为研究课题结算期，且员工计提奖金有所增加，而公司收入及毛利率仍有不俗表现。

► **产品结构稳步升级，IGBT 等高端产品占比提升。**缺芯加速国产替代，公司持续推进产品结构升级，在白电、通讯、工业、光伏、新能源汽车等高门槛市场取得突破。就产品结构看：**IGBT 方面**，公司中低压全领域覆盖，车用 IGBT 模块除菱电电控、零跑外，在汇川、比亚迪等持续验证出货；光伏风电方面与阳光、固德威等主流厂商均有合作，单管已迎来订单，且模块也已加大验证；家电 IPM 方面，正全面替代日系厂商，21H1 营收达 4.1 亿元，并将持续放量；工控领域也与汇川、英威腾等加大合作供应。

SiC 方面，公司杭州 6 寸中试线已跑通，SiC 二极管、MOS 稳步推进研发，重点面向光伏、新能源汽车市场。且我们认为凭借 21 万片 6 寸线硅基产能，SiC 起量后可实现快速转产。**MEMS 方面**，公司历经十余年耕耘，持续推出加速度计、硅麦克风等，产品进入 HMOV 等头部客户，且正持续加大产能投放；**电源芯片方面**，如快充领域公司亦推出一系列手机快充、车充用 PWM 主控芯片和同步整流产品，覆盖 20W-65W 功率范围，亦将有望迎来放量。我们预计随着产品结构的稳步升级，不止营收更为稳定，毛利率水平亦有望逐步提升。

► **投资建议：**我们预计公司 2021/22/23 年归母净利分别为 15.27/16.28/21.98 亿元，对应现价（2022.1.24 收盘价）PE 分别为 49/46/34 倍，我们看好公司产品高端化升级进展，IGBT、MEMS 及第三代半导体等业务进展稳步推进，成长潜力更值得期待。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业周期性波动风险；技术迭代不及预期的风险；产能爬坡及客户开拓不及预期的风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,281	7,289	10,046	13,478
增长率（%）	37.6	70.3	37.8	34.2
归属母公司股东净利润（百万元）	68	1,527	1,628	2,198
增长率（%）	365.2	2159.2	6.6	35.0
每股收益（元）	0.05	1.08	1.15	1.55
PE	1049	49	46	34
PB	9.5	10.9	8.7	6.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 1 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

52.45 元



分析师：方竞

执业证号：S0100521120004

电话：15618995441

邮箱：fangjing@mszq.com

相关研究

1. 士兰微(600460):三大业务持续进阶，Q3 业绩大幅增长
2. 士兰微(600460):H1 业绩大增，功率 IDM 巨头步入黄金增长期
3. 士兰微 (600460) 三季报点评：LED 产品毛利下降 发展前景长期看好

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,281	7,289	10,046	13,478
营业成本	3,317	4,861	6,686	8,962
营业税金及附加	26	39	54	72
销售费用	113	173	241	323
管理费用	248	336	480	644
研发费用	429	593	834	1,119
EBIT	-27	1,287	1,751	2,358
财务费用	168	162	156	156
资产减值损失	-114	-15	-3	0
投资收益	-4	-53	-53	-72
营业利润	-36	1,681	1,770	2,393
营业外收支	-2	0	7	7
利润总额	-38	1,681	1,777	2,400
所得税	-15	153	149	201
净利润	-23	1,528	1,628	2,199
归属于母公司净利润	68	1,527	1,628	2,198
EBITDA	439	1,740	2,204	2,850

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,110	2,766	3,474	4,134
应收账款及票据	1,310	1,951	2,573	3,163
预付款项	17	28	33	47
存货	1,388	1,655	2,044	2,510
其他流动资产	555	1,479	1,926	2,390
流动资产合计	4,380	7,878	10,050	12,244
长期股权投资	731	975	1,197	1,390
固定资产	3,029	3,472	3,794	4,055
无形资产	227	302	368	430
非流动资产合计	5,460	6,045	6,385	6,860
资产合计	9,840	13,923	16,435	19,104
短期借款	2,011	2,011	2,011	2,011
应付账款及票据	914	1,342	1,978	2,286
其他流动负债	757	1,298	1,465	1,628
流动负债合计	3,682	4,651	5,454	5,925
长期借款	664	464	464	464
其他长期负债	987	1,327	1,407	1,407
非流动负债合计	1,651	1,791	1,871	1,871
负债合计	5,333	6,442	7,326	7,797
股本	1,312	1,416	1,416	1,416
少数股东权益	1,059	1,060	1,060	1,061
股东权益合计	4,507	7,481	9,109	11,308
负债和股东权益合计	9,840	13,923	16,435	19,104

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	37.61	70.27	37.83	34.16
EBIT 增长率	81.53	4868.27	36.11	34.63
净利润增长率	365.16	2159.20	6.59	35.03
盈利能力 (%)				
毛利率	22.50	33.31	33.44	33.50
净利润率	-0.53	20.96	16.21	16.31
总资产收益率 ROA	0.69	10.97	9.90	11.51
净资产收益率 ROE	1.96	23.78	20.22	21.45
偿债能力				
流动比率	1.19	1.69	1.84	2.07
速动比率	0.81	1.33	1.46	1.63
现金比率	0.30	0.59	0.64	0.70
资产负债率 (%)	54.20	46.27	44.57	40.81
经营效率				
应收账款周转天数	101.33	93.86	87.49	80.23
存货周转天数	152.71	125.42	111.76	102.23
总资产周转率	0.44	0.52	0.61	0.71
每股指标 (元)				
每股收益	0.05	1.08	1.15	1.55
每股净资产	2.63	4.53	5.68	7.24
每股经营现金流	0.11	0.63	1.15	1.31
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	1049	49	46	34
PB	9.5	10.9	8.7	6.9
EV/EBITDA	79.42	40.75	31.86	24.40
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	-23	1,528	1,628	2,199
折旧和摊销	466	454	453	493
营运资金变动	-582	-735	-494	-884
经营活动现金流	145	891	1,623	1,849
资本开支	-628	-856	-764	-768
投资	-136	-866	-402	-373
投资活动现金流	-750	-1,091	-840	-1,032
股权募资	492	1,446	0	0
债务募资	302	471	0	0
筹资活动现金流	673	1,857	-76	-156
现金净流量	59	1,656	707	660

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001