

士兰微 (600460.SH)

产品产能双升级, 2021 年营收、利润双丰收

买入

核心观点

21 年公司同比扭亏且大幅盈利。21 年公司营收 71.94 亿元 (YoY +68%), 归母净利润 15.18 亿元 (YoY +2145%), 扣非归母净利润 8.95 亿元 (YoY +3908%); 其中器件 (53%)、集成电路 (32%)、发光二极管 (10%) 对应收入 38 亿元 (YoY +73%)、23 亿元 (YoY +62%)、7 亿元 (YoY +81%)。4Q 营收 19.7 亿元 (YoY +49%), 对应扣非归母净利润 2.1 亿元 (YoY +840%), 毛利率 34.11% (YoY +8.52pct)。

IGBT 在光伏、新能源汽车领域拓展迅速。21 年公司基于自主研发的 V 代 IGBT 和 FRD 芯片的新能源汽车主电机驱动模块已实现批量供货, 光伏 IGBT 器件已进入主要逆变器厂商, 产品获比亚迪、汇川、阳光等客户的认可。预计 22 年 IGBT 产品将随 12 英寸产能释放快速增加。此外, SiC MOSFET 车规级器件已完成研发, 公司将建设一条 6 英寸 SiC 量产线, 预计 22 年 3Q 通线。

IPM 模块、MEMS 传感器进展喜人, 集成电路多产品线齐头并进。21 年公司用于工业、白电的 IPM 模块营收突破 8.6 亿元 (YoY +100%), 22 年 IPM 供货量有望倍增。MEMS 传感器营收突破 2.6 亿元 (YoY +80%); 其中, 加速度传感器已在多数手机厂商大批量供应, 预计 22 年出货量将进一步增长。此外, PoE 芯片、DC-DC 电源芯片、MCU 等产品拓展迅速。

行业供给持续紧张, 产能释放显受益。目前 IGBT、中高端 MOSFET 供应仍紧张, 英飞凌等国际大厂纷纷发布涨价函。在此背景下, 公司产能持续释放, 迎来增长黄金期。21 年公司 5.6 英寸线满产、8 英寸线产出增加 14.90%; 12 英寸线一期 4 万片/月产能爬坡完成, 全年芯片产出已超 20 万片。22 年, 公司 12 英寸产线一期产能 4 万片将进入稳定供应阶段, 二期 2 万片/月产能建设将稳步推进。

产品结构优化, 各产线 ASP 持续提升。得益于产品结构升级, 21 年全年公司 5/6 英寸线 ASP 为 636 元 (YoY +5%); 8 英寸线 ASP 为 1681 元 (YoY +21%); 12 英寸线 ASP 3933 元, 较 1H21 增加 11.7%。22 年, 随着 MEMS 传感器在 8 英寸线上量、IGBT 等中高端器件在 12 英寸线上比例提升, 缺货行情下国产替代进程加速, 公司营收有望持续高增长。

投资建议: 下游需求持续旺盛, 维持“买入”评级。

预计 2022-2024 年公司营收 103/128/153 亿元, 归母净利润 16.0/20.6/25.1 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 48/37/31x。公司光伏、新能源汽车 IGBT 拓展顺利, 产品产能双升级, 维持“买入”评级。

风险提示: 产能爬坡不及预期, 下游市场需求不及预期。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,281	7,194	10,310	12,846	15,346
(+/-%)	37.6%	68.1%	43.3%	24.6%	19.5%
净利润(百万元)	68	1518	1597	2061	2514
(+/-%)	365.2%	2145.2%	5.2%	29.1%	22.0%
每股收益(元)	0.05	1.07	1.13	1.46	1.78
EBIT Margin	3.4%	18.6%	16.0%	17.2%	17.2%
净资产收益率 (ROE)	2.0%	23.7%	20.4%	21.3%	21.0%
市盈率 (PE)	1050.7	50.5	48.0	37.2	30.5
EV/EBITDA	127.5	45.0	37.0	28.3	24.1
市净率 (PB)	20.60	11.96	9.77	7.91	6.41

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师: 胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

联系人: 周靖翔
021-60375402
zhoujingxiang@guosen.com.cn

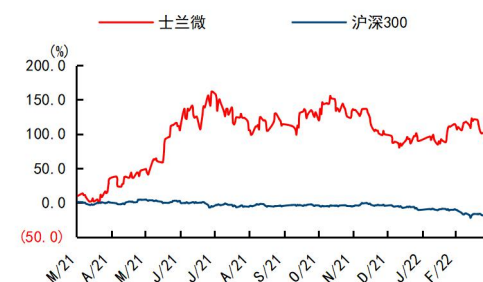
证券分析师: 胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

联系人: 李梓澎
0755-81981181

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	
收盘价	51.20 元
总市值/流通市值	72499/68301 百万元
52 周最高价/最低价	74.78/23.33 元
近 3 个月日均成交额	1327.88 百万元

市场走势



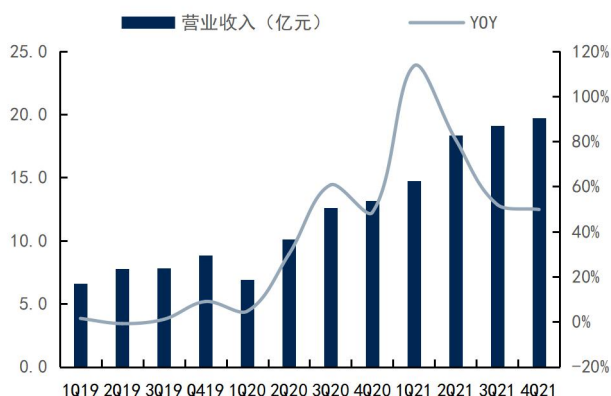
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《士兰微 (600460.SH) - 电气化时代多点开花, 功率 IDM 龙头厚积薄发》——2022-03-15
 《士兰微-600460-2018 年三季报点评: 产线调整带来短期波动, 关注公司长期战略》——2018-10-31
 《士兰微-600460-2018 年半年报点评: 先进产线持续扩产, 积极导入汽车级模块市场》——2018-08-09
 《士兰微-600460-动态报告: 芯片国产化, 士兰正显威》——2018-07-23

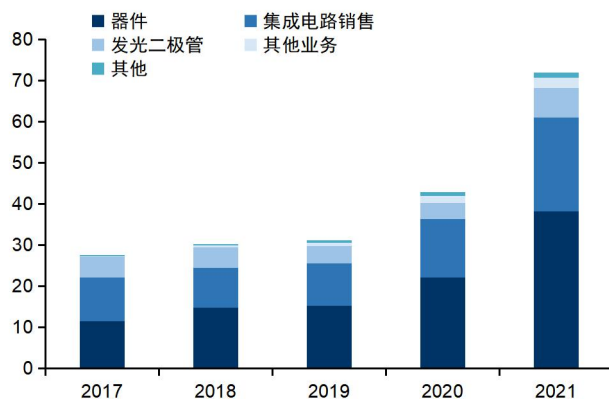
2021 年公司全年营收 71.94 亿元，同比增长 68.07%；其中 4Q 单季营收 19.72 亿元，同比增加 48.8%。按业务结构分，公司器件（53%）、集成电路（32%）、发光二极管（10%）三大业务对应收入 38.13 亿元、22.93 亿元、7.08 亿元，同比增长 73.08%/61.5%/81.05%。

图1：公司近 3 年营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

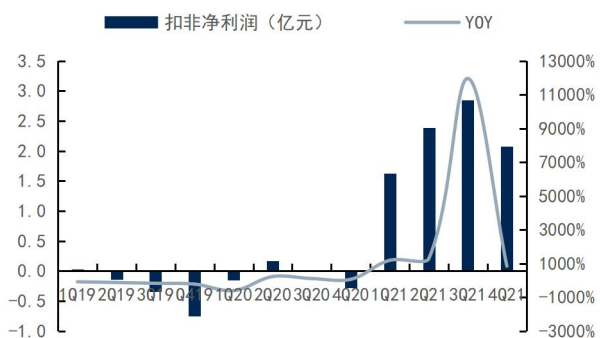
图2：公司近 5 年营收结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

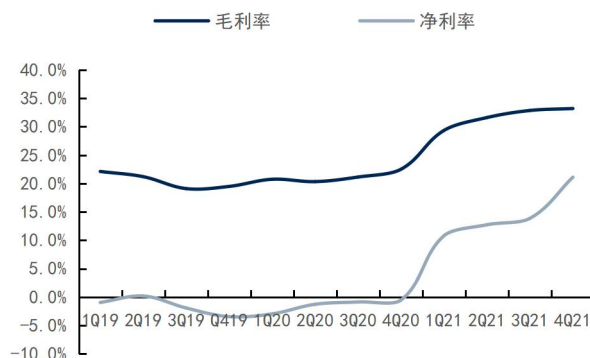
2021 年公司全年归母净利润 15.18 亿元，同比增长 2145.25%，扣非归母净利润 8.95 亿元，同比增长 3907.82；其中 Q4 扣非归母净利润 2.08 亿元，同比增长 840.39%。毛利率稳健，Q4 扣除会计调整对成本 2000 万的影响，毛利率环比持平。

图3：公司近 3 年扣非归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

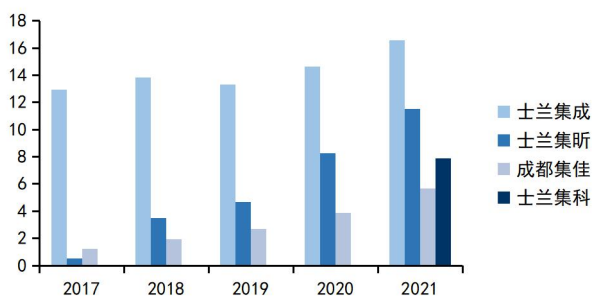
图4：公司近 3 年毛利率与净利率情况（单位：%、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

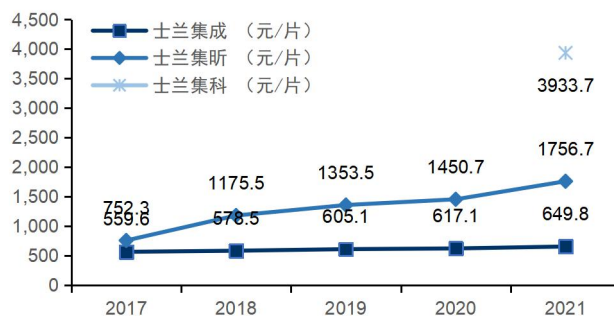
公司各产线营收持续增加，产能释放助力整体产品结构升级。随着产能增加，公司各产线营收持续增加士兰集成（5/6 英寸线）实现营收 16.6 亿元、士兰集昕（8 英寸线）实现营收 11.55 亿元、士兰集科（12 英寸线）实现营收 7.87 亿元、成都集佳（封装线）实现营收 5.7 亿元。得益于产品结构调整及需求拉动，各产线营收及 ASP 不断提升。5/6 英寸线 ASP 为 636 元，同比增加 5.3%；8 英寸线 ASP 为 1681 元，同比增加 21.0%；12 英寸线 ASP 3933 元，与 21 年上半年相比增加 11.7%。

图5: 公司近5年各产线营收情况(亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

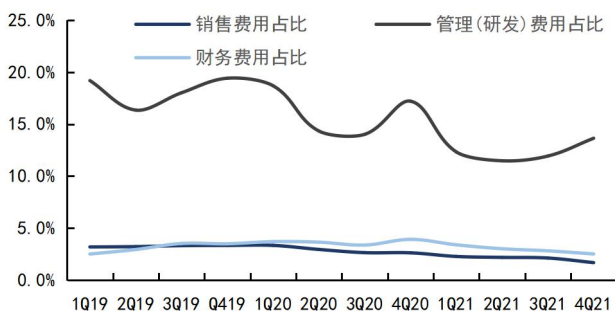
图6: 公司近5年各产线 ASP 情况(元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司费用率下降,研发投入持续增加。随着产线及产品结构优化,公司降本提效明显,管理费用率逐季下降。此外,公司持续加大研发投入,近三年研发投入占比保持10%以上,以支撑公司电源管理电路、功率模块、功率器件、MEMS 传感器等各系列产品的研发。

图7: 公司近三年费用情况(%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

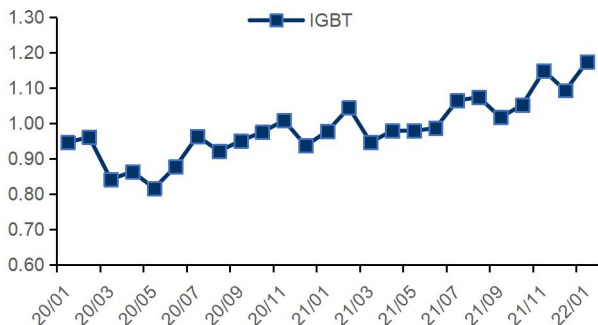
图8: 公司近10年研发投入情况(亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

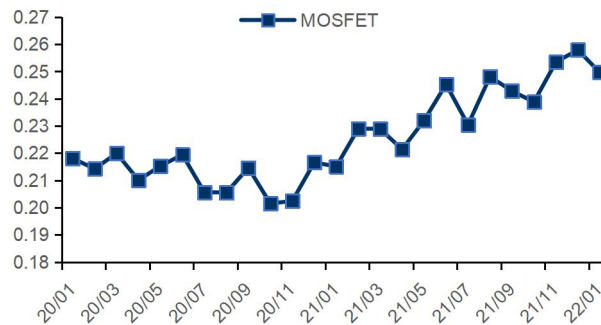
IGBT 等中高端供需紧平衡,公司恰逢产能释放将率先受益。IGBT、MOSFET 均价仍处于高位,英飞凌等大厂亦发布涨价函,预计年内产能紧缺将持续。在此背景下,拥有稳定产能及 IGBT 产品的国内 IDM 厂商成为了替代首选。随着士兰微 12 英寸产能逐渐释放,公司将成为此阶段国产替代最受益的厂商之一。

图9: 全球近两年 IGBT 器件均价(美元/只)



资料来源: WSTS、国信证券经济研究所整理

图10: 全球近两年 MOSFET 器件均价(美元/只)



资料来源: WSTS、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1110	2323	3340	3791	5799	营业收入	4281	7194	10310	12846	15346
应收款项	1324	1837	2196	2764	3367	营业成本	3317	4806	7081	8671	10280
存货净额	1388	1913	2100	2748	3293	营业税金及附加	26	39	76	92	106
其他流动资产	550	726	1000	1443	1728	销售费用	113	121	176	215	262
流动资产合计	4380	6850	8640	10752	14194	管理费用	248	302	458	557	682
固定资产	3618	4619	5051	5248	5324	研发费用	429	587	866	1101	1368
无形资产及其他	227	278	267	256	245	财务费用	168	181	172	87	65
投资性房地产	884	1166	1166	1166	1166	投资收益	(4)	(75)	(53)	(27)	(11)
长期股权投资	731	893	850	805	760	资产减值及公允价值变动	119	746	138	0	0
资产总计	9840	13806	15974	18227	21688	其他收入	(559)	(680)	(611)	(845)	(1071)
短期借款及交易性金融负债	2485	3105	3382	3001	3341	营业利润	(36)	1735	1821	2351	2868
应付款项	914	1421	1357	1673	2005	营业外净收支	(2)	(4)	(0)	(0)	(1)
其他流动负债	284	482	706	838	1026	利润总额	(38)	1731	1821	2350	2867
流动负债合计	3682	5008	5445	5512	6372	所得税费用	(15)	213	224	289	352
长期借款及应付债券	664	356	528	709	898	少数股东损益	(90)	0	0	0	1
其他长期负债	987	1333	1459	1614	1768	归属于母公司净利润	68	1518	1597	2061	2514
长期负债合计	1651	1689	1987	2322	2667	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	5333	6698	7432	7834	9038	净利润	68	1518	1597	2061	2514
少数股东权益	1059	698	698	699	699	资产减值准备	43	(39)	21	3	1
股东权益	3448	6410	7844	9694	11951	折旧摊销	452	512	617	778	910
负债和股东权益总计	9840	13806	15974	18227	21688	公允价值变动损失	(119)	(746)	(138)	0	0
						财务费用	168	181	172	87	65
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(425)	(483)	(513)	(1054)	(757)
每股收益	0.05	1.07	1.13	1.46	1.78	其它	40	39	(21)	(3)	(1)
每股红利	0.10	0.11	0.12	0.15	0.18	经营活动现金流	60	801	1563	1785	2668
每股净资产	2.63	4.53	5.54	6.85	8.44	资本开支	0	(2173)	(921)	(967)	(977)
ROIC	6%	21%	23%	28%	30%	其它投资现金流	(3)	(43)	46	(1)	(0)
ROE	2%	24%	20%	21%	21%	投资活动现金流	(116)	(2379)	(831)	(923)	(932)
毛利率	23%	33%	31%	32%	33%	权益性融资	(9)	1263	0	0	0
EBIT Margin	3%	19%	16%	17%	17%	负债净变化	178	(308)	172	181	190
EBITDA Margin	14%	26%	22%	23%	23%	支付股利、利息	(130)	(155)	(163)	(211)	(257)
收入增长	38%	68%	43%	25%	19%	其它融资现金流	(2)	2453	276	(380)	340
净利润增长率	365%	2145%	5%	29%	22%	融资活动现金流	84	2790	285	(411)	272
资产负债率	65%	54%	51%	47%	45%	现金净变动	28	1213	1017	451	2008
息率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	货币资金的期初余额	1082	1110	2323	3340	3791
P/E	1050.7	50.5	48.0	37.2	30.5	货币资金的期末余额	1110	2323	3340	3791	5799
P/B	20.6	12.0	9.8	7.9	6.4	企业自由现金流	0	(970)	633	695	1498
EV/EBITDA	127.5	45.0	37.0	28.3	24.1	权益自由现金流	0	1175	930	418	1970

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032