

中航证券研究所
 分析师: 邹润芳
 证券执业证书号: S0640521040001

研究助理: 刘牧野
 证券执业证书号: S0640122010023
 liumy@avicsec.com

士兰微 (600460) 2021 年年报点评: 业绩多线增长, 看好产品结构优化+产能释放

行业分类: 电子元件 2022 年 3 月 29 日

公司投资评级	买入
当前股价(22.03.29)	51.20

基础数据	
上证指数	3203.94
总市值(亿元)	725.03
总股本(亿股)	14.16
流通股本(亿股)	13.34
PE(TTM)	47.77
PB(LF)	11.31



- **公司发布 2021 年年度报告:** 2021 年公司实现营业收入 71.94 亿元, 同比+68.07%; 实现归母净利润 15.17 亿元, 同比+2145.25%, 扣非归母净利润 8.95 亿元, 大幅扭亏为盈。公司 2021Q4 单季度实现营业收入 19.72 亿元, 同比+49.80%, 环比+3.06%, Q4 归母净利润 7.90 亿元, 主要系 11 月安路科技上市, 导致净利润增加 5.33 亿元, 扣非后归母净利润为 2.08 亿元。
- **产品结构优化助力公司盈利水平提升。** 2021 年公司综合毛利率 33.19%, 同比提升 10.69pct。分业务看, 公司分立器件产品实现营收 38.13 亿, 约占总营收的 53.01%, 业务毛利率 32.89%, 媲美功率 Fabless 厂家。集成电路业务营收 22.93 亿, 占 31.88%, 业务毛利率 41.76%。两块业务的毛利率较去年均明显提升, 主要得益于公司持续在白电、通讯、工业、光伏、新能源汽车等高门槛市场取得突破, 8 英寸线也开始生产高附加值的高压超结 MOS、大功率 IGBT 模块等产品。从产线 ASP 来看, 2021 年公司 5&6 英寸线产出 255.4 万片, 对应士兰集成收入 14.66 亿元, ASP 为 650 元, 同比+5.3%; 士兰集昕 8 英寸线产出 65.7 万片, 对应 ASP 为 1757 元, 同比+21.1%。12 英寸线对应 ASP 为 3844。我们认为, 2022 年公司产品结构升级仍将继续、产线规模效应凸显, 产线 ASP 将继续提升, 充分利用现有产能获得更高收益。
- **21 年产能扩张顺利, 22 年产能继续爬坡。** 公司目前的产能释放主要用于 IGBT 等功率半导体领域, 2021 年末, 士兰集科完成 12 英寸线一期建设, 12 月实现月产能 3.6 万片, 21 全年产能超 20 万片。士兰集科获国家大基金增资, 推进二期建设, 预计 22 年末将再新增 2 万片月产能。此外, 2021 年, 公司完成了封装产能的建设, 具备功率器件、IPM 模块、工业级和汽车级功率模块的封装能力, 帮助公司获得更高的附加价值。我们预计, 随着 8 英寸线爬坡、12 英寸线的扩建以及封装产线的投入, 公司将充分发挥 IDM 模式的优势, 在产品实力、供应链保障、降本增效上具备长期竞争力。
- **公司 IGBT 持续发力, 乘新能源东风快速发展。** 2021 年, 公司自主研发的 V 代 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, 并在部分客户批量供货。2022 年公司将加快进入新能源汽车

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传真: 010-59562637

车、光伏等市场。第三代半导体方面，公司 SiC 功率器件中试线已在 2021H1 通线，公司车规级 SiC-MOSFET 器件研发完成，待客户验证后量产。此外，公司计划在士兰明镓建设一条 6 英寸 SiC 功率器件产线，预计 2022Q3 通线。

■ **投资建议：**我们认为公司所处功率半导体行业为高景气赛道，士兰微作为 IDM 大厂，拥有技术和产能储备，规模优势也逐渐凸显，未来充分受益于下游需求爆发。预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 98.92 亿元、129.08 亿元、157.56 亿元，同比增长 37.50% 30.48% 22.07%，实现归母净利润分别为 13.09 亿元、16.51 亿元、19.77 亿元，同比增长-13.73%、26.14%、19.72%，当前(2022 年 3 月 29 日)对应 PE 55.38、43.90、36.67，首次覆盖，给予“买入”评级。

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	42.81	71.94	98.92	129.08	157.56
增速	37.61%	68.07%	37.50%	30.48%	22.07%
归属于母公司净利润（亿元）	0.68	15.18	13.09	16.51	19.77
增速	365.16%	2145.25%	-13.73%	26.14%	19.72%
每股收益（元）	0.05	1.07	0.92	1.17	1.40
市盈率（倍）	1072.57	47.77	55.38	43.90	36.67

图表 1: 财务数据预测（百万元）

资产负债表						利润表					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1110.40	2323.44	4352.61	5679.38	6932.70	营业收入	4280.56	7194.15	9892.28	12907.68	15756.13
应收票据及账款	1787.59	2460.23	3518.75	4591.34	5604.55	营业成本	3317.41	4806.45	6635.61	8683.97	10661.08
预付账款	16.65	32.64	38.73	50.54	61.69	营业税金及附加	26.46	38.61	64.55	84.22	102.81
其他应收款	14.04	22.83	40.58	52.95	64.64	销售费用	112.59	121.41	166.95	217.84	265.91
存货	1387.91	1912.95	2640.94	3456.18	4243.06	管理费用	248.47	302.43	415.86	542.62	662.36
其他流动资产	63.25	97.87	180.84	228.33	273.20	研发费用	428.77	586.89	741.92	968.08	1181.71
流动资产总计	4379.84	6849.96	10772.45	14058.73	17179.84	财务费用	167.92	181.35	153.37	217.02	231.92
长期股权投资	731.38	893.42	893.42	893.42	893.42	资产减值损失	-113.68	-60.28	-82.88	-108.15	-132.02
固定资产	3029.10	3973.28	4161.21	4470.79	4498.63	信用减值损失	-20.86	-35.50	-29.05	-37.91	-46.28
在建工程	589.23	649.49	924.74	500.00	100.00	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	226.84	278.24	275.07	304.92	317.79	投资收益	-3.56	-75.45	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	41.45	72.65	36.33	0.00	0.00	公允价值变动损益	4.97	685.83	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	842.27	1089.32	1137.49	1135.65	1133.81	资产处置收益	2.19	0.15	1.18	1.18	1.18
非流动资产合计	5460.27	6956.40	7428.25	7304.78	6943.66	其他收益	116.23	62.82	104.11	104.11	104.11
资产总计	9840.11	13806.36	18200.71	21363.51	24123.50	营业利润	-35.77	1734.59	1707.38	2153.17	2577.34
短期借款	2010.84	2170.74	4338.27	5071.04	5214.93	营业外收入	2.60	4.78	3.87	3.87	3.87
应付票据及账款	914.15	1421.29	2107.30	2757.80	3385.68	营业外支出	4.55	8.79	5.58	5.58	5.58
其他流动负债	757.33	1416.27	1728.84	2261.68	2774.66	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3682.32	5008.30	8174.40	10090.52	11375.27	利润总额	-37.72	1730.58	1705.68	2151.46	2575.63
长期借款	663.92	358.46	609.73	624.12	624.12	所得税	-15.08	212.58	396.16	499.70	598.22
其他非流动负债	986.65	1331.03	1331.03	1331.03	1331.03	净利润	-22.64	1518.00	1309.52	1651.76	1977.42
非流动负债合计	1650.57	1689.49	1940.76	1955.15	1955.15	少数股东损益	-90.23	0.28	0.24	0.30	0.36
负债合计	5332.89	6697.78	10115.17	12045.67	13330.42	归属母公司股东净利润	67.60	1517.73	1309.28	1651.46	1977.06
股本	1312.06	1416.07	1416.07	1416.07	1416.07	EBITDA	595.89	2443.23	2387.19	2991.95	3468.67
资本公积	784.64	2137.33	2137.33	2137.33	2137.33	NOPLAT	75.02	1078.88	1427.79	1818.90	2156.00
留存收益	1351.33	2857.10	3833.82	5065.81	6540.70	EPS(元)	0.05	1.07	0.92	1.17	1.40
归属母公司权益	3448.03	6410.50	7387.22	8619.21	10094.10						
少数股东权益	1059.19	698.08	698.32	698.62	698.98						
股东权益合计	4507.22	7108.58	8085.54	9317.83	10793.08						
负债和股东权益合计	9840.11	13806.36	18200.71	21363.51	24123.50						
现金流量表						主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	-22.64	1518.00	1229.99	1572.24	1897.90	营收增长率	37.61%	68.07%	37.50%	30.48%	22.07%
折旧与摊销	465.68	531.30	528.15	623.47	661.12	营业利润增长率			-1.57%		
财务费用	167.92	181.35	153.37	217.02	231.92	EBIT增长率	718.56%	1368.37%	-2.77%	27.40%	18.54%
投资损失	7.42	-49.91	0.00	0.00	0.00	EBITDA增长率	53.27%	310.01%	-2.29%	25.33%	15.93%
营运资金变动	-620.80	-915.27	-894.75	-776.14	-726.94	归母净利润增长率	365.16%	2145.25%	-13.73%	26.14%	19.72%
其他经营现金流	147.44	-305.72	0.00	0.00	0.00	经营现金流增长率	8.57%	84.89%	5.61%	37.87%	20.71%
经营性现金净流量	145.03	959.75	1016.76	1636.59	2063.99	盈利能力					
资本支出	456.61	603.39	1000.00	500.00	300.00	毛利率	22.50%	33.19%	32.92%	32.72%	32.34%
长期投资	-136.22	-250.09	0.00	0.00	0.00	净利率	-0.53%	21.10%	13.24%	12.80%	12.55%
其他投资现金流	-1070.61	-1546.79	-1920.48	-920.48	-520.48	营业利润率	-0.84%	24.11%	17.26%	16.68%	16.36%
投资性现金净流量	-750.21	-1193.49	-920.48	-420.48	-220.48	ROE	1.96%	23.68%	17.72%	19.16%	19.59%
短期借款	274.03	159.89	2167.53	732.77	143.89	ROA	0.69%	10.99%	7.19%	7.73%	8.20%
长期借款	177.71	-305.46	251.28	14.39	0.00	ROIC	1.16%	15.11%	16.14%	14.86%	15.16%
普通股增加	0.00	104.01	0.00	0.00	0.00	估值倍数					
资本公积增加	8.50	1352.68	0.00	0.00	0.00	P/E	1072.57	47.77	55.38	43.90	36.67
其他筹资现金流	212.95	142.23	-485.92	-636.49	-734.09	P/S	16.94	10.08	7.33	5.62	4.60
筹资性现金净流量	673.19	1453.36	1932.89	110.66	-590.20	P/B	21.03	11.31	9.81	8.41	7.18
现金流量净额	59.23	1217.71	2029.17	1326.77	1253.32	股息率	0.03%	0.00%	0.46%	0.58%	0.69%
						EV/EBIT	544.27	39.19	41.61	32.98	27.87
						EV/EBITDA	118.93	30.67	32.40	26.10	22.56
						EV/NOPLAT	944.67	69.46	54.18	42.94	36.29

来源: ifind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

邹润芳，SAC 执业证书号：S0640521040001，中航证券研究所所长。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。