

2022年03月31日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

士兰微(600460)：多产品线拓展顺利，坚持IDM模式充分受益

推荐 (维持)

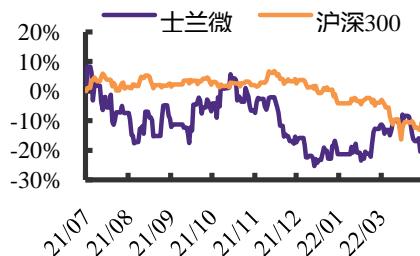
事件

分析师：毛正
执业证书编号：S1050521120001
邮箱：maozheng@cfsc.com.cn

联系人：刘煜
执业证书编号：S1050121110011
邮箱：liuy@cfsc.com.cn

基本数据	2022-03-30
当前股价 (元)	51.46
总市值 (亿元)	728.7
总股本 (百万股)	1,416.1
流通股本 (百万股)	1,333.7
52周价格范围 (元)	23.33-74.78
日均成交额 (百万元)	2,795.5

市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

相关研究

《士兰微(600460)公司点评：2021年度业绩预告超预期，国产IDM龙头高速增长》2022-01-24

士兰微发布2021年年度业绩报告：公司2021年实现营业收入为71.94亿元，同比增长68.07%，实现归母净利润15.18亿元，同比增长2145.25%，实现扣非后归母净利润8.95亿元，同比实现扭亏为盈。

投资要点

■ 四季度营收全年最优，盈利能力大幅提升

公司2021年Q4单季实现营收19.72亿元，为全年最高，同比+49.80%，环比+3.03%，实现归母净利润为7.9亿元，扣非后实现归母净利润2.08亿元，其中非经常性损益较大主要源于公司持有的安路科技与视芯科技股权按期末公允价值调整导致净利润增加5.86亿元。

细分产品来看，2021年集成电路/分立器件/发光二极管分别实现营收22.93/38.13/7.08亿元，分别同比增长61.5%/73.08%/81.05%；毛利率方面，2021年公司整体毛利率为33.19%（同比+10.69pct），其中集成电路/分立器件/发光二极管毛利率分别为41.76%（同比+16.04pct）/32.89%（同比+8.89pct）/18.04%（同比+30.70pct）；期间费用方面，2021年期间费用率（不含研发）为8.41%（同比-3.94pct），其中销售费用率为1.69%（同比-0.94pct），管理费用率4.2%（同比-1.6pct），财务费用率2.52%（同比-1.4pct）。此外，2021年公司研发费用为5.87亿元（同比+36.88%），研发费用率达到8.16%。

■ 多产品线拓展顺利，工业汽车光伏全面布局

IPM模块（家电/工业）：2021年营收突破8.6亿元，同比增长100%以上，广泛应用于工业、家电等领域，其中国内多家主流白电整机厂商共计使用超过3800万颗士兰IPM模块（同比+110%）。此外公司推出2代IPM模块，较1代IPM模块具有更高精度、更低损耗和更高可靠性，预期未来IPM模块营收将会继续快速增长；**MCU（工业/光伏）：**2021年公司电控类MCU持续在工业变频器、工业UPS、光伏逆变、纺织机械类伺服产品、各类变频风扇类应用以及电动自行车等众多领域得到广泛的应用；**功率器件（汽车）：**2021年基于公司自主研发的V代IGBT和FRD的电动汽车主电机驱动模块已在众多客户通过测试并在部分客户批量供货，目前公司正在加快车规级和工业级功率模块产能建设，预计未来PIM模块的营收将快速增长；**快充芯片组/PoE芯片/MEMS/LED芯片：**2021年快充系列产品已在国内手机品牌厂商得到应用，出货

量有较大幅度提高/推出多款PoE（以太网供电）芯片，包括多款DC-DC电源芯片，可以满足安防等领域多种功率和整机应用需求，整体解决方案国内领先/**MEMS**传感器单月出货量已接近3000万只，多数国内手机品牌厂商已大批量使用，同时加快向白电、工业、汽车等领域拓展，预计未来出货量还将进一步增长/加快应用于高密度（COB）彩屏的倒装**Mini-LED**芯片和液晶屏智能区域背光的**Mini-LED**芯片研发和客户拓展，加快高亮度LED照明芯片的开发，进入汽车照明、手机背光、景观照明等中高端芯片市场。

■ 代工、外延、模块封装产能持续爬坡，坚持IDM模式充分受益

芯片代工方面，2021年公司5/6/8寸线基本处于满负荷生产状态，其中5、6寸产线（士兰集成）总计产出255.44万片（同比+7.54%），ASP约为650元（同比+5.3%）；8寸产线（士兰集昕）总计产出65.73万片（同比+14.90%），ASP约为1757元（同比+21.1%），综合毛利率提高至20.70%实现全年盈利；12寸产线（士兰集科）12月单月芯片产量超过3.6万片，全年产出超过20万片，ASP约为3844元，同时公司已着手实施新增年产24万片12寸高压集成电路和功率器件项目，未来公司将持续推动满足车规要求的功率芯片和电路在12寸线上量。此外，公司**SiC**功率器件的中试线已在2021年H1实现通线，目前已着手在士兰明镓建设一条6寸**SiC**功率器件芯片产线，预计将在2022年Q3实现通线；**外延片方面**，成都士兰已形成年产70万片硅外延片（涵盖5、6、8、12寸全尺寸）的生产能力；**模块封装方面**，成都集佳已形成年产智能功率模块（IPM）1亿只、年产工业级和汽车级功率模块（PIM）80万只、年产功率器件10亿只、年产**MEMS**传感器2亿只、年产光电器件4000万只的封装能力。

公司坚持走IDM模式，在特色工艺和产品的研发上具有更突出的竞争优势，有助于提升产品品质、加强控制成本，向客户提供差异化的产品与服务，提高了其向大型厂商配套体系渗透的能力。

■ 盈利预测

预测公司2022-2024年收入分别为101.71、130.36、153.10亿元，EPS分别为1.13、1.44、1.75元，当前股价对应PE分别为46、36、30倍，维持“推荐”投资评级。

■ 风险提示

行业景气度下行风险、产能爬坡进度不及预期风险、行业竞争加剧风险、海外政策变化的风险等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入 (百万元)	7,194	10,171	13,036	15,310
增长率 (%)	68.1%	41.4%	28.2%	17.4%
归母净利润 (百万元)	1,518	1,596	2,045	2,474
增长率 (%)	2145.2%	5.1%	28.1%	21.0%
摊薄每股收益 (元)	1.07	1.13	1.44	1.75
ROE (%)	21.4%	18.7%	19.7%	19.6%

资料来源: Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:					营业收入	7,194	10,171	13,036	15,310
现金及现金等价物	2,323	4,684	6,380	8,511	营业成本	4,806	6,880	8,790	10,339
应收账款	1,837	1,254	1,607	1,887	营业税金及附加	39	55	70	82
存货	1,913	2,090	2,185	2,427	销售费用	121	153	196	199
其他流动资产	777	1,077	1,366	1,595	管理费用	302	417	534	597
流动资产合计	6,850	9,104	11,538	14,420	财务费用	181	100	95	88
非流动资产:					研发费用	587	824	1,056	1,209
金融类资产	51	51	51	51	费用合计	1,192	1,493	1,880	2,094
固定资产	3,970	4,095	4,038	3,903	资产减值损失	-60	0	0	0
在建工程	649	360	224	150	公允价值变动	686	80	40	30
无形资产	278	250	223	198	投资收益	-75	0	0	0
长期股权投资	893	893	893	893	营业利润	1,735	1,823	2,335	2,825
其他非流动资产	1,166	1,166	1,166	1,166	加: 营业外收入	5	5	5	5
非流动资产合计	6,956	6,764	6,543	6,309	减: 营业外支出	9	9	9	9
资产总计	13,806	15,868	18,081	20,729	利润总额	1,731	1,819	2,331	2,821
流动负债:					所得税费用	213	223	286	346
短期借款	2,171	2,171	2,171	2,171	净利润	1,518	1,596	2,045	2,474
应付账款、票据	1,421	2,051	2,427	2,855	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1,416	1,416	1,416	1,416	归母净利润	1,518	1,596	2,045	2,474
流动负债合计	5,008	5,638	6,014	6,442					
非流动负债:					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	356	356	356	356	成长性				
其他非流动负债	1,333	1,333	1,333	1,333	营业收入增长率	68.1%	41.4%	28.2%	17.4%
非流动负债合计	1,689	1,689	1,689	1,689	归母净利润增长率	2145.2%	5.1%	28.1%	21.0%
负债合计	6,698	7,327	7,704	8,132	盈利能力				
所有者权益					毛利率	33.2%	32.4%	32.6%	32.5%
股本	1,416	1,416	1,416	1,416	四项费用/营收	16.6%	14.7%	14.4%	13.7%
股东权益	7,109	8,541	10,377	12,598	净利率	21.1%	15.7%	15.7%	16.2%
负债和所有者权益	13,806	15,868	18,081	20,729	ROE	21.4%	18.7%	19.7%	19.6%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	48.5%	46.2%	42.6%	39.2%
净利润	1518	1596	2045	2474	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
折旧摊销	512	292	298	291	应收账款周转率	3.9	8.1	8.1	8.1
公允价值变动	686	80	40	30	存货周转率	2.5	3.3	4.1	4.3
营运资金变动	-1757	735	-360	-324	每股数据 (元/股)				
经营活动现金净流量	960	2703	2023	2471	EPS	1.07	1.13	1.44	1.75
投资活动现金净流量	-1193	165	193	209	P/E	48.0	45.7	35.6	29.5
筹资活动现金净流量	2594	-163	-209	-253	P/S	10.1	7.2	5.6	4.8
现金流量净额	2,360	2,705	2,007	2,427	P/B	11.4	9.3	7.5	6.1

资料来源: Wind、华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

■ 电子组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020行业最具人气分析师，东方财富2021最佳分析师第二名；2021年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

刘煜：新加坡南洋理工大学集成电路设计专业硕士，曾于中科寒武纪任芯片设计工程师，2021年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

赵心怡：香港中文大学电子工程学士，香港科技大学硕士，电子与金融复合背景，2022年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

投资建议		预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

投资建议		预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

请阅读最后一页重要免责声明

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。