

士兰微 (600460.SH)

12 英寸产线新规划，产能与产品持续升级

买入

核心观点

1Q22 扣非归母净利润环比、同比双增加。1Q22 公司实现营收 20.01 亿元 (YoY +35.7%, QoQ +1.5%), 归母净利润 2.68 亿元 (YoY +54.5%, QoQ -66.4%), 扣非归母净利润 2.60 亿元 (YoY +59.4%, QoQ +25.0%), 毛利率 31.43% (YoY +2.10pct, QoQ -2.68pct)。我们认为, 当前车规功率器件缺货能见度至 22 年底, 光伏 IGBT、家电 IPM (国产化率<15%) 等年内紧缺, 公司各产品迎国产替代叠加需求增长的机遇, 有望伴随 12 英寸产线投产进程, 实现产品结构 与产能规模双升级。

产品在新能源、汽车等领域持续拓展。截至 1Q22 公司产品在汽车、通讯、新能源、工业等高门槛市场实现批量供货, IPM、PIM (汽车级及工业级功率模块)、电源管理芯片、MEMS 传感器、TVS 等产品收入快速增长。在光伏领域, 公司 IGBT 已获阳光等逆变器主要厂商认可; 在汽车领域, 公司 21 年已批量供应零跑、汇川、比亚迪、菱电等客户, 产品涵盖主驱 IGBT 模块、空调 IGBT 等多种车用半导体器件, 目前正在与部分整车厂和 Tier1 配合上量中, 预计车载半导体器件将是公司 23 年销售增长的主要来源之一。

12 英寸产线产能与产品双向升级。联营公司士兰集科 12 英寸线产能持续释放, 21 年全年产出芯片超 20 万片, 截至 3 月底已释放 4.5 万片/月的产能, 预计 4Q22 产能将达 6 万片/月。其中, IGBT III 至 V 代技术平台已全系拓展至 12 英寸线, IGBT 产能继 21 年爬至 3-4 千片/月后 1Q22 已开始稳定产出, 预计年底将增至 1.5 万片/月。1Q22 士兰集科营收 3.75 亿元 (QoQ +5.6%), 随着产品结构优化, 产线毛利率将逐步提升。

新规划 12 英寸产线助力产能升级。4 月 30 日公司通过董事会决议公告, 拟通过子公司士兰集昕投资建设“年产 36 万片 12 英寸芯片生产线项目”, 该项目总投资为 39 亿元, 资金来源为企业自筹, 建设周期为 3 年; 扩建后, 叠加士兰集科 12 英寸线 6 万片/月的产能, 公司 12 英寸线总产能将达 9 万片/月。21 年士兰集昕 8 英寸线产出芯片 65.73 万片, 营收 11.5 亿元, 净利润 3Q21 扭亏后增至 0.15 亿元, 产品综合毛利率 20.7%。

投资建议: 公司产能与产品双升级, 维持“买入”评级。

我们预计 2022-2024 年公司营收 102/127/152 亿元, 归母净利润 15.3/20.1/24.6 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 39/30/24x。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。

公司研究·财报点评

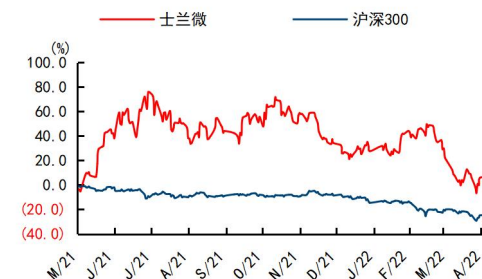
电子·半导体

证券分析师: 胡剑 021-60893306 hujian1@guosen.com.cn S0980521080001	证券分析师: 胡慧 021-60871321 huhui2@guosen.com.cn S0980521080002
联系人: 周靖翔 021-60375402 zhoujingxiang@guosen.com.cn	联系人: 李梓澎 0755-81981181 lizipeng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	
收盘价	42.07 元
总市值/流通市值	59571/56121 百万元
52 周最高价/最低价	74.78/31.30 元
近 3 个月日均成交额	1455.70 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) - 产品产能双升级, 2021 年营收、利润双丰收》——2022-03-30
 《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

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	10,200	12,744	15,187
(+/-%)	37.6%	68.1%	41.8%	24.9%	19.2%
净利润 (百万元)	68	1518	1532	2009	2457
(+/-%)	365.2%	2145.2%	0.9%	31.1%	22.3%
每股收益 (元)	0.05	1.07	1.08	1.42	1.74
EBIT Margin	3.4%	18.6%	15.5%	17.0%	17.1%
净资产收益率 (ROE)	2.0%	23.7%	19.7%	21.0%	20.8%
市盈率 (PE)	816.6	39.3	38.9	29.7	24.2
EV/EBITDA	101.1	35.8	30.6	23.0	19.6
市净率 (PB)	16.01	9.29	7.65	6.21	5.05

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

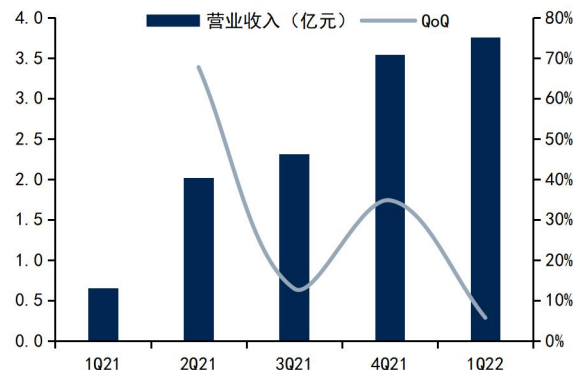
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图1：公司营业收入及增速（亿元、%）



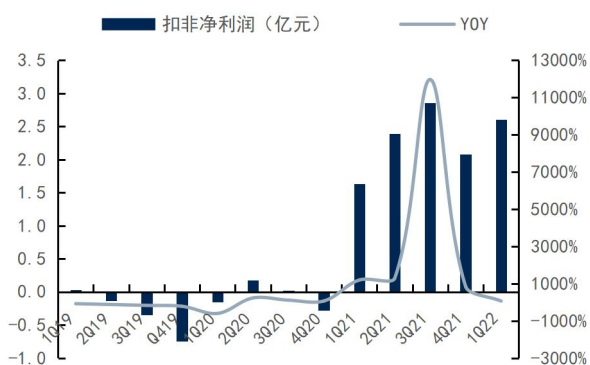
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：士兰集科营收情况（亿元）



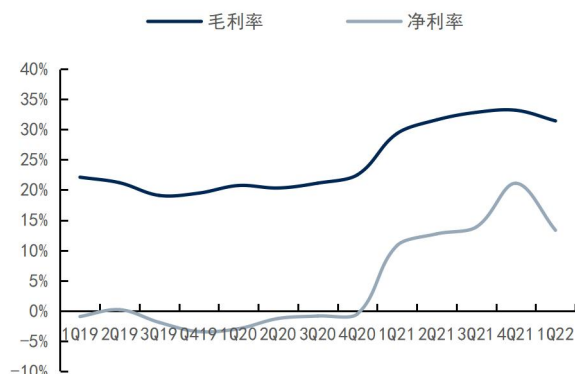
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司近3年扣非归母净利润及增速（亿元、%）



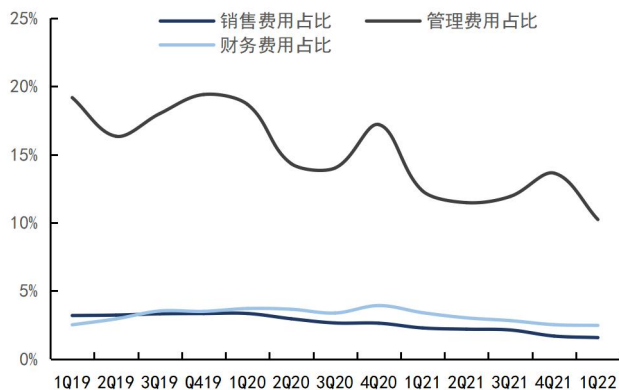
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司近3年毛利率与净利率情况（%、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司近3年费用率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司研发费用情况（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、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	2824	3293	5208	营业收入	4281	7194	10200	12744	15187
应收款项	1324	1837	2173	2742	3333	营业成本	3317	4806	7038	8599	10158
存货净额	1388	1913	2789	3396	4013	营业税金及附加	26	39	75	92	105
其他流动资产	550	726	989	1432	1710	销售费用	113	121	176	220	268
流动资产合计	4380	6850	8779	10869	14270	管理费用	248	302	457	558	682
固定资产	3618	4619	5051	5248	5324	研发费用	429	587	874	1113	1380
无形资产及其他	227	278	267	256	245	财务费用	168	181	172	99	78
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	16113	18344	21765	其他收入	(559)	(680)	(620)	(858)	(1083)
短期借款及交易性金融负债	2485	3105	3366	2986	3324	营业利润	(36)	1735	1747	2291	2803
应付款项	914	1421	1574	1917	2265	营业外净收支	(2)	(4)	(0)	(0)	(1)
其他流动负债	284	482	702	831	1014	利润总额	(38)	1731	1747	2291	2802
流动负债合计	3682	5008	5642	5734	6604	所得税费用	(15)	213	215	281	344
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	1532	2009	2457
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	7629	8056	9271	净利润	68	1518	1532	2009	2457
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	7786	9589	11795	折旧摊销	452	512	617	778	910
负债和股东权益总计	9840	13806	16113	18344	21765	公允价值变动损失	(119)	(746)	(138)	0	0
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	168	181	172	99	78
每股收益	0.05	1.07	1.08	1.42	1.74	营运资本变动	(425)	(483)	(955)	(989)	(799)
每股红利	0.10	0.11	0.11	0.15	0.18	其它	40	39	(21)	(3)	(1)
每股净资产	2.63	4.53	5.50	6.77	8.33	经营活动现金流	60	801	1056	1799	2569
ROIC	6%	21%	22%	27%	29%	资本开支	0	(2173)	(921)	(967)	(977)
ROE	2%	24%	20%	21%	21%	其它投资现金流	(3)	(43)	46	(1)	(0)
毛利率	23%	33%	31%	33%	33%	投资活动现金流	(116)	(2379)	(831)	(923)	(932)
EBIT Margin	3%	19%	15%	17%	17%	权益性融资	(9)	1263	0	0	0
EBITDA Margin	14%	26%	22%	23%	23%	负债净变化	178	(308)	172	181	190
收入增长	38%	68%	42%	25%	19%	支付股利、利息	(130)	(155)	(157)	(206)	(251)
净利润增长率	365%	2145%	1%	31%	22%	其它融资现金流	(2)	2453	261	(380)	339
资产负债率	65%	54%	52%	48%	46%	融资活动现金流	84	2790	276	(405)	277
息率	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	现金净变动	28	1213	500	470	1914
P/E	816.6	39.3	38.9	29.7	24.2	货币资金的期初余额	1082	1110	2323	2824	3293
P/B	16.0	9.3	7.7	6.2	5.1	货币资金的期末余额	1110	2323	2824	3293	5208
EV/EBITDA	101.1	35.8	30.6	23.0	19.6	企业自由现金流	0	(970)	127	718	1410
						权益自由现金流	0	1175	408	431	1870

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