

2022 年 08 月 24 日


 华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

2022H1 业绩符合预期，产品结构优化助力成长

—士兰微（600460.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：毛正 S1050521120001

maozheng@cfsc.com.cn

联系人：刘煜 S1050121110011

liuy@cfsc.com.cn

基本数据

2022-08-24

当前股价（元）	40.79
总市值（亿元）	578
总股本（百万股）	1416
流通股本（百万股）	1334
52 周价格范围（元）	37.04-68.05
日均成交额（百万元）	1835.54

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：Q1 业绩预告符合预期，重点发力工业/汽车/光伏领域》2022-04-22

《士兰微（600460）公司点评：多产品线拓展顺利，坚持 IDM 模式充分受益》2022-03-31

《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 2022 年半年度业绩报告：公司 2022 年上半年实现营业总收入 41.85 亿元，同比增长 26.5%，实现归母净利润 5.99 亿元，同比增长 39.1%，每股收益为 0.42 元。

投资要点

■ 下游需求订单旺盛，推动业绩稳步提升

公司 2022 年上半年经营状况保持持续向好态势，盈利能力稳步提升，主要受益于汽车、新能源等相关的产品需求较为旺盛，公司抓住国内高门槛行业和客户积极导入国产芯片的时间窗口，继续新技术及产品开发且产品结构持续优化，出货量明显加快。盈利能力方面，公司 2022 年半年度毛利率和净利率分别为 31.12%（同比-0.48pct）和 14.18%（同比+1.45pct）。期间费用方面，公司 2022 年半年度营业成本为 28.83 亿元，期间费用率为 15.5%，同去年相比变化不大。业务结构来看，分立器件是公司营业收入主要来源，营收为 22.75 亿元，同比增长 33.13%，营收占比为 55.9%，集成电路和发光二极管收入分别为 13.53 亿元和 3.64 亿元，分别同比增长 20.8%和 23.75%。

■ 产品结构持续优化，公司业务长期向好

目前公司电路和器件成品收入中已有接近 70%的收入来自白电、通讯、工业、新能源、汽车等高门槛市场。集成电路方面，2022 年上半年公司 IPM 模块营收突破 6.6 亿元，同比增长 60%以上，同时推出用于新能源汽车空调压缩机驱动的 IPM 方案并在国内 TOP 汽车空调压机厂商完成批量供货；电控类 MCU 产品持续在工业变频器、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；基于自主研发的 V 代 IGBT 和 FRD 芯片的电动汽车主电机驱动模块已在多家客户通过测试，并已在部分客户批量供货，公司已具备月产 7 万只汽车级功率模块的生产能力；MEMS 传感器产品除在智能手机、可穿戴设备等消费领域继续加大供应外，亦将加快向白电、工业、汽车等领域拓展。分立器件方面，MOS、IGBT 大功率模块、肖特基管等产品的增长较快，超结 MOS、IGBT 等分立器件的技术平台研发续获得较快进展，产品性能达到业内领先的水平，已开始加快进入电动汽车、新能源等市场。

■ 规模效应逐渐体现，产能放量 IDM 优势明显

产能方面，1) 士兰集成基本处于满负荷生产状态，上半年总计产出 5、6 寸芯片 127.66 万片，同比增加 4.43%；2) 士兰集昕上半年总计产出 8 寸芯片 31.14 万片，高附加值产品出货量增速较快，同时已启动实施“年产 36 万片 12 英寸芯片生产线项目”以进一步提高芯片产出能力；3) 士兰集科 12 寸线总计产出芯片 22.17 万片，同比增加 287.58%，未来将加快推动沟槽分离栅 SGT-MOS、高压超结 MOS、IGBT、高压集成电路等在 12 寸线上量；4) 成都士兰总计产出各尺寸外延芯片 35.87 万片，同比增加 10.81%，其中 12 寸外延芯片产出增加较多，故营收实现较快增长。目前成都士兰已规划“年产 720 万块汽车级功率模块封装项目”；4) 成都集佳公司持续扩大对功率器件、功率模块封装生产线的投入，其营收同比增长 44.78%。目前已形成年产智能功率模块 1.3 亿只、年产工业级和汽车级功率模块 150 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 4,000 万只的封装能力。

盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 99.00、131.71、165.42 亿元，EPS 分别为 1.05、1.33、1.71 元，当前股价对应 PE 分别为 39、31、24 倍，维持“买入”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	9,900	13,171	16,542
增长率（%）	68.1%	37.6%	33.0%	25.6%
归母净利润（百万元）	1,518	1,480	1,882	2,427
增长率（%）	2145.2%	-2.5%	27.2%	29.0%
摊薄每股收益（元）	1.07	1.05	1.33	1.71
ROE（%）	21.4%	17.5%	18.6%	19.7%

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	9,900	13,171	16,542
现金及现金等价物	2,323	2,191	2,906	4,407	营业成本	4,806	6,762	9,101	11,451
应收款	1,837	2,522	3,356	4,215	营业税金及附加	39	53	71	89
存货	1,913	2,708	3,644	4,584	销售费用	121	158	198	232
其他流动资产	777	1,051	1,381	1,722	管理费用	302	406	527	629
流动资产合计	6,850	8,472	11,287	14,928	财务费用	181	91	89	84
非流动资产：					研发费用	587	792	1,041	1,290
金融类资产	51	51	51	51	费用合计	1,192	1,447	1,854	2,235
固定资产	3,970	4,195	4,731	5,174	资产减值损失	-35	-35	-35	-35
在建工程	649	1,160	1,064	726	公允价值变动	686	200	80	80
无形资产	278	264	250	237	投资收益	-75	-40	-20	-20
长期股权投资	893	893	893	893	营业利润	1,735	1,692	2,150	2,772
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	7,678	8,104	8,196	减：营业外支出	9	9	9	9
资产总计	13,806	16,150	19,391	23,123	利润总额	1,731	1,688	2,146	2,768
流动负债：					所得税费用	213	207	264	340
短期借款	2,171	2,171	2,171	2,171	净利润	1,518	1,480	1,882	2,428
应付账款、票据	1,421	2,015	2,712	3,412	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1,406	1,476	1,979	2,480	归母净利润	1,518	1,480	1,882	2,427
流动负债合计	5,008	5,676	6,881	8,086					
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	1,680	2,026	2,373	营业收入增长率	68.1%	37.6%	33.0%	25.6%
非流动负债合计	1,689	2,036	2,383	2,729	归母净利润增长率	2145.2%	-2.5%	27.2%	29.0%
负债合计	6,698	7,712	9,263	10,815	盈利能力				
所有者权益					毛利率	33.2%	31.7%	30.9%	30.8%
股本	1,416	1,416	1,416	1,416	四项费用/营收	16.6%	14.6%	14.1%	13.5%
股东权益	7,109	8,438	10,128	12,308	净利率	21.1%	15.0%	14.3%	14.7%
负债和所有者权益	13,806	16,150	19,391	23,123	ROE	21.4%	17.5%	18.6%	19.7%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	48.5%	47.8%	47.8%	46.8%
净利润	1518	1480	1882	2428	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	279	293	328	应收账款周转率	3.9	3.9	3.9	3.9
公允价值变动	686	200	80	80	存货周转率	2.5	2.5	2.5	2.5
营运资金变动	-1757	-1087	-895	-934	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	960	872	1360	1902	EPS	1.07	1.05	1.33	1.71
投资活动现金净流量	-1193	-735	-440	-105	P/E	38.1	39.0	30.7	23.8
筹资活动现金净流量	102	-151	-192	-248	P/S	8.0	5.8	4.4	3.5
现金流量净额	-132	-14	728	1,549	P/B	9.0	7.5	6.1	5.0

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 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	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

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。

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。