

士 兰 微 (600460)

产品结构优化，车规器件待放量

◆ 内外承压，业绩增长低于预期

2022 年上半年公司实现营收 41.85 亿元(同比增速 26.49%)，归母净利润 5.99 亿元(同比增速 39.12%)；其中，2022Q2 单季度公司实现收入 21.84 亿元(同比增速 19.12%，环比增速 9.13%)，归母净利润 3.31 亿元(同比增速 28.70%，环比增速 23.26%)。由于消费电子疲软、产线切换较慢等原因，公司收入增速小幅低于预期，实现全年 100 亿营收目标的难度增加。公司研发费用、折旧费用、管理费用的增加，导致公司二季度扣非净利率环比降低。但公司整体经营稳定，产品结构持续向汽车、新能源等高门槛行业升级，12 英寸的高端产线将进一步增强公司盈利能力，公司长期的增长逻辑不变。

◆ 器件提升空间广阔

公司产品结构优化，2022 年上半年，公司电路和器件成品的销售收入中，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。公司 IPM 模块的营业收入突破 6.6 亿元人民币，较上年同期增长 60%以上。公司已具备月产 7 万只汽车级功率模块的生产能力，正在加快汽车级功率模块（PIM）产能的建设，PIM 模块的营业收入将快速成长。车规级和工业级器件的放量，将继续推动公司整体营收的快速成长和经营效益的提升。

◆ 增强补弱，打造平台型 IDM 供应商

公司进一步扩充研发队伍，增强芯片设计能力，芯片设计人员由 2021 年 400 余人，增加至 2022 上半年 500 余人。公司研发项目主要围绕先进的车规和工业级电源管理产品（芯片设计、芯片工艺制造）、车规和工业级功率半导体器件与模块技术（含化合物 SiC 和 GaN 的芯片设计、制造、封装）、MEMS 传感器产品与工艺技术平台（芯片设计、芯片工艺制造和封装）、车规和工业级的信号链（接口、逻辑与开关、运放、模数/数模转换等）混合信号处理电路（含芯片设计和芯片制造）、光电系列产品（发光二极管及其

投资评级

买入

维持评级

2022 年 08 月 24 日

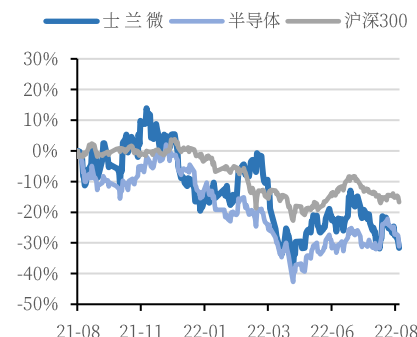
收盘价(元):

40.79

公司基本数据

总股本(百万股)	1,416.07
总市值(百万)	57,761.57
流通股本(百万股)	1,333.72
流通市值(百万)	54,402.51
12 月最高/最低价(元)	69.99/35.78
资产负债率(%)	49.53
每股净资产(元)	4.98
市盈率(TTM)	34.25
市净率(PB)	8.19
净资产收益率(%)	8.50

股价走势图



作者

刘牧野

分析师

SAC 执业证书: S0640522040001

邮箱: liumy@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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: 010-59219558 传真: 010-59562637

它光电器件的芯片制造及封装技术）等几大方面进行。公司依托 IDM 模式形成的设计与工艺相结合的综合实力，有望加快产品研发进度，继续推出高性能、高质量的产品。

◆ 投资建议

公司整体经营稳定，小幅下调公司毛利率，预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 14.21 亿元、16.72 亿元、20.80 亿元。当前股价（2022 年 8 月 24 日）对应 PE 分别为 40.63、34.56、27.77 倍。维持“买入”评级。

◆ 风险提示

下游消费疲软的风险、车规器件推进不及预期的风险、芯片供应紧缺的风险、行业竞争加剧的风险、产线建设不及预期的风险

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4280.56	7194.15	9892.28	12907.68	16894.26
增长率（%）	37.61	68.07	37.50	30.48	30.89
归母净利润（百万元）	67.60	1517.73	1421.78	1671.50	2079.72
增长率（%）	365.16	2145.25	-6.32	17.56	24.42
毛利率（%）	22.50	33.19	31.28	32.07	32.28
每股收益（元）	0.05	1.07	1.00	1.18	1.47
市盈率 PE	854.50	38.06	40.63	34.56	27.77
市净率 PB	16.75	9.01	7.50	6.27	5.20
净资产收益率 ROE（%）	1.96	23.68	18.47	18.14	18.73

资料来源：ifind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（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	2967.69	3872.30	5068.28	营业收入	4280.56	7194.15	9892.28	12907.68	16894.26
应收票据及账款	1787.59	2460.23	3382.93	4414.13	5777.45	营业成本	3317.41	4806.45	6798.08	8768.81	11440.47
预付账款	16.65	32.64	44.89	58.57	76.66	税金及附加	26.46	38.61	64.55	84.22	110.23
其他应收款	14.04	22.83	31.39	40.95	53.60	销售费用	112.59	121.41	138.49	180.71	236.52
存货	1387.91	1912.95	2705.60	3489.95	4553.25	管理费用	248.47	302.43	415.48	542.12	709.56
其他流动资产	63.25	97.87	180.84	228.33	291.12	研发费用	428.77	586.89	791.38	1161.69	1689.43
流动资产总计	4379.84	6849.96	9313.34	12104.24	15820.36	财务费用	167.92	181.35	120.69	146.63	166.01
长期股权投资	731.38	893.42	1078.42	1278.42	1478.42	资产减值损失	-113.68	-60.28	-82.88	-108.15	-141.55
固定资产	3029.10	3973.28	4701.94	5135.04	5472.60	信用减值损失	-20.86	-35.50	-48.81	-63.69	-83.36
在建工程	589.23	649.49	432.99	216.50	0.00	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	226.84	278.24	233.40	188.25	142.79	投资收益	-3.56	-75.45	-71.86	-6.86	-6.86
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	200.00	0.00	0.00
其他非流动资产	842.27	1089.32	1078.99	1077.15	1075.31	资产处置收益	2.19	0.15	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	5460.27	6956.40	7562.06	7895.36	8169.13	投资净收益	116.23	62.82	62.82	62.82	62.82
资产总计	9840.11	13806.36	16875.40	19999.60	23989.49	营业利润	-35.77	1734.59	1622.88	1907.63	2373.10
短期借款	2010.84	2170.74	3043.34	3603.63	4267.31	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	2010.23	2592.98	3383.01	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	1768.92	2303.66	3031.28	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	6822.49	8500.28	10681.60	利润总额	-37.72	1730.58	1621.18	1905.92	2371.39
长期借款	663.92	358.46	323.92	254.48	177.00	所得税	-15.08	212.58	199.14	234.12	291.29
其他非流动负债	986.65	1331.03	1331.03	1331.03	1331.03	净利润	-22.64	1518.00	1422.04	1671.80	2080.10
非流动负债合计	1650.57	1689.49	1654.95	1585.51	1508.03	少数股东损益	-90.23	0.28	0.26	0.30	0.38
负债合计	5332.89	6697.78	8477.44	10085.79	12189.63	归属母公司股东净利	67.60	1517.73	1421.78	1671.50	2079.72
股本	1312.06	1416.07	1416.07	1416.07	1416.07	EBITDA	595.89	2442.26	2312.71	2719.25	3263.63
资本公积	784.64	2137.33	2137.33	2137.33	2137.33	NOPLAT	75.02	1078.88	1353.97	1802.13	2227.42
留存收益	1351.33	2857.10	4146.22	5661.76	7547.44	EPS(元)	0.05	1.07	1.00	1.18	1.47
归属母公司权益	3448.03	6410.50	7699.62	9215.16	11100.84						
少数股东权益	1059.19	698.08	698.34	698.65	699.02						
股东权益合计	4507.22	7108.58	8397.96	9913.81	11799.86						
负债和股东权益合计	9840.11	13806.36	16875.40	19999.60	23989.49						
						主要财务比率					
现金流量表						会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	成长能力					
税后经营利润	-22.64	1518.00	1256.03	1624.21	2032.51	营收增长率	37.61%	68.07%	37.50%	30.48%	30.89%
折旧与摊销	465.68	530.34	570.84	666.70	726.23	营业利润增长率	72.65%	4949.83%	-6.44%	17.55%	24.40%
财务费用	167.92	181.35	120.69	146.63	166.01	EBIT增长率	718.56%	1368.37%	-8.89%	17.84%	23.62%
投资损失	3.56	75.45	71.86	6.86	6.86	EBITDA增长率	53.27%	309.85%	-5.30%	17.58%	20.02%
营运资金变动	-620.80	-915.27	-877.55	-768.78	-1002.51	归母净利润增长率	365.16%	2145.25%	-6.32%	17.56%	24.42%
其他经营现金流	151.29	-431.07	-2.25	54.25	54.25	经营现金流增长率	9.37%	561.12%	18.86%	51.79%	14.65%
经营性现金净流量	145.03	958.79	1139.64	1729.88	1983.36	盈利能力					
资本支出	456.61	603.39	1000.00	800.00	800.00	毛利率	22.50%	33.19%	31.28%	32.07%	32.28%
长期投资	-136.22	-250.09	-250.00	-200.00	-200.00	净利率	-0.53%	21.10%	14.38%	12.95%	12.31%
其他投资现金流	-157.38	-340.01	169.89	-13.53	-13.53	营业利润率	-0.84%	24.11%	16.41%	14.78%	14.05%
投资性现金净流量	-750.21	-1193.49	-1080.11	-1013.53	-1013.53	ROE	1.96%	23.68%	18.47%	18.14%	18.73%
短期借款	274.03	159.89	872.61	560.29	663.68	ROA	0.69%	10.99%	8.43%	8.36%	8.67%
长期借款	177.71	-305.46	-34.54	-69.44	-77.48	ROIC	1.19%	15.11%	15.60%	16.42%	17.16%
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	854.50	38.06	40.63	34.56	27.77
其他筹资现金流	212.95	142.23	-253.35	-302.58	-360.05	P/S	13.49	8.03	5.84	4.47	3.42
筹资性现金净流量	673.19	1453.36	584.72	188.27	226.15	P/B	16.75	9.01	7.50	6.27	5.20
现金净流量	59.23	1216.75	644.25	904.62	1195.98	股息率	0.04%	0.25%	0.23%	0.27%	0.34%
						EV/EBIT	280.26	41.33	35.04	29.97	24.48
						EV/EBITDA	61.24	32.36	26.39	22.63	19.03
						EV/NOPLAT	486.43	73.24	45.08	34.14	27.88

资料来源：ifind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。 分析师: 刘牧野 约翰霍普金斯大学机械系硕士, 2022 年 1 月加入中航证券。拥有高端制造、硬科技领域的投研经验, 从事科技、电子行业研究。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637