

士兰微 (600460.SH)

22 年营收同比增长 15%，12 英寸芯片产出量同比增长 125%

买入

核心观点

公司 22 年实现营收同比增长 15.12%。公司全年营收 82.8 亿元 (YoY+15.12%)，归母净利润 10.5 亿元 (YoY-30.7%)，扣非后归母净利润 6.31 亿元 (YoY-29%)，毛利率 29.4% (YoY-3.74pct)。公司 4Q22 实现营收 20.38 亿元 (YoY+3.3%，QoQ-1.1%)，归母净利润 2.78 亿元 (YoY-64.8%，QoQ+59%)，扣非归母净利润-0.39 亿元 (YoY-118.6%，QoQ-123%)，毛利率 28.07% (YoY-6.04pct，QoQ+0.66pct)。

公司新能源汽车半导体解决方案渐丰富，汽车级功率模块加速成长。22 年公司推出多种新能源汽车 6.6kW、11kW OBC 和高压 DC-DC 功率半导体解决方案，基于 V 代 IGBT 和 FRD 芯片的主驱模块已在部分客户批量供货。目前，公司已具备月产 10 万只汽车级功率模块的生产能力，若公司产能释放如期推进，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。

碳化硅产线加速推进，产品验证同步进行。子公司士兰明镓碳化硅产线规划 SiC MOSFET 芯片 12 万片/年、SiC SBD 芯片 2.4 万片/年，22 年四季度 SiC 芯片产线已实现初步通线，并形成月产 2000 片 6 英寸 SiC 芯片的生产能力。目前公司已完成第一代平面栅 SiC-MOSFET 技术的开发，汽车主驱功率模块已向客户送样；预计 23 年年底有望形成月产 6000 片 6 英寸 SiC 芯片的产能。

12 英寸产出同比增长 125%，8 英寸 ASP 提升 13.75%。联营子公司士兰集科 12 英寸线产出芯片 47 万片，同比增长 125%。此外，子公司士兰集昕 22 年产出 8 英寸芯片 65 万片，同比持平，实现营业收入 13.13 亿元，同比增加 13.75%，产线 ASP 提升，附加值较高的高压超结 MOS 管、高密度低压沟槽栅 MOS 管、大功率 IGBT、MEMS 传感器、高压集成电路等产品的出货量增长较快。

产品结构不断优化，封装能力配套升级。22 年公司集成电路板块实现营收 27.23 亿元，同比增长 18.74%，各类电路新产品的出货量明显加快；分立器件营收 44.67 亿元，同比增长 17.13%。成都集佳已形成年产功率模块 1.7 亿只、年产功率器件 12 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；此外，成都士兰“汽车半导体封装项目（一期）”模块产能有望于 23 年加速释放。

投资建议：我们看好公司硅基器件产能与产品双升级、碳化硅前瞻布局的成长空间，预计 23-25 年有望实现归母净利润 12.2/15.6/19.3 亿元 (YoY+16%/29%/24%)，当前股价对应 PE 为 43/34/27x，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。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,194	8,282	10,820	12,952	15,482
(+/-%)	68.1%	15.1%	30.6%	19.7%	19.5%
净利润(百万元)	1518	1052	1216	1563	1933
(+/-%)	2145.2%	-30.7%	15.5%	28.6%	23.7%
每股收益(元)	1.07	0.74	0.86	1.10	1.36
EBIT Margin	18.6%	14.2%	15.0%	15.8%	16.2%
净资产收益率 (ROE)	23.7%	14.3%	14.8%	16.7%	18.0%
市盈率 (PE)	34.5	49.8	43.1	33.5	27.1
EV/EBITDA	31.9	32.5	27.4	22.1	18.6
市净率 (PB)	8.18	7.11	6.36	5.60	4.88

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

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：叶子
0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：李梓澎
0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn
S0980522090001

证券分析师：胡慧
021-60871321

huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：周靖翔
021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

联系人：詹浏洋
010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	37.01 元
总市值/流通市值	52409/52409 百万元
52 周最高价/最低价	53.30/29.28 元
近 3 个月日均成交额	743.11 百万元

市场走势

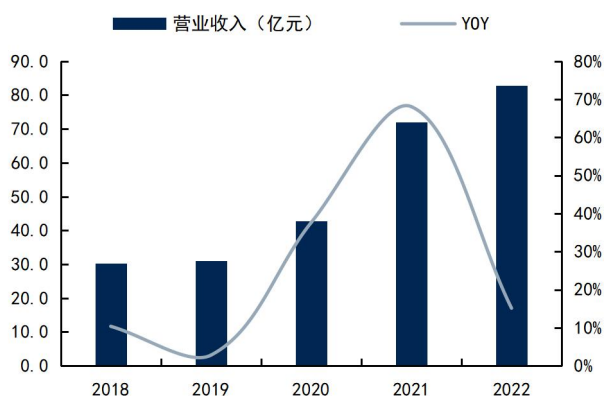


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

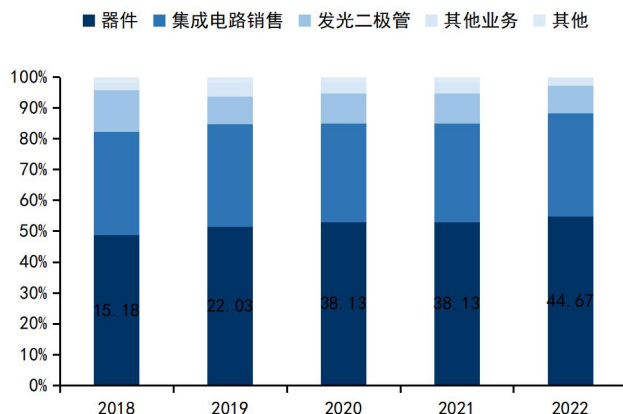
- 《士兰微 (600460.SH) - 定增已获受理，车规级产品加速扩展》——2023-03-06
- 《士兰微 (600460.SH) - 3Q22 业绩短期承压，产能建设不断推进》——2022-11-01
- 《士兰微 (600460.SH) - 硅基与碳化硅器件双轮驱动，注入长期增长动能》——2022-10-19
- 《士兰微 (600460.SH) - 产品结构不断优化，产能释放有序推进》——2022-08-25
- 《士兰微 (600460.SH) - 芯片生产与模块封装协同，规模效应渐体现》——2022-06-16

图1: 公司近五年营业收入及增速 (亿元、%)



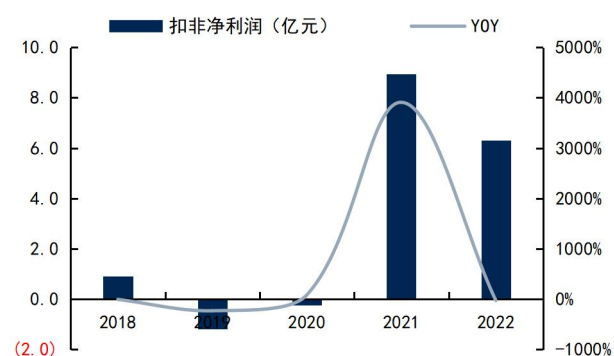
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近五年分产品营收结构 (%)



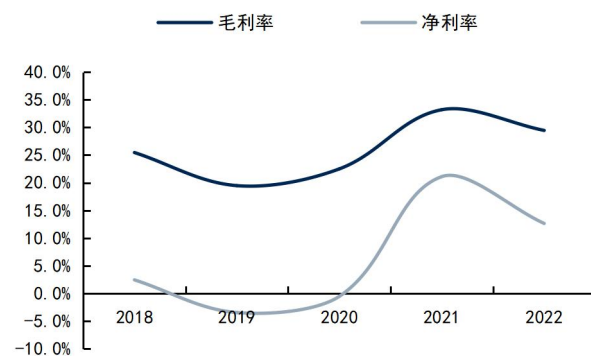
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年扣非归母净利润及增速 (亿元、%)



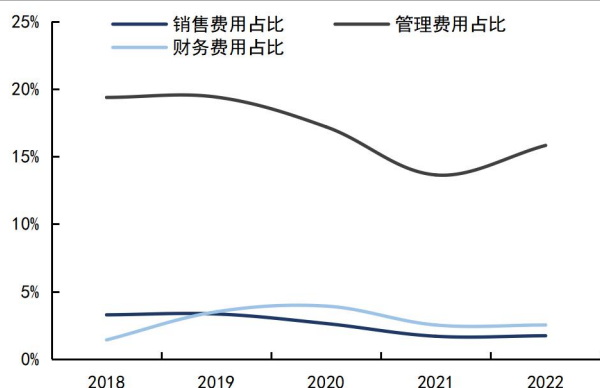
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年综合毛利率、净利率 (%)



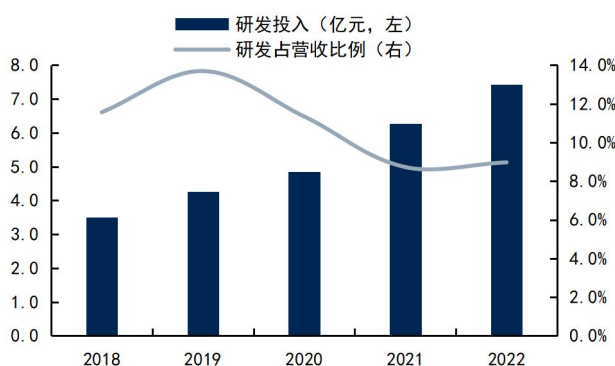
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年费用率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司近五年研发投入及占营收比例 (亿元、%)



资料来源: 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)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2323	2230	1888	2147	2089	营业收入	7194	8282	10820	12952	15482
应收款项	1837	2168	2832	3390	4052	营业成本	4806	5843	7609	9065	10792
存货净额	1913	3072	4140	4897	5845	营业税金及附加	39	29	80	93	107
其他流动资产	777	756	1059	1352	1691	销售费用	121	143	181	217	260
流动资产合计	6850	8226	9919	11786	13677	管理费用	302	377	419	450	536
固定资产	4619	5801	6405	6826	7222	研发费用	587	711	907	1080	1283
无形资产及其他	278	263	252	242	231	财务费用	181	209	214	238	252
其他长期资产	1166	1634	1634	1634	1634	投资收益	(75)	(174)	(84)	(111)	(123)
长期股权投资	893	998	998	998	998	资产减值及公允价值变动	626	348	11	41	33
资产总计	13806	16920	19207	21485	23762	其他	27	49	43	37	29
短期借款及交易性金融负债	3105	3334	3862	4376	4562	营业利润	1735	1194	1380	1773	2192
应付款项	1421	1728	2328	2754	3287	营业外净收支	(4)	(1)	(2)	(3)	(2)
其他流动负债	482	474	636	749	894	利润总额	1731	1192	1377	1771	2190
流动负债合计	5008	5535	6826	7878	8744	所得税费用	213	145	167	215	266
长期借款及应付债券	356	2109	2109	2109	2109	少数股东损益	0	(5)	(6)	(7)	(9)
其他长期负债	1333	1206	1340	1457	1499	归属于母公司净利润	1518	1052	1216	1563	1933
长期负债合计	1689	3315	3449	3567	3608	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6698	8850	10275	11445	12352	净利润	1518	1048	1210	1556	1924
少数股东权益	698	697	691	684	675	资产减值准备	96	102	69	65	84
股东权益	6410	7374	8241	9357	10736	折旧摊销	512	707	663	846	975
负债和股东权益总计	13806	16920	19207	21485	23762	公允价值变动损失	(71)	(166)	(80)	(106)	(117)
关键财务与估值指标						财务费用	178	195	214	238	252
每股收益	1.07	0.74	0.86	1.10	1.36	营运资本变动	(398)	(1762)	(1059)	(846)	(1113)
每股红利	0.11	0.21	0.25	0.32	0.39	其它	(875)	81	(283)	(303)	(335)
每股净资产	4.53	5.21	5.82	6.61	7.58	经营活动现金流	960	204	735	1450	1668
ROIC	15%	10%	11%	12%	14%	资本开支	(948)	(1566)	(1257)	(1257)	(1360)
ROE	24%	14%	15%	17%	18%	其它投资现金流	(246)	(204)	0	0	0
毛利率	33%	29%	30%	30%	30%	投资活动现金流	(1193)	(1770)	(1257)	(1257)	(1360)
EBIT Margin	19%	14%	15%	16%	16%	权益性融资	1263	3	0	0	0
EBITDA Margin	26%	23%	21%	22%	22%	负债净变化	(308)	1753	0	0	0
收入增长	68%	15%	31%	20%	20%	支付股利、利息	(155)	(302)	(348)	(448)	(554)
净利润增长率	2145%	-31%	16%	29%	24%	其它融资现金流	653	(20)	528	514	187
资产负债率	54%	56%	57%	56%	55%	融资活动现金流	1453	1435	180	66	(367)
息率	0.3%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	现金净变动	1218	(120)	(342)	259	(59)
P/E	34.5	49.8	43.1	33.5	27.1	货币资金的期初余额	1088	2306	2186	1843	2103
P/B	8.2	7.1	6.4	5.6	4.9	货币资金的期末余额	2306	2186	1843	2103	2044
EV/EBITDA	31.9	32.5	27.4	22.1	18.6	企业自由现金流	340	(1585)	(226)	541	702
						权益自由现金流	685	148	115	845	667

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