

2023年04月03日

# 士兰微 (600460.SH)

## 动态分析

### 加速产品布局优化，巩固国内 IDM 龙头优势

电子 | 分立器件III

**事件点评：**3月30日，士兰微发布2022年度报告，2022年实现营收82.82亿元，同比增长15.12%；归母净利润为10.52亿元，同比下降30.66%；扣非归母净利润6.31亿元，同比下降29.49%；毛利率为29.45%，同比下降3.74pcts；净利率为12.65%，同比下降8.45pcts。

◆ 业绩变化主要原因包括：**(1) IGBT 芯片与模块产量不及预期：**部分原材料供应不足导致 IGBT 与 FRD 芯片投料放缓，叠加设备与工艺调试进度不及预期（主要原因系部分进口工艺设备延期交货），上述原因造成 IGBT 芯片与模块产量不及预期；**(2) 消费电子进入去库存周期，公司部分消费类产品出货量减少：**2022Q2 起，消费电子进入去库存周期，行业景气度下滑，公司部分消费电子产品出货量下降，价格回落，致使公司业绩承压；**(3) 消费市场需求减弱，士兰集成产能利用率下降：**2022Q4，受消费市场需求下降影响，士兰集成 5 寸、6 寸线投料不足，产能利用率下降，士兰集成绩绩下滑；**(4) LED 芯片生产线产量不及预期：**由于下游市场需求放缓，士兰明芯、士兰明镓 LED 芯片生产线产量不及预期，产能利用率较低，芯片价格走低导致存货减值损失计提增加，业绩亏损。

◆ 部分产品性能达到业内领先水平，加速进入电动汽车、新能源等市场。公司超结 MOSFET、IGBT、FRD、高性能低压分离栅 MOSFET 等产品研发进展较快，性能达业内领先水平。在应用领域方面，公司除拓展大型白电、工业控制等领域外，加速进入电动汽车、新能源等市场，未来有望成为分立器件主要增长领域。2022 年，士兰集昕加速产品结构调整，并启动年产 36 万片 12 英寸芯片生产线项目以提高芯片产量；士兰集科加快推进 12 寸线二期项目建设，加快推动沟槽分离栅 SGT-MOS、高压超结 MOS、IGBT、高压集成电路等产品在 12 寸线上量。成都士兰二期厂房建已完成部分面积净化装修，正在进行设备安装和调试，并实施汽车半导体封装一期项目，以提高车规级功率模块封装能力。

◆ 各类新品集成电路芯片出货量加速，集成电路业务营收同比增长 18.74%。受益于各种新品放量，2022 年公司集成电路营业收入为 27.23 亿元，同比增长 18.74%。从细分产品来看：**(1) IPM 模块：**2022 年变频空调等白电整机使用士兰微 IPM 模块超 7,800 万颗，同比增长 105%，推出用于新能源汽车空调压缩机驱动 IPM 方案，且在头部汽车空调压机厂商完成批量供货。公司 IPM 模块营收达 14.2 亿元，同比增长 65% 以上；**(2) 控制器：**发布基于 M0 内核，兼具大容量 Flash 与更多管脚通用高性能控制器产品，适用于智能家电、伺服变频、工业自动化、光伏逆变等领域高性能控制；**(3) 功率半导体解决方案：**针对新能源汽车推出 6.6kW OBC、11kW OBC 及高压 DC-DC 等功率半导体解决方案为车载充电机提供可靠性高性能强劲完成解决方案；**(4) 电动汽车主电机驱动模块：**公司电动汽车主机驱动模块内置自主研发 V 代 IGBT 与 FRD 芯片，目前通过国内多家客户测试，在部分客户批量供货。截至目前，公司具备月产 10 万只模块生产能力，且加速车规功率模块 (PIM) 产能建设。**(5) 其他：**8 寸线实现陀螺仪传感器小批量产出，目前正在市场拓展阶段，推出多款内置协议 IC 升降压控制器，帮助下游客户简化产品开发流程，降低产品生产成本。

◆ 着手 SiC 功率器件芯片产线建设，年底有望实现月产 6000 片。2022 年士兰明镓着手 SiC 功率器件芯片产线建设，第四季度 SiC 芯片产线初步通线，形成月产 2000 片 (6 英寸) 产能。目前公司完成第一代平面栅 SiC 基 MOSFET 开发，性能达到业内同类器件先进水平，且实现将 SiC-MOSFET 封装到汽车主驱功率模块，并向客户送样。2023 年士兰明镓将加快推进 SiC 芯片生产线建设进度，年底产能有望实现月产 6000 片 (6 英寸)。

◆ 把握汽车和新能源产业快速发展机遇，加速产品布局结构调整。根据士兰微募集说明书 (申报稿)，公司本次向特定对象发行 A 股股票募集资金总额不超过 650,000.00 万元 (含本数)。募集资金主要用于生产线建设及车规半导体封装项目：**(1) 年产 36 万片 12 英寸芯片生产线项目：**募集资金将以增资形式投入士兰集昕，该项目将建成年产 36 万片功率芯片生产线 (12 寸)，用于生产 FS-IGBT、T-DPMOSFET、SGT-MOSFE 等功率芯片，达产后上述各产品线有望新

投资评级

**买入-A(首次)**

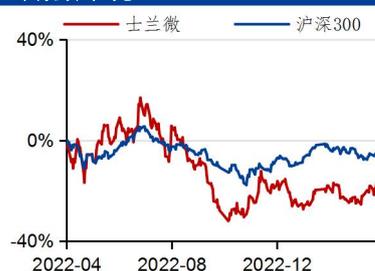
股价(2023-04-03)

37.52 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	53,131.02
流通市值 (百万元)	53,131.02
总股本 (百万股)	1,416.07
流通股本 (百万股)	1,416.07
12 个月价格区间	50.90/30.74

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.09	8.77	-16.97
绝对收益	11.43	14.43	-21.31

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号：S0910522120001  
 sunyuanfeng@huajinsec.com

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号：S0910523020005  
 wanghaiwei@huajinsec.com

#### 相关报告



增年产 12 万片生产能力，进一步巩固国内 IDM 龙头地位；（2）SiC 功率器件生产线建设项目：募集资金将以增资形式投入士兰明镓，在士兰明镓现有产线及配套设施基础上购置生产设备以提升 SiC 功率器件芯片产能，达产后 SiC MOSFET/SiC SBD 芯片每年新增产能 12/2.4 万片。（3）汽车半导体封装项目（一期）：募集资金将以增资形式投入成都士兰，在现有功率模块封装产线基础上购置模块封装生产设备，以提升车规功率模块产能，达产后车规功率模块有望新增产能 720 万块/年。

- ◆ **产品向中高端应用扩展，定增加速产品结构优化。**2022 年受部分原材料供应不足及设备与进口工艺设备延期交货，公司 IGBT 芯片与模块产能受限。随着原材料供应环节及设备交付公司产能有待释放，相关营收有望增长。各子公司积极扩产，随着产能持续上量，有望带动分立器件与集成电路业务营收。士兰明镓将加快产品在小间距显示、mini LED 显示屏、红外光耦、安防监控、车用 LED 等中高端应用领域拓展，随着产品放量盈利能力有望改善。
- ◆ **投资建议：**考虑到士兰微在分立器件领域龙头地位及 IDM 模式成本把控优势，我们公司预测 2023 年至 2025 年营业收入分别为 110.58/138.07/152.06 亿元，增速分别为 33.5%/24.9%/10.1%；归母净利润分别为 14.21/17.92/20.34 亿元，增速分别为 35.0%/26.1%/13.5%；对应 PE 分别 37.4/29.6/26.1，首次覆盖，给予买入-A 建议。
- ◆ **风险提示：**半导体景气度不及预期；公司产能扩张不及预期；公司研发进程不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,194	8,282	11,058	13,807	15,206
YoY(%)	68.1	15.1	33.5	24.9	10.1
净利润(百万元)	1,518	1,052	1,421	1,792	2,034
YoY(%)	2145.2	-30.7	35.0	26.1	13.5
毛利率(%)	33.2	29.4	31.5	32.8	33.5
EPS(摊薄/元)	1.07	0.74	1.00	1.27	1.44
ROE(%)	21.4	13.0	15.2	16.2	15.6
P/E(倍)	35.0	50.5	37.4	29.6	26.1
P/B(倍)	8.3	7.2	6.1	5.1	4.3
净利率(%)	21.1	12.7	12.8	13.0	13.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 内容目录

1、经营状况：营收稳步增长，需求端疲软拉低产能利用率	4
2、财务分析：三费合计占营收比例趋于稳定，研发支出持续加码	4
3、业务分析：各业务稳健发展，扩产与结构调整为主旋律	6
3.1、分立器件：部分产品性能达到业内领先水平，加快进入电动汽车、新能源等市场	6
3.2、集成电路：IPM 模块营收快速增长，电动汽车主电机驱动模块通过多家客户测试	7
3.3、LED：营收较为稳健，向中高端应用领域拓展改善盈利水平	8
3.4、第三代半导体：SiC 芯片产线实现初步通线，年底有望实现月产 6000 片	8
4、定增项目：加速产品布局结构调整，巩固 IDM 龙头优势	9
5、投资建议	10
6、风险提示	10

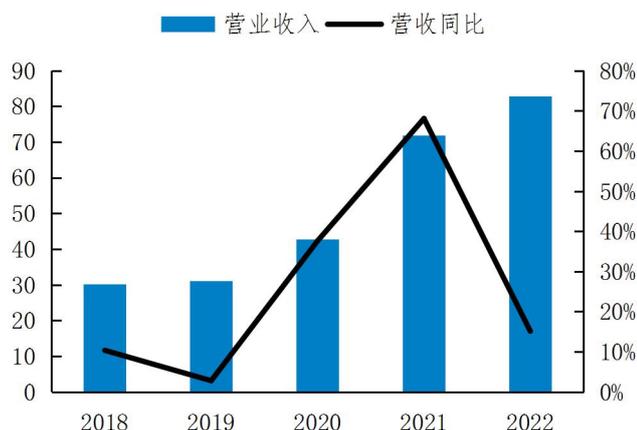
## 图表目录

图 1：2018-2022 年士兰微营业收入及营收同比（亿元/%）	4
图 2：2018-2022 年士兰微归母净利润及同比（亿元/%）	4
图 3：2018-2022 年士兰微毛利率、净利率（%）	5
图 4：2018-2022 年士兰微三费及营收占营收比例（亿元/%）	5
图 5：2018-2022 年士兰微研发支出、研发占比及研发支出同比增长（亿元/%）	5
图 6：2018-2022 年广立微主营业务构成（%）	6
图 7：2018-2022 年广立微主营业务毛利率（%）	6
图 8：士兰集昕生产线	7
图 9：士兰集科生产线	7
图 10：6.6kW OBC 电路结构	8
图 11：11kW OBC 电路结构	8
图 12：士兰明镓生产线	9
表 1：士兰微照明方案	8
表 2：向特定对象发行 A 股股票募集资金金额及投向	9
表 3：士兰微盈利预测（百万元）	错误！未定义书签。

## 1、经营状况：营收稳步增长，需求端疲软拉低产能利用率

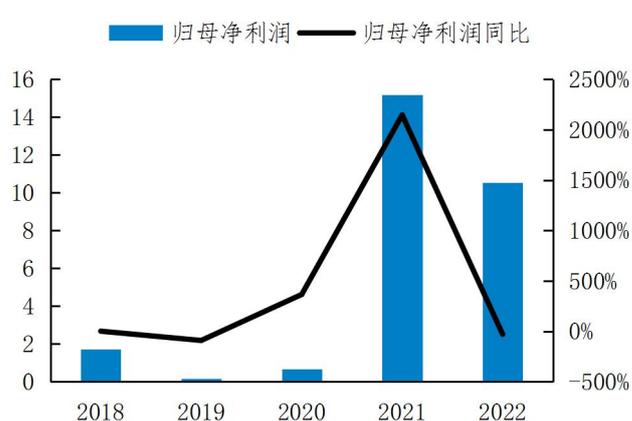
公司营收稳步增长，2022 年营收同比增长 15.12%。2022 年公司营业收入为 82.82 亿元，同比增长 15.12%，归母净利润为 10.52 亿元，同比下降 30.66%。业绩变化主要原因包括：（1）**IGBT 芯片与模块产量不及预期**：部分原材料供应不足导致 IGBT 与 FRD 芯片投料放缓，叠加设备与工艺调试进度不及预期（主要原因系部分进口工艺设备延期交货），上述原因造成 IGBT 芯片与模块产量不及预期；（2）**消费电子进入去库存周期，公司部分消费类产品出货量减少**：2022Q2 起，消费电子进入库存周期，行业景气度下滑，公司部分消费电子类产品出货量下降，价格回落，致使公司业绩承压；（3）**消费市场需求减弱，士兰集成产能利用率下降**：2022Q4，受消费市场需求下降影响，士兰集成 5 寸、6 寸线投料不足，产能利用率下降，士兰集成绩绩下滑；（4）**LED 芯片生产线产量不及预期**：由于下游市场需求放缓，士兰明芯、士兰明镓 LED 芯片生产线产量不及预期，产能利用率较低，芯片价格走低导致存货减值损失计提增加，业绩亏损。

图 1：2018-2022 年士兰微营业收入及营收同比（亿元/%）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 2：2018-2022 年士兰微归母净利润及同比（亿元/%）

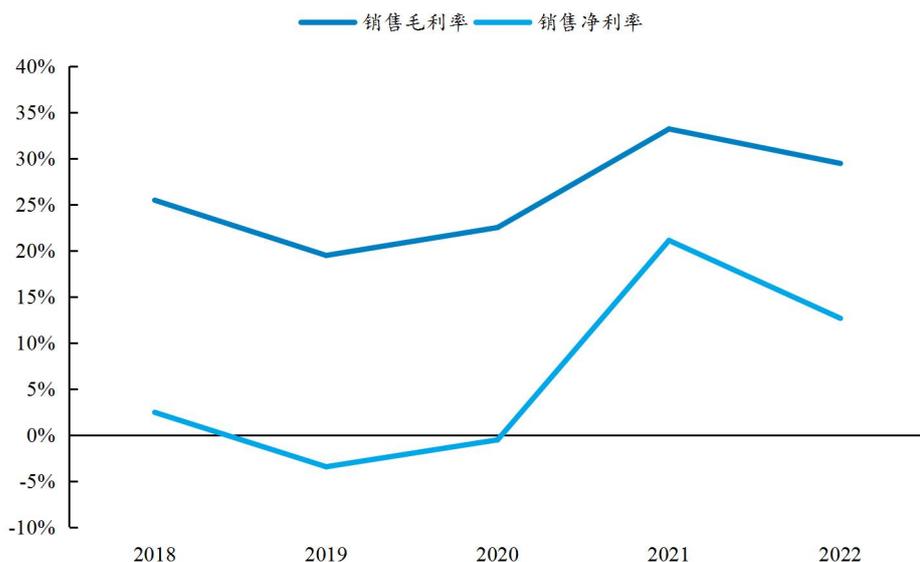


资料来源：Wind、华金证券研究所

## 2、财务分析：三费合计占营收比例趋于稳定，研发支出持续加码

毛利率为 29.45%，净利率为 12.65%。公司 2018-2022 年毛利率分别为 25.46%/19.47%/22.50%/33.19%/29.45%；净利率分别为 2.45%/-3.45%/-0.53%/21.10%/12.65%。2022 年公司毛利率、净利率均有所下降，主要受下游需求影响，公司产能利用率有所下降，导致 LED 及部分消费类产品出货量下降，设备延期交货及部分原材料供应不足导致 IGBT 与 FRD 芯片产量不足预期。

图 3: 2018-2022 年士兰微毛利率、净利率 (%)

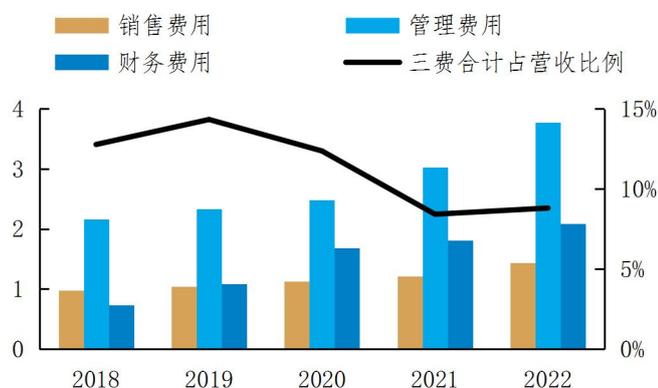


资料来源: Wind、华金证券研究所

三费合计占营收比例呈下降趋势。2019-2022 年，三费（销售、管理、财务）合计分别为 4.46/5.29/6.05/7.29 亿元。三费合计占营收比例呈下降趋势，分别为 14.32%/12.36%/8.41%/8.80%。2019-2022 年，公司销售费用分别为 1.04/1.13/1.21/1.43 亿元，占营业收入比例分别为 3.34%/2.63%/1.69%/1.73%；公司管理费用分别为 2.33/2.48/3.02/3.77 亿元，占营业收入比例分别为 7.48%/5.80%/4.20%/4.55%；公司财务费用分别为 1.09/1.68/1.81/2.09 亿元，占营业收入比例分别为 3.50%/3.92%/2.52%/2.52%。

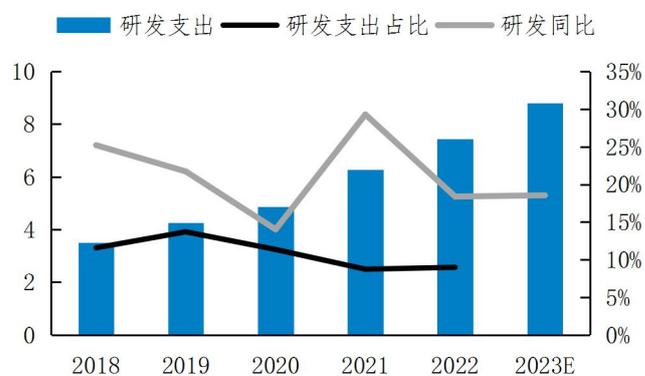
研发支出持续加码，促进公司长期发展。2019-2022 年，公司研发支出为 4.26/4.86/6.28/7.43 亿元，研发支出营收占比为 13.69%/11.34%/8.73%/8.97%。从研发支出增长层面分析，2019-2022 年公司研发支出同比增长分别为 21.71%/14.02%/29.29%/18.38%。公司预计 2023 年公司研发支出总计约为 8.81 亿元(同比增长 18.5%左右)。

图 4: 2018-2022 士兰微三费及营收占营收比例 (亿元/%)



资料来源: Wind、华金证券研究所

图 5: 2018-2022 士兰微研发支出、研发占比及研发支出同比增长 (亿元/%)

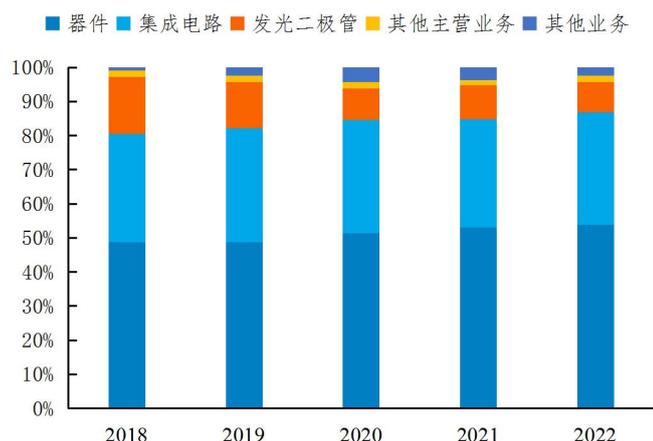


资料来源: Wind、华金证券研究所

### 3、业务分析：各业务稳健发展，扩产与结构调整为主旋律

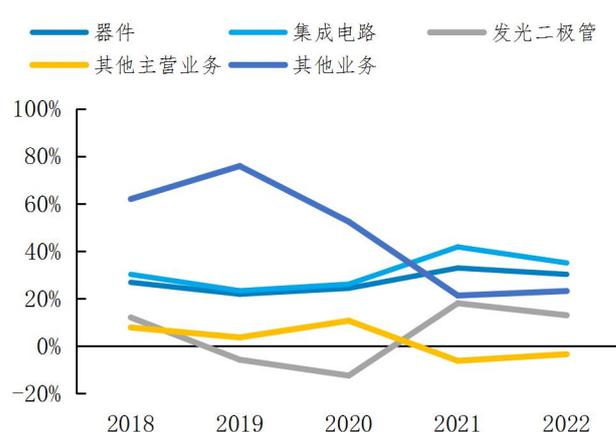
分立器件与集成电路为营收主要贡献者，合计占营收 **85%**以上。2022 年，分立器件营收为 **44.67** 亿元，同比增长 **17.13%**，占比 **53.93%**，毛利率为 **30.22%**，公司分立器件产品已加快进入电动汽车、新能源等市场，营收有望快速增长；集成电路各类电路新产品出货量明显加快，营收为 **27.23** 亿元，同比增长 **18.74%**，占比 **32.88%**，毛利率为 **35.02%**；发光二极管营收为 **7.33** 亿元，同比增长 **3.50%**，占比 **8.85%**，毛利率为 **12.98%**。

图 6：2018-2022 年广立微主营业务构成（%）



资料来源：华金证券研究所

图 7：2018-2022 年广立微主营业务毛利率（%）



资料来源：华金证券研究所

#### 3.1、分立器件：部分产品性能达到业内领先水平，加快进入电动汽车、新能源等市场

部分产品性能达到业内领先水平，加速进入电动汽车、新能源等市场。公司超结 MOSFET、IGBT、FRD、高性能低压分离栅 MOSFET 等产品研发进展较快，性能达业内领先水平。在应用领域方面，公司除拓展大型白电、工业控制等领域外，加速进入电动汽车、新能源等市场，未来有望成为分立器件主要增长领域。2022 年，士兰集昕加速产品结构调整，并启动年产 36 万片 12 英寸芯片生产线项目以提高芯片产量；士兰集科加快推进 12 寸线二期项目建设，加快推动沟槽分离栅 SGT-MOS、高压超结 MOS、IGBT、高压集成电路等产品在 12 寸线上量。成都士兰二期厂房建已完成部分面积净化装修，正在进行设备安装和调试，并实施汽车半导体封装一期项目，以提高车规级功率模块封装能力。

图 8：士兰集昕生产线



资料来源：士兰微官网、华金证券研究所

图 9：士兰集科生产线



资料来源：士兰微官网、华金证券研究所

### 3.2、集成电路：IPM 模块营收快速增长，电动汽车主电机驱动模块通过多家客户测试

各类新品集成电路芯片出货量加速，集成电路业务营收同比增长 **18.74%**。受益于各种新品放量，2022 年公司集成电路营业收入为 **27.23 亿元**，同比增长 **18.74%**。从细分产品来看：

（1）IPM 模块：2022 年变频空调等白电整机使用士兰微 IPM 模块超 **7,800 万颗**，同比增长 **105%**，推出用于新能源汽车空调压缩机驱动 IPM 方案，且在头部汽车空调压机厂商完成批量供货。公司 IPM 模块营收达 **14.2 亿元**，同比增长 **65%**以上；

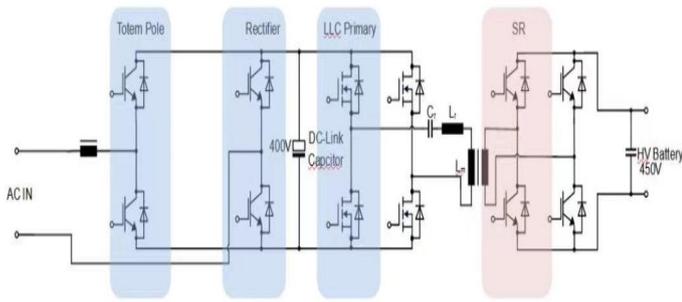
（2）控制器：发布基于 **M0 内核**，兼具大容量 **Flash** 与更多管脚通用高性能控制器产品，适用于智能家电、伺服变频、工业自动化、光伏逆变等领域高性能控制；

（3）功率半导体解决方案：针对新能源汽车推出 **6.6kW OBC**、**11kW OBC** 及高压 **DC-DC** 等功率半导体解决方案为车载充电机提供可靠性高性能强劲完成解决方案；

（4）电动汽车主电机驱动模块：公司电动汽车主机驱动模块内置自主研发 **V 代 IGBT** 与 **FRD** 芯片，目前通过国内多家客户测试，在部分客户批量供货。截至目前，公司具备月产 **10 万只**模块生产能力，且加速车规功率模块（PIM）产能建设。

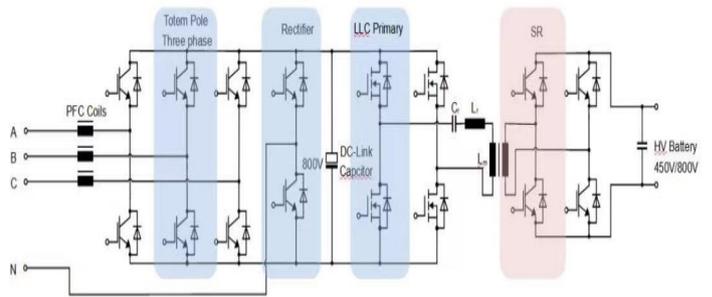
（5）其他：**8 寸线**实现陀螺仪传感器小批量产出，目前正在市场拓展阶段，推出多款内置协议 **IC** 升降压控制器，帮助下游客户简化产品开发流程，降低产品生产成本。

图 10: 6.6kW OBC 电路结构



资料来源：士兰微公众号、华金证券研究所

图 11: 11kW OBC 电路结构



资料来源：士兰微公众号、华金证券研究所

### 3.3、LED：营收较为稳健，向中高端应用领域拓展改善盈利水平

以提升 LED 彩屏芯片市场份额为目标，加速研发导入中高端市场。2022 年，公司发光二极管产品（包括士兰明芯公司、士兰明镓公司 LED 芯片和美卡乐光电公司 LED 彩屏像素管）营业收入为 7.33 亿元，同比增长 3.50%。子公司士兰明芯以提升 LED 彩屏芯片市场份额为目标，加快高亮度 LED 照明芯片开发，积极导入汽车照明、景观照明灯中高端市场。受益于产品质量与成本管控，叠加国内外对中高端 LED 彩色显示屏需求上升，子公司美卡乐光电营收实现增长，产品毛利率改善。参股公司士兰明镓将加快产品在小间距显示、mini LED 显示屏、红外光耦、安防监控、车用 LED 等中高端应用领域拓展，目前士兰明镓已建成月产 7.2 万片 LED 芯片产能（4 寸），随着产品放量盈利能力有望改善。

表 1：士兰微照明方案

尺寸系列	波段	工艺平台	适用应用	适用封装	测试电流	电压范围	亮度范围
NW0145	450-460nm	GaN 正装工艺平台	节日灯串	SMD/LAMP	20mA	3-3.3V	15-20mW
NW1734	447.5-460nm	GaN 正装工艺平台	通用照明/电视背光	COB/SMD	120mA	3.0-3.3V	90-110mW
NW2240	447.5-460nm	GaN 正装工艺平台	高光效需求的户外照明/电视背光	COB/SMD	120mA	2.9-3.2V	230-270mW
NH1219	447.5-460nm	GaN 正装工艺平台	通用照明	DOB/SMD	26mA	18.5-20.5V	250-310mW
NH1323	447.5-460nm	GaN 正装工艺平台	通用照明	DOB/SMD	26mA	18.5-20.5V	300-360mW
NH1629	447.5-460nm	GaN 正装工艺平台	通用照明	DOB/SMD	30mA	18.5-20.5V	600-720mW
FW0620	447.5-460nm	GaN 倒装工艺平台	柔性灯丝/通用照明	COB	5mA	2.7-2.95V	20-26mW
FW0820	447.5-460nm	GaN 倒装工艺平台	通用照明	COB	100mA	3.0-3.3V	75-95mW
FW1021	447.5-460nm	GaN 倒装工艺平台	通用照明	COB	100mA	3.0-3.3V	90-105mW
FW1530	447.5-460nm	GaN 倒装工艺平台	通用照明	COB	150mA	2.9-3.2V	140-180mW
FD3535	447.5-460nm	GaN 倒装工艺平台	通用照明/闪光灯/	COB	350mA	2.9-3.1V	390-450mW

资料来源：士兰微官网、华金证券研究所

### 3.4、第三代半导体：SiC 芯片产线实现初步通线，年底有望实现月产 6000 片

着手 SiC 功率器件芯片产线建设，年底有望实现月产 6000 片。2022 年士兰明镓着手 SiC 功率器件芯片产线建设，第四季度 SiC 芯片产线初步通线，形成月产 2000 片（6 英寸）产能。目前公司完成第一代平面栅 SiC 基 MOSFET 开发，性能达到业内同类器件先进水平，且实现将 SiC-MOSFET 封装到汽车主驱功率模块，并向客户送样。2023 年士兰明镓将加快推进 SiC 芯片生产线建设进度，年底产能有望实现月产 6000 片（6 英寸）。

图 12：士兰明镓生产线



资料来源：士兰微官网、华金证券研究所

#### 4、定增项目：加速产品布局结构调整，巩固 IDM 龙头优势

把握汽车和新能源产业快速发展机遇，加速产品布局结构调整。根据士兰微募集说明书（申报稿），公司本次向特定对象发行 A 股股票募集资金总额不超过 650,000.00 万元（含本数）。募集资金主要用于生产线建设及车规半导体封装项目：（1）年产 36 万片 12 英寸芯片生产线项目：募集资金将以增资形式投入士兰集昕，该项目将建成年产 36 万片功率芯片生产线（12 寸），用于生产 FS-IGBT、T-DPMOSFET、SGT-MOSFE 等功率芯片，达产后上述各产品线有望新增年产 12 万片生产能力，进一步巩固国内 IDM 龙头地位；（2）SiC 功率器件生产线建设项目：募集资金将以增资形式投入士兰明镓，在士兰明镓现有产线及配套设施基础上购置生产设备以提升 SiC 功率器件芯片产能，达产后 SiC MOSFET/ SiC SBD 芯片每年新增产能 12/2.4 万片。（3）汽车半导体封装项目（一期）：募集资金将以增资形式投入成都士兰，在现有功率模块封装产线基础上购置模块封装生产设备，以提升车规功率模块产能，达产后车规功率模块有望新增产能 720 万块/年。

表 2：向特定对象发行 A 股股票募集资金金额及投向

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入集资金	占比
1	年产 36 万片 12 英寸芯片生产线项目	390,000.00	300,000.00	46.15%
2	SiC 功率器件生产线建设项目	150,000.00	75,000.00	11.54%
3	汽车半导体封装项目（一期）	300,000.00	110,000.00	16.92%
4	补充流动资金	165,000.00	165,000.00	25.38%
	合计	1,005,000.00	650,000.00	100.00%

资料来源：公司公告、华金证券研究所

## 5、投资建议

产品向中高端应用扩展，定增加速产品结构优化。2022年受部分原材料供应不足及进口工艺设备延期交货，公司 IGBT 芯片与模块产能受限。随着原材料供应环节及设备交付公司产能有待释放，相关营收有望增长。各子公司积极扩产，随着产能持续上量，有望带动分立器件与集成电路业务营收快速增长。士兰明镓将加快产品在小间距显示、mini LED 显示屏、红外光耦、安防监控、车用 LED 等中高端应用领域拓展，随着产品放量盈利能力有望改善。

考虑到士兰微在分立器件领域龙头地位及 IDM 模式成本把控优势，我们公司预测 2023 年至 2025 年营业收入分别为 110.58/138.07/152.06 亿元，增速分别为 33.5%/24.9%/10.1%；归母净利润分别为 14.21/17.92/20.34 亿元，增速分别为 35.0%/26.1%/13.5%；对应 PE 分别 37.4/29.6/26.1，首次覆盖，给予买入-A 建议。

表 3：士兰微盈利预测（百万元）

业务	指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
器件	收入	2,203.16	3,813.31	4,466.71	6,059.09	7,442.98	8,168.67
	营收占比	51.47%	53.01%	53.93%	54.79%	53.91%	53.72%
集成电路	收入	1,420.07	2,293.49	2,723.33	3,647.63	4,733.89	5,270.71
	营收占比	33.17%	31.88%	32.88%	32.99%	34.29%	34.66%
发光二极管	收入	390.98	707.87	732.65	927.24	1,154.87	1,267.82
	营收占比	9.13%	9.84%	8.85%	8.39%	8.36%	8.34%
其他主营业务	收入	81.83	118.51	162.34	190.68	215.05	226.34
其他业务	收入	184.51	260.97	197.18	233.23	260.44	272.09
营业总收入		4,280.56	7,194.15	8,282.20	11,057.86	13,807.24	15,205.63
同比增长率		37.61%	68.07%	15.12%	33.51%	24.86%	10.13%
毛利率		22.50%	33.19%	29.45%	31.53%	32.84%	33.52%

资料来源：华金证券研究所

## 6、风险提示

半导体景气度不及预期；公司产能扩张不及预期；公司研发进程不及预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6850	8226	11991	14618	15140	<b>营业收入</b>	7194	8282	11058	13807	15206
现金	2323	2230	4657	5815	6404	营业成本	4806	5843	7571	9273	10108
应收票据及应收账款	1814	2144	3141	3458	3809	营业税金及附加	39	29	64	72	75
预付账款	33	40	57	64	69	营业费用	121	143	259	290	335
存货	1913	3072	3387	4523	4100	管理费用	302	377	523	666	736
其他流动资产	767	740	749	758	758	研发费用	587	711	843	1187	1253
<b>非流动资产</b>	6956	8695	10666	12188	12236	财务费用	181	209	287	338	465
长期投资	893	998	1052	1090	1113	资产减值损失	-96	-102	-106	-110	-103
固定资产	3970	4255	6038	7483	7702	公允价值变动收益	686	426	284	350	437
无形资产	289	283	278	267	243	投资净收益	-75	-174	-62	-79	-98
其他非流动资产	1804	3159	3298	3348	3178	<b>营业利润</b>	1735	1194	1725	2232	2549
<b>资产总计</b>	13806	16920	22657	26806	27376	营业外收入	5	3	4	3	4
<b>流动负债</b>	5008	5535	10199	12941	12097	营业外支出	9	4	5	6	6
短期借款	2171	2466	6896	9280	8288	<b>利润总额</b>	1731	1192	1723	2230	2547
应付票据及应付账款	1421	1728	2353	2644	2803	所得税	213	145	306	444	520
其他流动负债	1416	1341	951	1017	1006	<b>税后利润</b>	1518	1048	1417	1786	2027
<b>非流动负债</b>	1689	3315	3112	2813	2295	少数股东损益	0	-5	-4	-6	-7
长期借款	356	2109	1907	1607	1089	<b>归属母公司净利润</b>	1518	1052	1421	1792	2034
其他非流动负债	1333	1206	1206	1206	1206	EBITDA	2346	2146	2645	3567	4094
<b>负债合计</b>	6698	8850	13312	15753	14392	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	698	697	692	686	679	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	1416	1416	1416	1416	1416	<b>成长能力</b>					
资本公积	2137	2188	2188	2188	2188	营业收入(%)	68.1	15.1	33.5	24.9	10.1
留存收益	2852	3763	5008	6570	8345	营业利润(%)	4949.8	-31.2	44.5	29.4	14.2
归属母公司股东权益	6410	7374	8653	10367	12304	归属于母公司净利润(%)	2145.2	-30.7	35.0	26.1	13.5
<b>负债和股东权益</b>	13806	16920	22657	26806	27376	<b>获利能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>						毛利率(%)	33.2	29.4	31.5	32.8	33.5
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率(%)	21.1	12.7	12.8	13.0	13.4
<b>经营活动现金流</b>	960	204	1442	1642	3521	ROE(%)	21.4	13.0	15.2	16.2	15.6
净利润	1518	1048	1417	1786	2027	ROIC(%)	14.5	9.0	8.6	9.2	10.1
折旧摊销	530	732	676	946	1154	<b>偿债能力</b>					
财务费用	181	209	287	338	465	资产负债率(%)	48.5	52.3	58.8	58.8	52.6
投资损失	75	174	62	79	98	流动比率	1.4	1.5	1.2	1.1	1.3
营运资金变动	-915	-1717	-713	-1156	214	速动比率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8
其他经营现金流	-430	-242	-285	-351	-437	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-1193	-1770	-2424	-2196	-862	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
<b>筹资活动现金流</b>	1453	1435	-1021	-672	-1078	应收账款周转率	4.6	4.2	4.2	4.2	4.2
						应付账款周转率	4.1	3.7	3.7	3.7	3.7
<b>每股指标(元)</b>						<b>估值比率</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.07	0.74	1.00	1.27	1.44	P/E	35.0	50.5	37.4	29.6	26.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.14	1.02	1.16	2.49	P/B	8.3	7.2	6.1	5.1	4.3
每股净资产(最新摊薄)	4.53	5.21	6.11	7.32	8.69	EV/EBITDA	23.9	27.0	22.4	16.9	14.2

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn