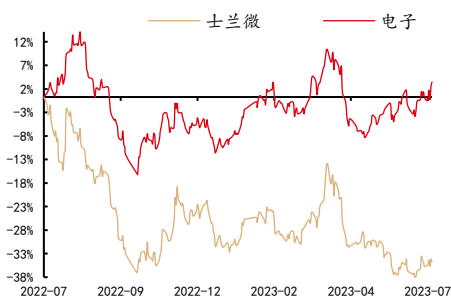


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

| | |
|--------------|---------------|
| 最新收盘价(元) | 31.21 |
| 总股本/流通股本(亿股) | 14.16 / 14.16 |
| 总市值/流通市值(亿元) | 442 / 442 |
| 52周内最高/最低价 | 47.32 / 29.64 |
| 资产负债率(%) | 52.3% |
| 市盈率 | 42.18 |
| 第一大股东 | 杭州士兰控股有限公司 |
| 持股比例(%) | 36.3% |

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

士兰微(600460)

Q2 营收环比增长超预期

● 投资要点

2023年7月14日，士兰微发布2023年半年度业绩预告，受非流动金融资产中部分上市公司股票价格下跌的影响，预计2023年半年度实现归母净利润-0.5亿元左右，扣非净利润1.6亿元左右。

营收环比提升超预期，利润端受公允价值变动影响，短期亏损。2023年上半年下游消费电子呈现弱复苏状态，部分消费类产品出货量没有显著提升、价格下跌趋势暂未缓解，公司的消费类产品业务短期承压。除中低端消费类应用外，公司加大了产品大型白电、通讯、工业、新能源、汽车等高门槛市场的推广力度，布局模拟电路、IGBT器件、IPM智能功率模块、PIM功率模块、碳化硅功率模块、超结MOSFET器件、MCU电路、化合物芯片等产品，预计上半年营收同比增长7%，Q2营收环比增长约17%。利润端方面，公司持有的其他非流动金融资产中昱能科技、安路科技股票价格下跌，导致其公允价值变动产生的税后净收益为-2.3亿元。

积极调整产品结构，产能利用率回升。公司2022年总计产出5、6吋芯片238.04万片，8吋芯片65万片，12吋芯片47万片，各尺寸外延芯片65.23万片，今年Q1消费市场需求偏淡，5吋、6吋产线投料不足，产能利用率有一定幅度的下降，Q2公司积极抢抓市场订单并调整产品结构，5吋、6吋线产能利用率已回升至90%左右，Q2经营性亏损数额比Q1大幅减少。

剑指汽车新能源市场，主驱模块开始上量。公司持续加快汽车级、工业级电路和器件芯片工艺平台的建设进度，加大汽车级功率模块和新能源功率模块的研发投入，研发费用较去年同期增加了15%左右。目前基于公司自主研发的V代IGBT和FRD芯片的电动汽车主电机驱动模块，已在国内多家客户通过测试，并已在部分客户批量供货。

● 投资建议：

公司定增获批，加强车规级战略部署，我们预计公司2023-2025归母净利润8.4/14.4/17.9亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

下游需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；半导体周期下行风险。

■ 盈利预测和财务指标

| 项目\年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 8282 | 10528 | 13078 | 15493 |
| 增长率 (%) | 15.12 | 27.11 | 24.22 | 18.47 |
| EBITDA (百万元) | 1887.24 | 1895.20 | 2710.07 | 3180.46 |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 1052.42 | 840.33 | 1437.10 | 1786.22 |
| 增长率 (%) | -30.66 | -20.15 | 71.02 | 24.29 |
| EPS (元/股) | 0.74 | 0.59 | 1.01 | 1.26 |
| 市盈率 (P/E) | 41.99 | 52.59 | 30.75 | 24.74 |
| 市净率 (P/B) | 5.99 | 5.35 | 4.56 | 3.85 |
| EV/EBITDA | 26.31 | 25.46 | 17.93 | 15.27 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 财务报表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 主要财务比率 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 利润表 | | | | | 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 8282 | 10528 | 13078 | 15493 | 营业收入 | 15.1% | 27.1% | 24.2% | 18.5% |
| 营业成本 | 5843 | 7694 | 9301 | 10904 | 营业利润 | -31.2% | -20.2% | 71.0% | 24.3% |
| 税金及附加 | 29 | 48 | 57 | 66 | 归属于母公司净利润 | -30.7% | -20.2% | 71.0% | 24.3% |
| 销售费用 | 143 | 191 | 231 | 275 | 获利能力 | | | | |
| 管理费用 | 377 | 526 | 589 | 697 | 毛利率 | 29.4% | 26.9% | 28.9% | 29.6% |
| 研发费用 | 711 | 947 | 1112 | 1317 | 净利率 | 12.7% | 8.0% | 11.0% | 11.5% |
| 财务费用 | 209 | 0 | 0 | 0 | ROE | 14.3% | 10.2% | 14.8% | 15.6% |
| 资产减值损失 | -78 | 0 | 0 | 0 | ROIC | 7.5% | 5.7% | 8.7% | 9.6% |
| 营业利润 | 1194 | 952 | 1628 | 2024 | 偿债能力 | | | | |
| 营业外收入 | 3 | 0 | 0 | 0 | 资产负债率 | 52.3% | 52.4% | 50.8% | 48.8% |
| 营业外支出 | 4 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 1.49 | 1.39 | 1.44 | 1.53 |
| 利润总额 | 1192 | 952 | 1628 | 2024 | 营运能力 | | | | |
| 所得税 | 145 | 116 | 198 | 246 | 应收账款周转率 | 4.38 | 4.50 | 4.46 | 4.37 |
| 净利润 | 1048 | 836 | 1430 | 1778 | 存货周转率 | 3.32 | 3.17 | 3.27 | 3.21 |
| 归母净利润 | 1052 | 840 | 1437 | 1786 | 总资产周转率 | 0.54 | 0.59 | 0.66 | 0.69 |
| 每股收益(元) | 0.74 | 0.59 | 1.01 | 1.26 | 每股指标(元) | | | | |
| 资产负债表 | | | | | 每股收益 | 0.74 | 0.59 | 1.01 | 1.26 |
| 货币资金 | 2230 | 1764 | 1659 | 1950 | 每股净资产 | 5.21 | 5.83 | 6.85 | 8.11 |
| 交易性金融资产 | 2 | 2 | 2 | 2 | 估值比率 | | | | |
| 应收票据及应收账款 | 2144 | 2784 | 3407 | 4053 | PE | 41.99 | 52.59 | 30.75 | 24.74 |
| 预付款项 | 40 | 50 | 62 | 73 | PB | 5.99 | 5.35 | 4.56 | 3.85 |
| 存货 | 3072 | 3578 | 4409 | 5230 | 现金流量表 | | | | |
| 流动资产合计 | 8226 | 9197 | 10750 | 12724 | 净利润 | 1048 | 836 | 1430 | 1778 |
| 固定资产 | 4255 | 4435 | 4516 | 4470 | 折旧和摊销 | 734 | 943 | 1082 | 1157 |
| 在建工程 | 1546 | 1995 | 2528 | 3094 | 营运资本变动 | -1666 | -738 | -1029 | -1087 |
| 无形资产 | 263 | 278 | 288 | 296 | 其他 | 88 | 252 | 278 | 348 |
| 非流动资产合计 | 8695 | 9602 | 10358 | 11013 | 经营活动现金流净额 | 204 | 1294 | 1762 | 2195 |
| 资产总计 | 16920 | 18799 | 21107 | 23737 | 资本开支 | -1550 | -1572 | -1713 | -1691 |
| 短期借款 | 2466 | 2713 | 2962 | 3217 | 其他 | -220 | -524 | -402 | -469 |
| 应付票据及应付账款 | 1728 | 2248 | 2734 | 3202 | 投资活动现金流净额 | -1770 | -2096 | -2115 | -2160 |
| 其他流动负债 | 1341 | 1645 | 1789 | 1917 | 股权融资 | 3 | 195 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 5535 | 6606 | 7484 | 8336 | 债务融资 | 2124 | 288 | 249 | 256 |
| 其他 | 3315 | 3240 | 3240 | 3240 | 其他 | -692 | -140 | 0 | 0 |
| 非流动负债合计 | 3315 | 3240 | 3240 | 3240 | 筹资活动现金流净额 | 1435 | 342 | 249 | 256 |
| 负债合计 | 8850 | 9846 | 10724 | 11576 | 现金及现金等价物净增加额 | -120 | -467 | -105 | 40 |
| 股本 | 1416 | 1416 | 1416 | 1416 | | | | | |
| 资本公积金 | 2188 | 2383 | 2383 | 2383 | | | | | |
| 未分配利润 | 3313 | 3879 | 5101 | 6619 | | | | | |
| 少数股东权益 | 697 | 693 | 686 | 678 | | | | | |
| 其他 | 456 | 582 | 797 | 1065 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 8070 | 8953 | 10383 | 12161 | | | | | |
| 负债和所有者权益总计 | 16920 | 18799 | 21107 | 23737 | | | | | |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准 | 类型 | 评级 | 说明 |
|--|-------|------|---------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上 |
| | | 增持 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间 |
| | | 中性 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
| | | 回避 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
| | | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 可转债评级 | 推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间 |
| | | 中性 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间 |
| | | 回避 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048