

士兰微 (600460.SH)

2023 单季度营收创新高，利润端仍短期承压

买入

核心观点

2023 单季度营收创历史新高，利润端仍短期承压。1H23 公司实现营收 44.75 亿元 (YoY+6.95%)，归母净利润-0.41 亿元 (YoY-106.9%)，扣非归母净利润 1.63 亿元 (YoY-68%)，毛利率 24.2% (YoY-6.92pct)。2Q23 单季度随公司产能增长营收实现 24.09 亿元 (YoY+10.33%，QoQ+31.90%) 创历史新高，而 5/6 寸线稼动率不足、LED 业务下滑导致公司利润端承压，归母净利润-2.55 亿元 (YoY-177.01%，QoQ-219.3%)，扣非归母净利润 0.49 亿元 (YoY-79.7%，QoQ-50.7%)；毛利率 22.51% (YoY-8.33pct，QoQ-3.66pct)。

1H23 集成电路业务同比增长 16.49%，IPM 模块同比增长超 42%。1H23 集成电路实现营收 15.27 亿元 (YoY+16.49%)，其中 IPM 营收 9.4 亿元，同比增长超 42%，白电应用出货量达 5300 万颗，工业与汽车总量超 620 万颗；MEMS 收入 1.27 亿元，主要产品加速度传感器为国内领先，市占率超 20%；高附加值六轴惯性传感器 (IMU) 已批量出货并通过了国内头部品牌手机厂商验证，预计出货量将实现较快增长。此外，公司 PoE 芯片快速增长，在安防等多领域国内领先；32 位 MCU 较快增长，未来将配合功率器件应用加速上量。

1H23 分立器件同比增长 16.85%，IGBT 收入同比增超 300%。1H23 公司 IGBT 业务收入 5.9 亿元，其中汽车应用：IGBT 模块已在比亚迪、吉利、零跑、汇川等多家客户批量供货并具备 17 万只/月汽车模块的封装能力，汽车 IGBT 单管、MOSFET 已实现大批量出货；光伏应用：IGBT 器件、SiC MOS 器件已批量出货，下半年随 12 英寸 IGBT 产能提升将逐季增长。此外，1H23 士兰明镓碳化硅产能已达 3000 片/月，年底有望增至 6000 片/月，SiC MOSFET 汽车主驱模块已通过部分客户测试，有望在今年实现批量生产和交付。

5/6 英寸产线盈利承压拖累业绩，8、12 英寸高附加值产品矩阵逐步完善。1H23 受消费电子疲软影响，士兰集成总计产出 5、6 英寸芯片 106.47 万片，同比下降 16.60%；LED 收入同比下滑 13.6%，拖累整体业绩。1H23 公司 8、12 英寸产线得益于集成电路、汽车与工业应用等高附加值产品比例提升均实现增长：士兰集昕产出 8 英寸芯片 34.67 万片，同比增加 11.33%，亏损大幅收窄至-47 万元；士兰集科产出 12 英寸芯片 23.62 万片，同比增加 6.54%，ASP 提升近 12%。

投资建议：我们看好公司从分立器件到集成电路的综合解决方案能力，硅基到碳化硅基产品的全面布局，预计 23-25 年归母净利润 5.47/8.12/11.76 亿元，当前股价对应 PE 分别为 95/64/44x，维持“买入”评级。

风险提示：国内需求不及预期，汽车与工业应用拓展不及预期。

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：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：周靖翔
021-60375402
zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	25.13 元
总市值/流通市值	35586/35586 百万元
52 周最高价/最低价	43.59/25.11 元
近 3 个月日均成交额	396.11 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) - 二季度营收同比增长约 10%，环比增长约 17%》——2023-07-19
- 《士兰微 (600460.SH) - 一季度营收同比增长 3.25%，3 月单月营收创历史新高》——2023-05-07
- 《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%》——2023-04-02
- 《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

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	10,271	11,741	14,237
(+/-%)	68.1%	15.1%	24.0%	14.3%	21.3%
净利润(百万元)	1518	1052	547	812	1176
(+/-%)	2145.2%	-30.7%	-48.1%	48.6%	44.7%
每股收益(元)	1.07	0.74	0.32	0.48	0.69
EBIT Margin	18.6%	14.2%	9.1%	10.9%	12.3%
净资产收益率 (ROE)	23.7%	14.3%	6.5%	9.0%	12.0%
市盈率 (PE)	28.6	41.3	95.4	64.2	44.4
EV/EBITDA	27.1	27.7	37.7	29.1	22.9
市净率 (PB)	6.78	5.90	6.20	5.80	5.31

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

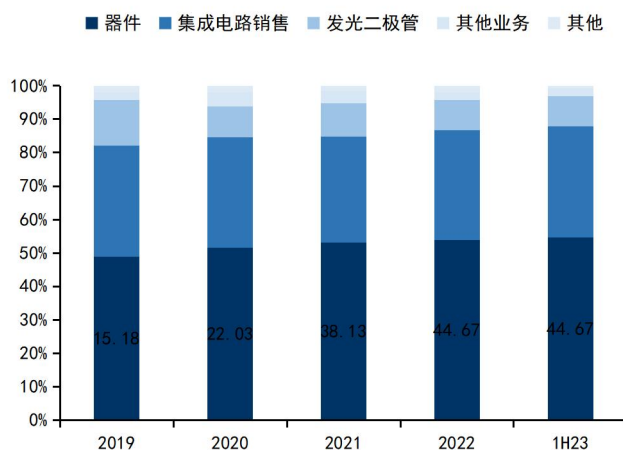
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构 (单位: 亿元)



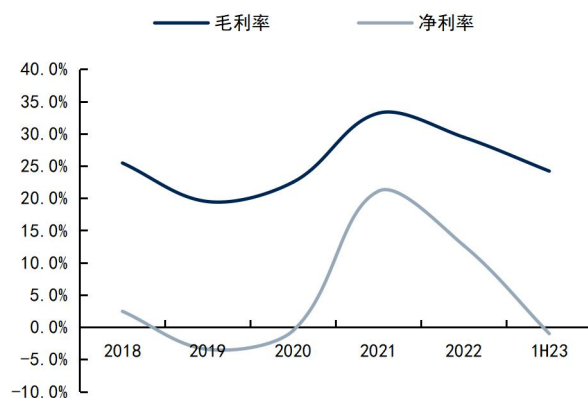
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度扣非归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



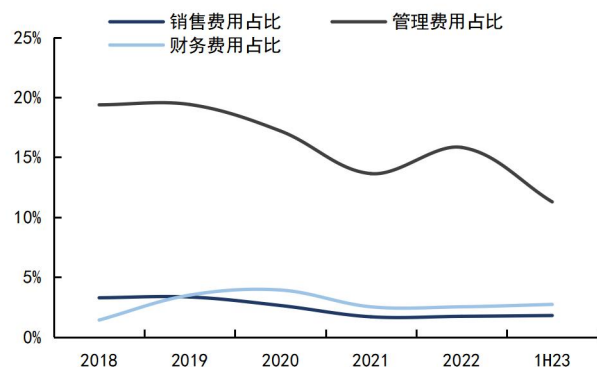
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率与净利率情况 (单位: %、%)



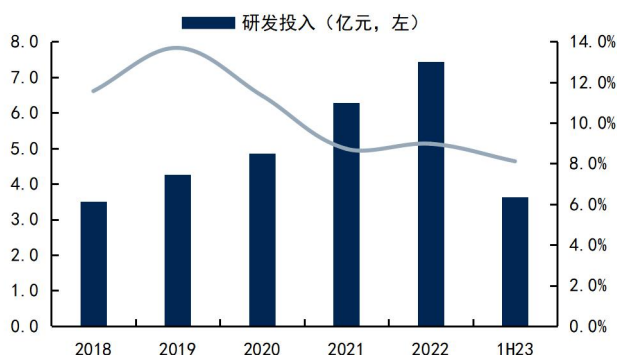
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

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	101	779	0	营业收入	7194	8282	10271	11741	14237
应收款项	1837	2168	2688	3073	3726	营业成本	4806	5843	7822	8753	10430
存货净额	1913	3072	4263	4708	5627	营业税金及附加	39	29	76	85	99
其他流动资产	777	756	931	1060	1279	销售费用	121	143	177	191	232
流动资产合计	6850	8226	7983	9620	10633	管理费用	302	377	388	442	534
固定资产	4619	5801	6405	6826	7222	研发费用	587	711	872	990	1194
无形资产及其他	278	263	252	242	231	财务费用	181	209	187	191	212
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	(84)	(93)	(111)
资产总计	13806	16920	17272	19319	20718	其他	27	49	41	37	31
短期借款及交易性金融负债	3105	3334	1667	2702	2568	营业利润	1735	1194	622	923	1334
应付款项	1421	1728	2398	2648	3165	营业外净收支	(4)	(1)	(2)	(3)	(2)
其他流动负债	482	474	650	719	860	利润总额	1731	1192	619	920	1332
流动负债合计	5008	5535	4715	6069	6593	所得税费用	213	145	75	112	162
长期借款及应付债券	356	2109	2109	2109	2109	少数股东损益	0	(5)	(3)	(4)	(5)
其他长期负债	1333	1206	1340	1457	1499	归属于母公司净利润	1518	1052	547	812	1176
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	8164	9636	10201	净利润	1518	1048	544	808	1170
少数股东权益	698	697	694	690	685	资产减值准备	96	102	84	93	111
股东权益	6410	7374	8414	8993	9832	折旧摊销	512	707	663	846	975
负债和股东权益总计	13806	16920	17272	19319	20718	公允价值变动损失	(686)	(426)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	178	195	187	191	212
每股收益	1.07	0.74	0.32	0.48	0.69	营运资本变动	(398)	(1762)	(906)	(523)	(1092)
每股红利	0.11	0.21	0.09	0.14	0.20	其它	(260)	341	(271)	(283)	(323)
每股净资产	4.53	5.21	4.95	5.29	5.79	经营活动现金流	960	204	301	1132	1053
ROIC	15%	10%	8%	13%	13%	资本开支	(948)	(1566)	(1257)	(1257)	(1360)
ROE	24%	14%	6%	9%	12%	其它投资现金流	(246)	(204)	0	0	0
毛利率	33%	29%	24%	25%	27%	投资活动现金流	(1193)	(1770)	(1257)	(1257)	(1360)
EBIT Margin	19%	14%	9%	11%	12%	权益性融资	1263	3	650	0	0
EBITDA Margin	26%	23%	16%	18%	19%	负债净变化	(308)	1753	0	0	0
收入增长	68%	15%	24%	14%	21%	支付股利、利息	(155)	(302)	(157)	(233)	(337)
净利润增长率	2145%	-31%	-48%	49%	45%	其它融资现金流	653	(20)	(1667)	1035	(134)
资产负债率	54%	56%	51%	53%	53%	融资活动现金流	1453	1435	(1174)	802	(471)
息率	0.4%	0.7%	0.4%	0.5%	0.8%	现金净变动	1218	(120)	(2129)	677	(778)
P/E	28.6	41.3	95.4	64.2	44.4	货币资金的期初余额	1088	2306	2186	57	734
P/B	6.8	5.9	6.2	5.8	5.3	货币资金的期末余额	2306	2186	57	734	(45)
EV/EBITDA	27.1	27.7	37.7	29.1	22.9	企业自由现金流	340	(1585)	(678)	191	60
						权益自由现金流	685	148	(2509)	1059	(261)

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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。本报告仅供我公司客户使用，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