

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)	18.98
总股本/流通股本(亿股)	16.64 / 14.16
总市值/流通市值(亿元)	316 / 269
52周内最高/最低价	41.36 / 16.30
资产负债率(%)	52.3%
市盈率	25.65
第一大股东	杭州士兰控股有限公司

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
研究助理: 万玮
SAC 登记编号: S1340123050022
Email: wanwei@cnpsec.com

士兰微(600460)

士兰明镓增资完成，SiC 主驱模块开始起量

● 投资要点

高门槛市场持续突破，营收逆势增长。2023 年下游市场出现分化，消费电子市场景气度相对较低，公司部分消费类产品出货量明显减少、价格也有一定幅度的回落，对公司的销售和利润增长造成一定压力。公司加大大型白电、通讯、工业、新能源、汽车等高门槛市场的推广力度，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、化合物芯片和器件等产品持续上市，公司总体营收较去年同期增长约 13%。

坚持研发投入，加快建设汽车、工业产品平台。公司持续加大对模拟电路、功率器件、功率模块、MEMS 传感器、碳化硅 MOSFET 等新产品的研发投入，加快汽车级和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，公司研发费用较去年同期增加了 22% 左右。

增资士兰明镓，夯实 SiC 主驱功率模块上车的产能基础。公司与大基金二期、海创发展基金全部完成对士兰明镓的增资，目前士兰明镓公司已具备月产 3000 片 6 吋 SiC-MOSFET 芯片的生产能力，现有产能已满载。士兰明镓正在加快项目设备的购置和安装调试，预计 2024 年年底将具备月产 12,000 片 6 吋 SiC 芯片的产能。目前士兰明镓 SiC-MOSFET 的电动汽车主驱功率模块，已通过国内多家客户的质量认定，与国际大厂的量产水平相当，批量订单开始陆续交付。

● 投资建议：

我们预计公司 2023-2025 归母净利润-0.4/2.9/4.7 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

技术迭代风险；行业竞争格局加剧风险；市场需求恢复不及预期。

■ 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	9358	10948	12942
增长率(%)	15.12	12.99	16.99	18.21
EBITDA(百万元)	1887.24	895.60	1406.82	1689.85
归属母公司净利润(百万元)	1052.42	-42.04	286.68	470.42
增长率(%)	-30.66	-104.00	781.85	64.09
EPS(元/股)	0.63	-0.03	0.17	0.28
市盈率(P/E)	30.23	-756.74	110.98	67.64
市净率(P/B)	4.31	2.61	2.55	2.46
EV/EBITDA	26.31	34.78	22.94	19.75

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	9358	10948	12942	营业收入	15.1%	13.0%	17.0%	18.2%
营业成本	5843	6862	7954	9396	营业利润	-31.2%	-104.0%	781.8%	64.1%
税金及附加	29	43	55	65	归属于母公司净利润	-30.7%	-104.0%	781.8%	64.1%
销售费用	143	170	219	259	获利能力				
管理费用	377	468	547	582	毛利率	29.4%	26.7%	27.4%	27.4%
研发费用	711	842	1204	1229	净利率	12.7%	-0.4%	2.6%	3.6%
财务费用	209	0	0	0	ROE	14.3%	-0.3%	2.3%	3.6%
资产减值损失	-78	0	0	0	ROIC	7.5%	-0.2%	1.5%	2.4%
营业利润	1194	-48	325	533	偿债能力				
营业外收入	3	0	0	0	资产负债率	52.3%	41.0%	42.3%	43.3%
营业外支出	4	0	0	0	流动比率	1.49	2.14	1.95	1.83
利润总额	1192	-48	325	533	营运能力				
所得税	145	-6	39	65	应收账款周转率	4.38	4.27	4.34	4.37
净利润	1048	-42	285	468	存货周转率	3.32	2.99	3.15	3.13
归母净利润	1052	-42	287	470	总资产周转率	0.54	0.48	0.49	0.55
每股收益(元)	0.63	-0.03	0.17	0.28	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.63	-0.03	0.17	0.28
货币资金	2230	6165	5295	4449	每股净资产	4.43	7.32	7.49	7.77
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	2475	2853	3385	PE	30.23	-756.74	110.98	67.64
预付款项	40	45	53	62	PB	4.31	2.61	2.55	2.46
存货	3072	3191	3770	4506	现金流量表				
流动资产合计	8226	12783	12990	13592	净利润	1048	-42	285	468
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	-245	-648	-915
无形资产	263	278	288	296	其他	88	989	742	993
非流动资产合计	8695	9059	9815	10470	经营活动现金流净额	204	1646	1461	1704
资产总计	16920	21842	22804	24062	资本开支	-1550	-2220	-2085	-2205
短期借款	2466	2713	2962	3217	其他	-220	-155	-494	-601
应付票据及应付账款	1728	2005	2338	2759	投资活动现金流净额	-1770	-2376	-2579	-2806
其他流动负债	1341	1256	1351	1464	股权融资	3	4993	0	0
流动负债合计	5535	5974	6651	7440	债务融资	2124	-148	249	256
其他	3315	2990	2990	2990	其他	-692	-178	0	0
非流动负债合计	3315	2990	2990	2990	筹资活动现金流净额	1435	4667	249	256
负债合计	8850	8964	9641	10431	现金及现金等价物净增加额	-120	3935	-870	-846
股本	1416	1664	1664	1664					
资本公积金	2188	6933	6933	6933					
未分配利润	3313	3127	3371	3771					
少数股东权益	697	697	696	693					
其他	456	456	499	570					
所有者权益合计	8070	12878	13163	13631					
负债和所有者权益总计	16920	21842	22804	24062					

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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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

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

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

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