


2024年05月01日  
三安光电 (600703.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

## 营收稳步提升，碳化硅技术持续突破

### 事件：

4月27日公司披露2023年报及2024年一季报，2023年全年公司实现营业收入140.53亿元，同比增长6.28%，实现归母净利润3.67亿元，同比增长-46.5%。2024年第一季度营业收入35.57亿元，同比增长22.33%，归母净利润1.19亿元，同比增长-44.39%。

### 行业逐步回暖，一季度存货下降，营收稳步增长：

2023年行业整体承压，前三季度公司稼动率较低，四季度才逐步恢复。年报披露，LED板块上半年需求较弱，下半年需求回暖，公司调整产品结构，提高高端LED产品占比，盈利能力逐步改善。集成电路板块，公司射频前端业务2023年上半年产能稼动率在20%-50%之间波动，下半年受益于消费需求回暖和供应链切换，出货量快速提升，现阶段稼动率超过85%；滤波器业务2023年上半年稼动率不足20%，年底爬升至50%；电力电子业务目前已广泛应用于光伏、储能、新能源汽车、充电桩等领域，已拥有碳化硅配套产能16,000片/月，硅基氮化镓产能2,000片/月，合作意向及客户超800家。一季报披露，公司一季度存货54.45亿元，同比减少4.77亿元，收入35.57亿元，同比增长22.33%。

### 碳化硅技术持续突破，车规级MOS已通过AEC-Q101标准认证：

年报披露，报告期内湖南三安碳化硅技术持续突破，6寸衬底已实现国际客户批量出货，8寸衬底外延衬底外延工艺调试完成并向重点海外客户送样验证。截至2023年末，二极管已推出适用于光伏领域的G5代系产品，累计出货超2亿颗。电动汽车主驱用的车规级1200V/16mΩ碳化硅MOSFET攻克了可靠性问题并通过AEC-Q101标准，已在重点新能源汽车客户模块验证中；工规级1700V/1Ω和1200V/32mΩ碳化硅MOSFET已在光伏及充电桩领域小规模出货。碳化硅客户群持续扩大，与全球电源巨头维谛技术达成战略合作伙伴关系，与理想汽车成立的合资公司苏州斯科半导体进入试生产阶段，与意法合资公司主厂房已封顶，正进行内部装修、设备采购、员工培训等开工筹备工作，预计2024年配备产能8吋8,000-10,000片/月，将于2024年底通线，2025年逐步释放产能。该合资公司规划2028年达产，达产后的产能为10,000片/周。

### 投资建议：

我们预计公司2024年~2026年收入分别为174.25亿元、212.59亿元、265.74亿元，归母净利润分别为12.79亿元、20.31亿元、32.45

LED

投资评级

**买入-A**  
维持评级

6个月目标价

14.1元

股价(2024-04-30)

12.53元

### 交易数据

总市值(百万元)	62,512.40
流通市值(百万元)	62,512.40
总股本(百万股)	4,989.02
流通股本(百万股)	4,989.02
12个月价格区间	11.01/20.27元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.3	-2.5	-19.0
绝对收益	3.2	8.6	-29.5

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

朱思

分析师

SAC 执业证书编号：S1450523090002

zhushi1@essence.com.cn

### 相关报告

行业回暖叠加碳化硅批量出货，三季度经营环比向上	2023-11-01
签署新能源车主驱《战略采购意向协议》，碳化硅业务加速推进	2022-11-08

亿元，给予 24 年 55 倍 PE，对应六个月目标价 14.1 元，维持“买入-A”投资评级。

#### 目 风险提示：

行业需求不及预期；新产品研发导入不及预期；市场竞争加剧。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	13,222.3	14,052.8	17,425.4	21,259.0	26,573.8
净利润	685.1	366.6	1,278.5	2,030.5	3,245.4
每股收益(元)	0.14	0.07	0.26	0.41	0.65
每股净资产(元)	7.61	7.68	7.95	8.27	8.83

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	85.1	159.0	45.6	28.7	18.0
市净率(倍)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3
净利润率	5.2%	2.6%	7.3%	9.6%	12.2%
净资产收益率	1.8%	1.0%	3.2%	4.9%	7.4%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%
ROIC	3.3%	1.7%	2.0%	4.0%	8.0%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	13,222.3	14,052.8	17,425.4	21,259.0	26,573.8	<b>成长性</b>					
减:营业成本	10,864.8	12,597.0	14,201.7	16,709.6	19,930.3	营业收入增长率	5.2%	6.3%	24.0%	22.0%	25.0%
营业税费	163.6	163.6	209.1	255.2	315.8	营业利润增长率	-51.0%	-42.3%	13.8%	154.3%	100.0%
销售费用	167.4	185.2	226.5	297.6	372.0	净利润增长率	-47.8%	-46.5%	248.8%	58.8%	59.8%
管理费用	764.1	893.6	1,045.5	1,275.5	1,594.4	EBITDA 增长率	14.6%	-24.0%	51.6%	16.5%	25.0%
研发费用	584.4	793.9	679.6	807.8	1,009.8	EBIT 增长率	-18.1%	-119.4%	-657.6%	56.8%	64.1%
财务费用	377.2	275.4	260.0	200.0	200.0	NOPLAT 增长率	-33.5%	-39.9%	17.6%	98.3%	87.7%
资产减值损失	-587.0	-351.2	-300.0	-300.0	-300.0	投资资本增长率	19.1%	1.1%	-3.3%	-5.6%	-0.1%
加:公允价值变动收益	14.7	17.4	-	-	-	净资产增长率	24.6%	0.9%	3.5%	4.1%	6.7%
投资和汇兑收益	39.0	-43.2	60.0	18.6	11.8						
<b>营业利润</b>	857.9	494.8	563.0	1,431.8	2,863.2	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-3.6	-20.2	941.2	957.1	955.0	毛利率	17.8%	10.4%	18.5%	21.4%	25.0%
<b>利润总额</b>	854.2	474.6	1,504.2	2,388.9	3,818.1	营业利润率	6.5%	3.5%	3.2%	6.7%	10.8%
减:所得税	169.2	108.0	225.6	358.3	572.7	净利润率	5.2%	2.6%	7.3%	9.6%	12.2%
<b>净利润</b>	685.1	366.6	1,278.5	2,030.5	3,245.4	EBITDA/营业收入	32.2%	23.0%	28.2%	26.9%	26.9%
						EBIT/营业收入	10.0%	-1.8%	8.2%	10.5%	13.8%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	551	587	447	317	214
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	164	174	166	168	168
货币资金	9,526.0	8,863.0	4,454.2	8,475.7	11,316.8	流动资产周转天数	505	556	439	407	420
交易性金融资产	80.1	72.6	72.6	72.6	72.6	应收帐款周转天数	81	87	80	82	83
应收帐款	3,308.6	3,490.0	4,210.0	5,527.6	6,729.3	存货周转天数	142	142	134	130	122
应收票据	2,176.7	2,392.0	3,001.2	3,773.8	4,670.5	总资产周转天数	1,442	1,487	1,156	936	794
预付帐款	490.7	454.3	876.8	605.8	1,104.8	投资资本周转天数	885	910	726	569	442
存货	5,807.1	5,309.9	7,660.7	7,686.3	10,345.9						
其他流动资产	745.5	719.4	889.1	784.6	797.7	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	1.8%	1.0%	3.2%	4.9%	7.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.2%	0.6%	2.4%	3.6%	5.3%
长期股权投资	438.5	818.4	818.4	818.4	818.4	ROIC	3.3%	1.7%	2.0%	4.0%	8.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	22,685.5	23,121.3	20,196.9	17,272.6	14,348.3	销售费用率	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%
在建工程	5,264.5	4,422.6	4,422.6	4,422.6	4,422.6	管理费用率	5.8%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%
无形资产	5,626.5	6,101.7	5,538.6	4,975.5	4,412.4	研发费用率	4.4%	5.6%	3.9%	3.8%	3.8%
其他非流动资产	2,239.5	1,910.0	2,123.7	1,915.6	1,878.8	财务费用率	2.9%	2.0%	1.5%	0.9%	0.8%
<b>资产总额</b>	58,389.3	57,675.1	54,264.7	56,331.1	60,918.0	四费/营业收入	14.3%	15.3%	12.7%	12.1%	12.0%
短期债务	3,981.2	2,825.1	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	3,321.4	2,577.6	4,409.4	4,087.1	5,670.5	资产负债率	35.0%	33.6%	27.0%	26.7%	27.7%
应付票据	1,572.5	1,657.3	1,300.9	2,499.4	2,098.7	负债权益比	53.9%	50.6%	36.9%	36.5%	38.3%
其他流动负债	2,812.3	3,137.2	3,263.5	2,877.0	3,437.5	流动比率	1.89	2.09	2.36	2.85	3.13
长期借款	3,349.5	3,430.9	-	-	-	速动比率	1.40	1.57	1.50	2.03	2.20
其他非流动负债	5,405.8	5,743.7	5,651.7	5,600.4	5,665.3	利息保障倍数	3.50	-0.93	5.47	11.16	18.32
<b>负债总额</b>	20,442.7	19,371.8	14,625.6	15,063.9	16,872.0	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.05	-	0.06	0.08	0.09
股本	4,989.0	4,989.0	4,989.0	4,989.0	4,989.0	分红比率	36.1%	0.0%	23.3%	19.8%	14.4%
留存收益	33,623.2	33,669.7	34,650.1	36,278.2	39,056.9	股息收益率	0.4%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%
<b>股东权益</b>	37,946.6	38,303.3	39,639.1	41,267.2	44,046.0						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.14	0.07	0.26	0.41	0.65
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	7.61	7.68	7.95	8.27	8.83
净利润	685.1	366.6	1,278.5	2,030.5	3,245.4	PE(X)	85.1	159.0	45.6	28.7	18.0
加:折旧和摊销	3,063.4	3,632.5	3,487.4	3,487.4	3,487.4	PB(X)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3
资产减值准备	587.0	351.2	-	-	-	P/FCF	-40.1	-58.8	-13.7	13.8	17.8
公允价值变动损失	-14.7	-17.4	-	-	-	P/S	4.4	4.1	3.3	2.7	2.2
财务费用	347.0	307.5	260.0	200.0	200.0	EV/EBITDA	19.5	20.5	10.8	8.7	6.5
投资收益	-39.0	43.2	-60.0	-18.6	-11.8	GAGR(%)	43.6%	106.9%	-0.9%	43.6%	106.9%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	1.9	1.5	-51.6	0.7	0.2
营运资金的变动	-3,735.5	243.1	-2,527.8	-1,352.0	-3,402.4	ROIC/WACC	0.3	0.2	0.2	0.4	0.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	800.0	3,977.4	2,438.2	4,347.3	3,518.7	REP	7.3	11.4	8.1	3.9	1.9
<b>投资活动产生现金流量</b>	-4,104.0	-2,684.0	60.0	18.6	11.8						
<b>融资活动产生现金流量</b>	9,883.8	-1,822.6	-6,907.0	-344.4	-689.3						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034