

评级：买入（维持）

市场价格：19.18元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

分析师：游凡

执业证书编号：S0740522120002

Email: youfan@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,664
流通股本(百万股)	1,416
市价(元)	19.18
市值(百万元)	31,917
流通市值(百万元)	27,160

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,282	9,340	11,185	13,159	14,083
增长率 yoy%	15%	13%	20%	18%	7%
净利润(百万元)	1,052	-36	311	519	690
增长率 yoy%	-31%	-103%	968%	67%	33%
每股收益(元)	0.63	-0.02	0.19	0.31	0.41
每股现金流量	0.12	0.19	0.60	0.76	1.33
净资产收益率	13%	0%	2%	4%	5%
P/E	30.3	-891.9	102.7	61.5	46.2
P/B	4.3	2.7	2.7	2.6	2.5

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价按4月30日收盘价进行计算

投资要点

■ 事件概述：公司发布2024年一季度

公司发布2024年一季度：当季营收24.65亿元，同增19%、环增1%；归母净利-0.15亿元，同比转亏、23Q1为2.14亿元，环比转亏、24Q4为1.53亿元；公司24Q1非经损益为-1.48亿元，主要系持有的金融资产公允价值变动导致-1.77亿元的损益（主要系昱能科技、安路科技股票价格下跌），拖累公司表观归母净利转负；扣除非经损益的归母净利1.33亿元，同比增17%，环比扭亏、23Q4为-1.25亿元；毛利率22.10%，同减4.07pcts、环增3.19pcts。

■ 功率整体下游回暖，IDM龙头盈利能力提升

24Q1功率整体下游景气较23Q1有所回暖，士兰微在IPM智能功率模块、车规级PIM功率模块、AC-DC电路、32位MCU电路、IGBT器件、SiC-MOS器件、MEDPMOS器件、发光二极管器件等产品的出货量同比大幅增长。公司为功率IDM模式，稼动率提升，带来盈利性提升，24Q1毛利率同比提升3.19pcts至22.10%，扣非净利为1.33亿元，环比扭亏、同比增17%。

■ 高端市场、高端客户持续突破

23年公司超结MOSFET、IGBT器件、IGBT大功率模块(PIM)等产品的增长较快，在IGBT、SiC等产品研发上取得进展。汽车：1)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，已在国内外多家客户实现批量供货。2)SiC方面，公司已完成第III代平面栅SiC-MOSFET技术的开发；基于公司自主研发的II代SiC-MOSFET芯片生产的电动汽车主电机驱动模块，已通过部分客户测试，已在24Q1开始实现批量生产和交付，预计全年应用于汽车主驱的碳化硅PIM模块的销售额将达到10亿元；同时，公司推出了SiC和IGBT的混合并联驱动方案。光伏/储能：MCU产品持续在光伏逆变等领域取得进展，MOSFET/IGBT产品亦打开光伏市场空间。家电/工业：IPM模块持续向家电/工业客户的各类变频产品渗透，23年国内多家主流的白电整机厂商在变频空调等白电整机上使用了超过1亿颗士兰IPM模块，较上年同期增加38%。

■ 多产线齐头并进，产品结构持续升级

5/6/8寸芯片：23年公司总计产出5/6寸芯片（士兰集成）221.7万片（单月18.5万片），YoY-6.9%，8寸芯片（士兰集昕）67.8万片（单月5.6万片），YoY+4.3%。外延片：成都士兰5/6/8寸外延片稳定运行，23年公司加大12寸外延片的投入，截至23年底已完成投资1.1亿元，项目进度38%。

封装（成都集佳）：公司已具备年产功率模块2.1亿只、年产功率器件12亿只、年产车用LED灯珠1800万颗等产品的封装能力。2024年，成都集佳将进一步加大对IPM功率模块封装线的投入，扩大其生产能力。

12寸线（士兰集科）：2023年，士兰集科公司12寸线总计产出芯片46.4万片，较上年同期减少1.3%。24年士兰集科将加快车规级IGBT、MOSFET等功率芯片产能释放，并加大车规级模拟集成电路芯片工艺平台的建设投入，改善盈利水平。

化合物半导体：23Q4公司已形成月产6000片6寸SiC MOS芯片的生产能力，预计24年年底将形成月产12000片6寸SiC MOS芯片的生产能力。

■ **投资建议**

我们维持对公司 2024/25/26 年归母净利润为 3.1/5.2/6.9 亿元的预测不变，对应 PE 为 103/62/46 倍。2024 年公司在汽车、新能源、工业、通讯、大型白电等高门槛市场出货量持续增加，公司为 IDM 模式盈利性随着稼动率提升有望增强。维持“买入”评级。

■ **风险提示**

行业景气不及预期，研发进展不及预期，客户开拓不及预期。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,131	5,375	6,727	8,970	营业收入	9,340	11,185	13,159	14,083
应收票据	127	152	178	191	营业成本	7,265	8,615	9,984	10,199
应收账款	2,320	2,694	3,070	3,245	税金及附加	38	46	54	84
预付账款	42	49	57	58	销售费用	167	224	237	282
存货	3,732	4,426	5,129	5,239	管理费用	379	503	553	606
合同资产	0	0	0	0	研发费用	864	1,007	1,184	1,267
其他流动资产	1,134	1,359	1,598	1,711	财务费用	269	147	187	266
流动资产合计	13,485	14,053	16,759	19,414	信用减值损失	-25	-25	-25	-25
其他长期投资	36	43	51	54	资产减值损失	-94	-75	-75	-75
长期股权投资	678	678	678	678	公允价值变动收益	-613	-50	-50	-50
固定资产	6,431	5,867	5,448	5,153	投资收益	216	0	0	0
在建工程	1,497	1,597	1,597	1,497	其他收益	97	0	0	0
无形资产	472	706	916	1,106	营业利润	-49	494	810	1,229
其他非流动资产	1,308	1,327	1,343	1,355	营业外收入	1	0	15	0
非流动资产合计	10,422	10,219	10,034	9,844	营业外支出	9	0	1	132
资产合计	23,908	24,272	26,793	29,258	利润总额	-57	494	824	1,097
短期借款	1,811	97	226	335	所得税	8	-67	-112	-149
应付票据	124	147	171	174	净利润	-65	561	936	1,246
应付账款	2,055	2,437	2,824	2,885	少数股东损益	-29	250	417	555
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	-36	311	519	691
合同负债	24	29	34	36	NOPLAT	240	728	1,149	1,547
其他应付款	70	70	70	70	EPS (按最新股本摊薄)	-0.02	0.19	0.31	0.41
一年内到期的非流动负债	1,053	1,053	1,053	1,053					
其他流动负债	503	631	682	737	主要财务比率				
流动负债合计	5,639	4,463	5,059	5,290	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	3,431	4,753	6,074	7,396	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	12.8%	19.8%	17.7%	7.0%
其他非流动负债	1,418	1,418	1,418	1,418	EBIT增长率	-84.9%	203.0%	57.8%	34.7%
非流动负债合计	4,849	6,170	7,492	8,814	归母公司净利润增长率	-103.4%	-968.3%	66.9%	33.1%
负债合计	10,488	10,634	12,552	14,104	获利能力				
归属母公司所有者权益	12,022	11,990	12,176	12,534	毛利率	22.2%	23.0%	24.1%	27.6%
少数股东权益	1,398	1,648	2,065	2,620	净利率	-0.7%	5.0%	7.1%	8.8%
所有者权益合计	13,420	13,639	14,241	15,154	ROE	-0.3%	2.3%	3.6%	4.6%
负债和股东权益	23,908	24,272	26,793	29,258	ROIC	1.1%	3.4%	4.7%	6.4%
					偿债能力				
					资产负债率	43.9%	43.8%	46.8%	48.2%
					债务权益比	57.5%	53.7%	61.6%	67.3%
					流动比率	2.4	3.1	3.3	3.7
					速动比率	1.7	2.2	2.3	2.7
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转天数	84	81	79	81
					应付账款周转天数	90	94	95	101
					存货周转天数	169	170	172	183
					每股指标(元)				
					每股收益	-0.02	0.19	0.31	0.41
					每股经营现金流	0.19	0.60	0.76	1.33
					每股净资产	7.22	7.21	7.32	7.53
					估值比率				
					P/E	-892	103	62	46
					P/B	3	3	3	3
					EV/EBITDA	30	20	17	15

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。