

士兰微 (600460.SH)

产品与客户持续突破，碳化硅主驱模块加速起量

买入

核心观点

23年公司营收同比增长13%，1Q24扣非归母净利润环比改善。23年公司实现营收93.4亿元(YoY+12.8%)，扣非归母净利润0.59亿元(YoY-90.7%)，受消费电子市场需求放缓、芯片价格竞争加剧的影响及LED业务拖累，毛利率22.2%(YoY-7.2pct)；其中LED毛利率-1.01%(YoY-13.99pct)，LED子公司士兰明芯亏损-2.16亿元。进入1Q24，公司产品出货量持续增加收入1Q24营收24.65亿元(YoY+19%，QoQ+1%)，扣非归母净利润1.3亿元(YoY+17.5%，QoQ+206.4%)，毛利率22.1%(YoY-4.07pct，QoQ+3.19pct)。

23年集成电路同比增长14.88%，产品丰富度提升。23年公司集成电路营收实现31.29亿元(YoY+14.88%)，毛利率29.47%(YoY-5.56pct)，需求分化：优势产品IPM模块营收为19.83亿元(YoY+37%)，白电领域出货量超1亿颗，同比增加38%；受产品价格下跌和需求疲软的影响MEMS营收2.86亿元(YoY-6%)短期回落，产品端公司加速度计国内市占率达20%-30%，IMU已向手机厂商批量供货；此外，公司32位MCU配合工业与白电客户加速上量。

23年分立器件营收同比增长8.18%，汽车产品快速推进。23年分立器件营收为48.32亿元(YoY+8.18%)，毛利率22.73%(YoY-7.49pct)，尽管受产品价格与产线稼动率影响毛利率下降，产品结构持续优化：IGBT营收为14亿元，同比增长超140%，公司IGBT主驱模块已对比比亚迪、吉利、零跑、广汽、汇川、东风、长安等客户批量供货，车规IGBT单管与MOS等产品大批量出货。

碳化硅主驱模块已批量交付，投资布局8英寸碳化硅产线。公司碳化硅6英寸已具备产能9000片/月，已有5家左右车企采用士兰碳化硅主驱模块，预计5月单月装车将超过8000辆、6月单月将超过2万辆，24年碳化硅收入目标10亿元。在此基础上，公司与厦门市人民政府、厦门市海沧区人民政府签署了《8英寸SiC功率器件芯片制造生产线项目战略合作框架协议》，拟投资一期70亿元，二期50亿元建设72万片/年的8英寸碳化硅产线。

投资建议：由于公司持有昱能科技、安路科技股票，其价格波动对公司归母净利润影响较大，23年其公允价值变动产生税后净收益-4.5亿元；此外由于LED业务拖累与产品价格下跌，公司23年净利润低于我们此前预期；结合公司23年与1Q24经营情况，下调公司毛利率，考虑公司公允价值变动影响，预计24-26年归母净利润3.18/5.47/7.29亿元（前值24-25年预计8.12/11.76亿元），对应PE95/55/42x，维持“买入”评级。

风险提示：碳化硅拓展不及预期，下游需求不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,282	9,340	10,590	11,834	13,140
(+/-%)	15.1%	12.8%	13.4%	11.7%	11.0%
净利润(百万元)	1052	-36	318	547	729
(+/-%)	-30.7%	-103.4%	989.0%	72.0%	33.2%
每股收益(元)	0.74	-0.02	0.19	0.33	0.44
EBIT Margin	14.2%	6.7%	6.7%	7.3%	7.5%
净资产收益率(ROE)	14.3%	-0.3%	2.6%	4.3%	5.5%
市盈率(PE)	24.5	-846.3	95.2	55.3	41.6
EV/EBITDA	18.4	27.0	25.4	21.3	19.3
市净率(PB)	3.50	2.52	2.47	2.38	2.28

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

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

联系人：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

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

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

17.70元

总市值/流通市值

29454/25064百万元

52周最高价/最低价

33.58/15.74元

近3个月日均成交额

270.30百万元

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)-2023单季度营收创新高，利润端仍短期承压》——2023-08-22

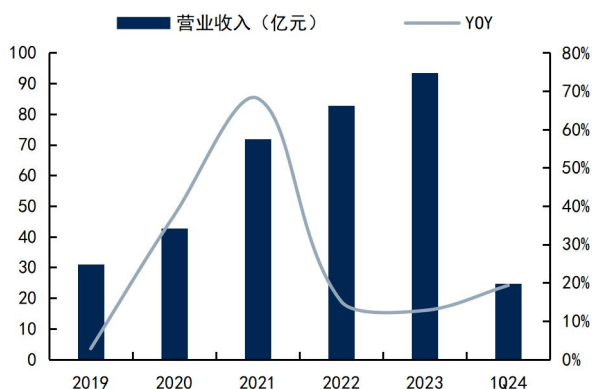
《士兰微(600460.SH)-二季度营收同比增长约10%，环比增长约17%》——2023-07-19

《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

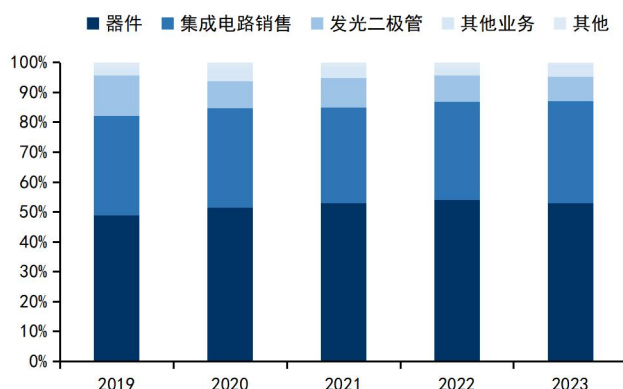
《士兰微(600460.SH)-定增已获受理，车规级产品加速扩展》——2023-03-06

图1: 公司近五年营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



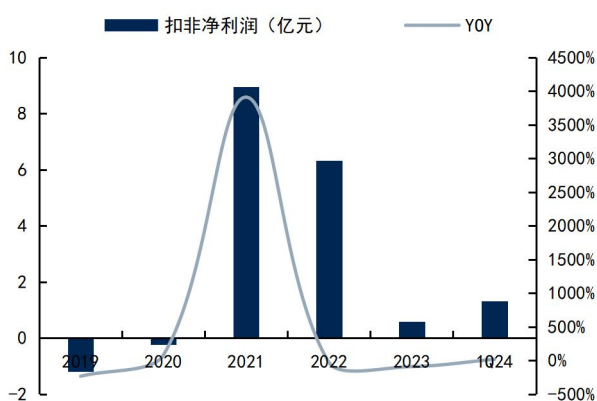
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构 (单位: 亿元)



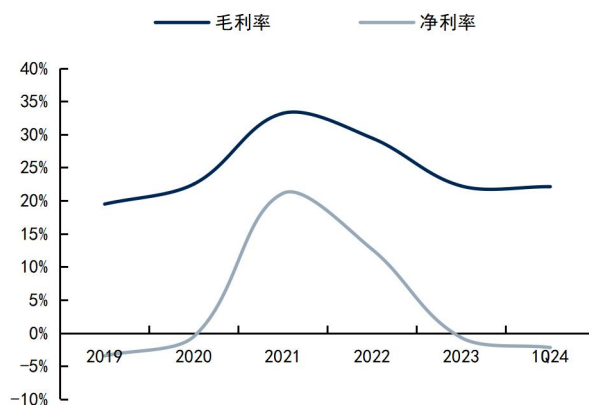
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年扣非净利润及增速 (单位: 亿元、%)



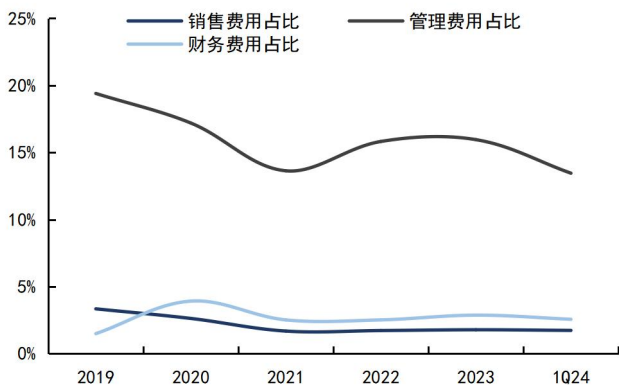
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率与净利率情况 (单位: %、%)



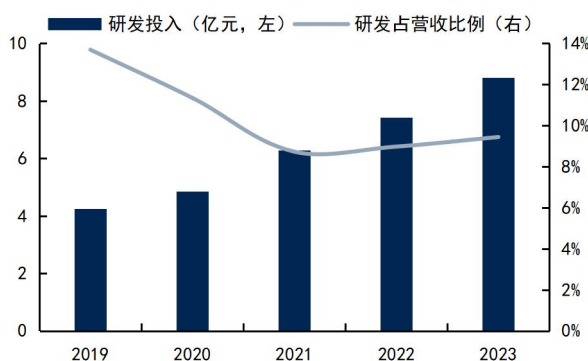
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年费用率 (%)



资料来源: 公司公告、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: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

产品交期持续缩短，行业自 22 年开始逐步下行。由于公司产品线较多，下游应用覆盖各行业应用，因此与半导体整体周期同步性较强。进入 22 年后，全球半导体进入调整期，消费电子等市场需求疲软，可比公司全球头部企业安森美、英飞凌及威世产品交期亦持续缩短，陆续进入业绩调整期。

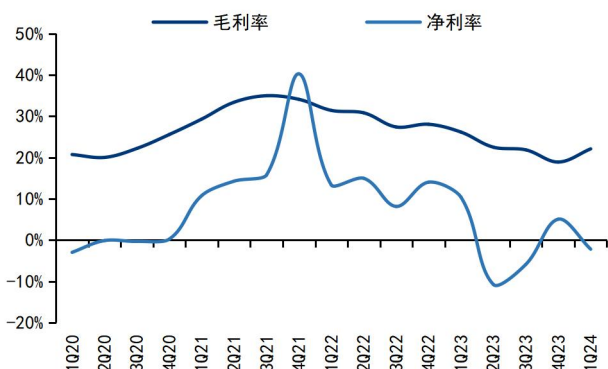
图 9：22-23 年功率产品交期情况

		2022				2023			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
品类	品牌	交期	趋势	交期	趋势	交期	趋势	交期	趋势
低压 MOSFET	英飞凌	42-52	稳定	52-65	延长	52-65	稳定	40-60	缩短
	安森美	42-52	稳定	47-52	稳定	47-52	稳定	40-52	缩短
	安世半导体	42-52	稳定	47-52	稳定	47-52	稳定	47-52	稳定
	DIODES	42-52	延长	48-54	延长	48-54	稳定	48-54	缩短
	意法半导体	42-52	延长	50-54	稳定	50-54	稳定	50-54	稳定
	威世	42-52	延长	52-65	延长	52-65	稳定	52-65	稳定
	MCC (扬杰科技)	-	-	20-24	稳定	20-24	稳定	20-24	稳定
高压 MOSFET	英飞凌	36-52	稳定	50-54	延长	50-54	稳定	50-54	稳定
	安森美	36-52	稳定	36-52	稳定	36-52	稳定	36-52	稳定
	IXYS	36-52	延长	50-54	延长	50-54	稳定	50-54	稳定
	意法半导体	36-52	延长	47-52	稳定	47-52	稳定	47-52	稳定
	威世	42-52	延长	52-65	延长	52-65	稳定	52-65	稳定
	MCC (扬杰科技)	-	-	20-26	稳定	20-26	稳定	20-26	稳定
IGBT	英飞凌	39-52	延长	39-50	延长	39-50	稳定	39-50	稳定
	安森美	39-50	延长	39-52	延长	39-52	稳定	39-52	稳定
	IXYS	42-52	延长	50-54	延长	50-54	稳定	50-54	稳定
	意法半导体	44-52	延长	47-52	延长	47-52	稳定	47-52	稳定

资料来源：富昌电子，国信证券经济研究所整理

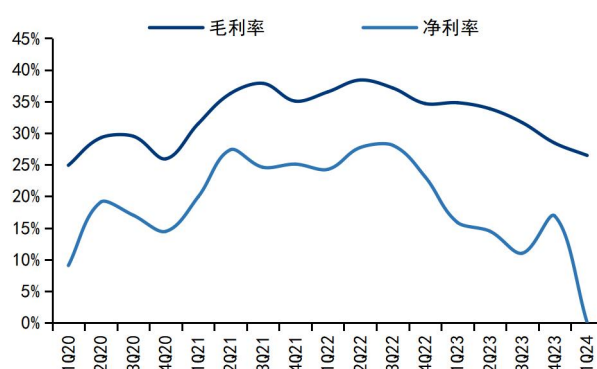
产品价格下降带来行业公司毛利率与净利率下行。由于行业竞争加剧需求回落，功率器件价格下滑，公司 23 年毛利率 22.2% (YoY-7.2pct) 同比下降；同行可比公司华润微受价格影响毛利率与净利率亦同步下行。

图7：20-24 年公司单季度净利率与毛利率变化情况



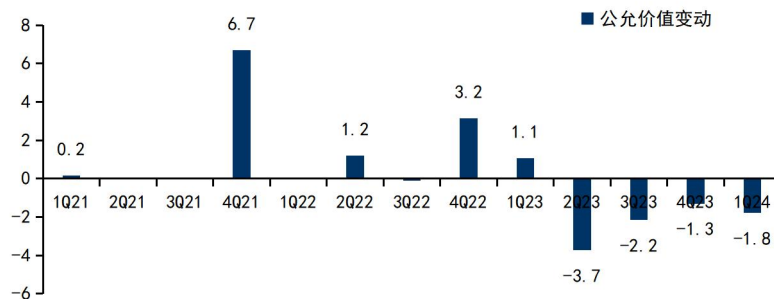
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所测算

图8：20-24 年华润微单季度净利率与毛利率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：公司单季度公允价值变动情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

目前公司业务主要包括分立器件、集成电路、发光二极管（LED）及其他业务，考虑 24 年受需求端景气度情况，调整公司业务收入情况与产品毛利率：

分立器件：该领域主要为功率相关器件，公司的超结 MOSFET、IGBT、FRD、SGT MOSFET、SiC MOSFET 等分立器件产品与客户加速推进，在大型白电、工业控制、电动汽车与新能源等市场产品与客户持续突破。23 年功率器件价格调整影响公司产品毛利率，随着消费、工业等下游需求逐步呈现回暖趋势，24 年下半年后公司产品价格有望企稳；12 英寸产线产能利用率有望持续提升，我们预期产品与方案业务 24-26 年营收 57.97/65.73/73.14 亿元。

集成电路：该业务主要包括 IPM 模块、MEMS 传感器、DC-DC 电路、LED 及低压电机驱动电路、32 位 MCU 电路、快充电路等产品；考虑优势产品 IPM 将白电市占率持续提升，收入稳步增加；MEMS 传感器收入有望随消费电子需求与产品品类丰富企稳修复，电路产品有望加速放量，我们预计该业务 24-26 年收入约 33.77 /38.44 /43.71 亿元。

发光二极管：该业务包括士兰明芯、士兰明镓的 LED 芯片和美卡乐光电的 LED 彩屏像素管，23 年营收 7.42 亿元 (YoY+1.28%)，LED 芯片价格较 22 年下降 10%-15%，目前产能拉满且销量同比增长 15%。未来通过拓展植物照明、红外光耦、安防监控等高端领域，LED 业务有望随产品结构优化逐步修复，我们预计该业务 24-26 年收入约 7.79/7.79/8.18 亿元。

其他业务假设 24-26 年维持 23 水平。

表1：公司营业收入及毛利率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	82.82	93.40	105.90	118.34	131.40
分立器件	44.67	48.32	57.97	65.73	73.14
集成电路	27.23	31.29	33.77	38.44	43.71
发光二极管	7.33	7.42	7.79	7.79	8.18
其他	3.60	6.37	6.37	6.37	6.37
同比增速(%)	15.1%	12.8%	13.4%	11.7%	11.0%
分立器件	17.1%	8.2%	20.0%	13.4%	11.3%
集成电路	18.7%	14.9%	7.9%	13.8%	13.7%
发光二极管	3.5%	1.3%	5.0%	0.0%	5.0%
毛利率(%)	29.4%	22.2%	21.14%	21.72%	21.93%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，结合行业降价对公司 23 年及 1Q24 毛利率带来的影响，下调公司毛利率，考虑公司公允价值变动影响，预计 24-26 年归母净利润 3.18/5.47/7.29 亿元（前值 24-25 年预计 8.12/11.76 亿元），对应 PE 95/55/42x，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2230	6131	6163	6096	6357	营业收入	8282	9340	10590	11834	13140
应收款项	2168	2472	2802	3132	3477	营业成本	5843	7265	8352	9264	10258
存货净额	3072	3732	4299	4727	5239	营业税金及附加	29	38	46	47	54
其他流动资产	756	1150	1152	1247	1376	销售费用	143	167	173	194	215
流动资产合计	8226	13485	14418	15202	16450	管理费用	377	379	345	384	424
固定资产	5801	7928	8102	8149	7956	研发费用	711	864	969	1083	1202
无形资产及其他	263	472	453	434	415	财务费用	209	269	149	155	151
其他长期资产	1634	1344	1344	1344	1344	投资收益	(174)	216	(11)	10	72
长期股权投资	998	678	678	678	678	资产减值及公允价值变动	348	(707)	(233)	(147)	(131)
资产总计	16920	23908	24995	25807	26844	其他	49	83	56	59	61
短期借款及交易性金融负债	3334	2863	3133	3110	3035	营业利润	1194	(49)	368	630	838
应付款项	1728	2179	2511	2760	3059	营业外净收支	(1)	(8)	(4)	(5)	(6)
其他流动负债	474	596	683	752	834	利润总额	1192	(57)	363	625	832
流动负债合计	5535	5639	6326	6622	6928	所得税费用	145	8	44	75	100
长期借款及应付债券	2109	3431	3431	3431	3431	少数股东损益	(5)	(29)	2	3	4
其他长期负债	1206	1418	1562	1638	1782	归属于母公司净利润	1052	(36)	318	547	729
长期负债合计	3315	4849	4992	5069	5213	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	8850	10488	11319	11691	12141	净利润	1048	(65)	320	550	732
少数股东权益	697	1398	1400	1403	1406	资产减值准备	102	118	83	91	101
股东权益	7374	12022	12276	12714	13297	折旧摊销	707	881	935	1105	1215
负债和股东权益总计	16920	23908	24995	25807	26844	公允价值变动损失	(426)	613	150	56	29
						财务费用	195	307	149	155	151
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1762)	(266)	(488)	(513)	(492)
每股收益	0.74	(0.02)	0.19	0.33	0.44	其它	341	(1272)	(232)	(247)	(252)
每股红利	0.21	0.22	0.04	0.07	0.09	经营活动现金流	204	317	916	1198	1485
每股净资产	5.21	7.22	7.38	7.64	7.99	资本开支	(1566)	(1120)	(1090)	(1133)	(1003)
ROIC	10%	5%	4%	5%	5%	其它投资现金流	(204)	134	0	0	0
ROE	14%	-0%	3%	4%	5%	投资活动现金流	(1770)	(986)	(1090)	(1133)	(1003)
毛利率	29%	22%	21%	22%	22%	权益性融资	3	5819	0	0	0
EBIT Margin	14%	7%	7%	7%	8%	负债净变化	1753	1322	0	0	0
EBITDA Margin	23%	16%	15%	17%	17%	支付股利、利息	(302)	(363)	(64)	(109)	(146)
收入增长	15%	13%	13%	12%	11%	其它融资现金流	(20)	(2200)	269	(23)	(75)
净利润增长率	-31%	-103%	989%	72%	33%	融资活动现金流	1435	4579	206	(132)	(220)
资产负债率	56%	50%	51%	51%	50%	现金净变动	(120)	3903	32	(67)	261
息率	1.0%	1.2%	0.2%	0.4%	0.5%	货币资金的期初余额	2306	2186	6088	6120	6053
P/E	24.5	(846.3)	95.2	55.3	41.6	货币资金的期末余额	2186	6088	6120	6053	6314
P/B	3.5	2.5	2.5	2.4	2.3	企业自由现金流	(1585)	207	(23)	218	588
EV/EBITDA	18.4	27.0	25.4	21.3	19.3	权益自由现金流	148	(671)	115	58	381

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