

2024年08月20日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# IPM 模块营收快速成长，SiC 产线持续爬坡上量

## —士兰微（600460.SH）公司事件点评报告

### 买入（维持）

### 事件

分析师：毛正 S1050521120001  
maozheng@cfsc.com.cn  
联系人：张璐 S1050123120019  
zhanglu2@cfsc.com.cn

#### 基本数据

2024-08-19

当前股价（元）	19.9
总市值（亿元）	331
总股本（百万股）	1664
流通股本（百万股）	1664
52 周价格范围（元）	16.3-26.53
日均成交额（百万元）	443.73

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

#### 相关研究

- 《士兰微（600460）：Q2 利润端短期承压，多产品布局助力中长期发展》2023-09-01
- 《士兰微（600460）：营收稳步增长，功率半导体 IDM 龙头多点开花》2023-05-24
- 《士兰微（600460）：产品结构持续优化，定增加码加快产能建设》2022-10-17

士兰微发布 2024 年半年度报告：2024 年上半年公司实现营业收入 52.74 亿元，同比增长 17.83%；实现归属于上市公司股东的净利润-0.25 亿元，同比减亏 0.16 亿元；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.26 亿元，同比下降 22.39%。

### 投资要点

#### ■ 非主营致使净利润承压，产品结构调整推动营收增长

2024 年上半年，公司持续加大模拟电路、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在大型白电、通讯、工业、新能源、汽车等高门槛市场的推广力度，营业收入同比增长 17.83%，归母净利润出现亏损主要原因是公司持有的其他非流动金融资产中昱能科技、安路科技股票价格下跌，导致其公允价值变动产生的税后净收益为-16,217 万元。

#### ■ IPM 模块出货量明显加快，封装线产能进一步扩大

2024 年上半年，公司 IPM 模块的营业收入达到 14.13 亿元人民币，同比增长约 50%，出货量明显加快。目前，公司 IPM 模块已广泛应用到下游家电、工业和汽车客户的变频产品上，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 8,300 万颗士兰 IPM 模块，同比增加约 56%。子公司成都集佳保持稳定生产，营业收入同比增长约 18%，获利能力也有大幅度提升。下半年，成都集佳将加快实施三期项目，进一步扩大 IPM 功率模块封装线的生产能力。预期今后公司 IPM 模块的营业收入将会继续快速成长。

#### ■ SiC 已通过重点客户验证，产能爬坡上量

2024 年上半年，公司加快推进“士兰明镓 SiC 功率器件芯片生产线”项目的建设。目前士兰明镓已形成月产 6,000 片 6 吋 SiC MOS 芯片的生产能力，预计三季度末产能将达到 9000 片/月，预计 2024 年年底产能将达到 12,000 片/月。由于产能尚处于爬坡阶段，SiC 芯片产出相对较少，资产折

旧等固定生产成本相对较高，导致其亏损较大。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吉利、汇川等客户验证，并开始实现批量生产和交付。随着士兰明镓 SiC 芯片生产线快速上量，产出持续增加，预计其下半年亏损将逐步减少，后续成为公司利润增量业务。

### 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 109.88、128.40、143.36 亿元，EPS 分别为 0.18、0.35、0.51 元，当前股价对应 PE 分别为 112.1、56.3、39.1 倍，公司非主营业务短期影响利润表现，随着公司 IPM 模块和 SiC 出货量增长，后续营业收入和利润有望提升，维持“买入”投资评级。

### 风险提示

宏观经济的风险，产品研发不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，下游需求不及预期的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	9,340	10,988	12,840	14,336
增长率（%）	12.8%	17.6%	16.9%	11.6%
归母净利润（百万元）	-36	295	588	846
增长率（%）	-103.4%		99.1%	43.8%
摊薄每股收益（元）	-0.02	0.18	0.35	0.51
ROE（%）	-0.3%	2.2%	4.1%	5.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	6,131	6,430	6,905	7,738
应收款	2,472	2,860	3,272	3,613
存货	3,732	4,249	4,660	4,869
其他流动资产	1,150	1,226	1,430	1,594
流动资产合计	13,485	14,765	16,266	17,815
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	17	17	17	17
固定资产	6,431	6,900	6,800	6,490
在建工程	1,497	599	240	96
无形资产	472	504	537	567
长期股权投资	678	478	378	378
其他非流动资产	1,344	1,344	1,344	1,344
非流动资产合计	10,422	9,826	9,298	8,876
资产总计	23,908	24,591	25,565	26,691
<b>流动负债:</b>				
短期借款	1,811	1,811	1,811	1,811
应付账款、票据	2,179	2,593	3,032	3,393
其他流动负债	1,625	1,625	1,625	1,625
流动负债合计	5,639	6,057	6,501	6,865
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	3,431	3,431	3,431	3,431
其他非流动负债	1,418	1,418	1,418	1,418
非流动负债合计	4,849	4,849	4,849	4,849
负债合计	10,488	10,905	11,349	11,714
<b>所有者权益</b>				
股本	1,664	1,664	1,664	1,664
股东权益	13,420	13,686	14,215	14,977
负债和所有者权益	23,908	24,591	25,565	26,691

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-65	295	588	846
少数股东权益	-29	0	0	0
折旧摊销	881	452	485	480
公允价值变动	-613	-200	-100	0
营运资金变动	142	-563	-583	-351
经营活动现金净流量	317	-15	391	975
投资活动现金净流量	-986	629	560	453
筹资活动现金净流量	968	-30	-59	-85
现金流量净额	299	584	892	1,344

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>9,340</b>	<b>10,988</b>	<b>12,840</b>	<b>14,336</b>
营业成本	7,265	8,719	10,195	11,409
营业税金及附加	38	44	51	57
销售费用	167	187	218	244
管理费用	379	472	539	573
财务费用	269	47	33	10
研发费用	864	912	1,053	1,147
费用合计	1,678	1,618	1,844	1,974
资产减值损失	-94	-50	-25	0
公允价值变动	-613	-200	-100	0
投资收益	216	-75	-25	0
<b>营业利润</b>	<b>-49</b>	<b>344</b>	<b>669</b>	<b>961</b>
加:营业外收入	1	1	0	0
减:营业外支出	9	9	0	0
<b>利润总额</b>	<b>-57</b>	<b>336</b>	<b>669</b>	<b>961</b>
所得税费用	8	40	80	115
<b>净利润</b>	<b>-65</b>	<b>295</b>	<b>588</b>	<b>846</b>
少数股东损益	-29	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>-36</b>	<b>295</b>	<b>588</b>	<b>846</b>

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	12.8%	17.6%	16.9%	11.6%
归母净利润增长率	-103.4%		99.1%	43.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	22.2%	20.6%	20.6%	20.4%
四项费用/营收	18.0%	14.7%	14.4%	13.8%
净利率	-0.7%	2.7%	4.6%	5.9%
ROE	-0.3%	2.2%	4.1%	5.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	43.9%	44.3%	44.4%	43.9%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	3.8	3.8	3.9	4.0
存货周转率	1.9	2.1	2.2	2.4
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	-0.02	0.18	0.35	0.51
P/E	-925.4	112.1	56.3	39.1
P/S	3.5	3.0	2.6	2.3
P/B	2.8	2.7	2.6	2.4

## ■ 电子通信组介绍

**毛正：**复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

**高永豪：**复旦大学物理学博士，曾先后就职于华为技术有限公司，东方财富证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所。

**吕卓阳：**澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

**何鹏程：**悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、算力硬件等领域研究。

**张璐：**早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，研究方向为功率半导体、先进封装。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。