

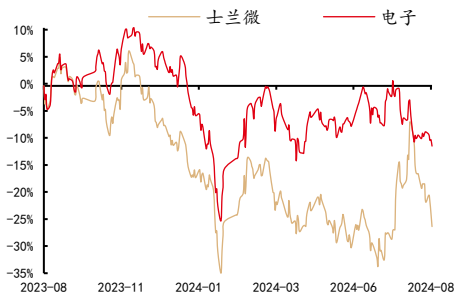
股票投资评级

买入 | 维持

士兰微(600460)

营收环比持续增长，毛利率短期承压

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)	18.45
总股本/流通股本(亿股)	16.64 / 16.64
总市值/流通市值(亿元)	307 / 307
52周内最高/最低价	26.53 / 16.30
资产负债率(%)	43.9%
市盈率	-922.50
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

● 事件

公司发布 2024 年半年报，上半年实现营业收入 52.74 亿元，同比+17.83%；归母净利润-0.25 亿元，同比亏损收窄；单季度来看，2024Q2 实现营业收入 28.09 亿元，环比+13.95%；归母净利润-0.10 亿元。

● 投资要点

**下游市场需求复苏，营收环比持续增长。**2024 年上半年，下游市场总体延续复苏态势，公司实现营业收入 52.74 亿元，同比+17.83%；毛利率 19.90%，同比下降 4.3%；归母净利润-0.25 亿元，同比亏损收窄；单季度来看，2024Q2 实现营业收入 28.09 亿元，环比+13.95%；毛利率 17.96%，环比下降 4.14%；归母净利润-0.10 亿元，亏损主要系持有的其他非流动金融资产中公允价值变动产生的税后净收益为负、市场竞争加剧导致的产品毛利率下跌、产线的固定资产折旧及研发投入持续增长，营收增长带来的规模效应抵消部分亏损，因此上半年整体公司亏损收窄。随着后续营收规模的持续扩大，有望扭亏为盈。

**集成电路增长态势强劲，IPM 份额持续提升。**公司 2024H1 集成电路的营业收入为 20.35 亿元，较上年同期增长约 29%，其中 IPM 模块在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超过 8,300 万颗，营业收入达到 14.13 亿元人民币，同比增长约 50%，预计 IPM 营收仍将快速增长；MEMS 传感器出货量同比增长约 8%，但受到价格下降的影响，24H1 营业收入为 1.15 亿元，同比下降；32 位 MCU 电路产品继续保持较快的增长态势，营收同比增长约 28%，未来 MCU 将与公司丰富的功率器件、IPM 模块等产品一起为白电及工业客户提供一站式服务。

**SiC 产能陆续爬坡，第三代 SiC MOS 进展顺利。**2024H1 公司分立器件产品的营业收入为 23.99 亿元，同比增长约 4%；其中 IGBT 和 SiC（模块、器件）的营业收入已达到 7.83 亿元，同比增长 30%以上。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，2024 年年底产能将达到 12,000 片/月。公司自主研发的 II 代 SiC MOS 主驱模块，已通过吉利、汇川等客户验证，并开始批量生产和交付，第三代平面栅 SiC MOS 技术的开发初步完成，即将导入量产。

● 投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 0.8/4.9/7.3 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

下游市场需求不及预期；行业竞争加剧导致毛利率下降；碳化硅模块出货不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9340	11108	12953	14377
增长率(%)	12.77	18.93	16.61	10.99
EBITDA(百万元)	1528.10	1768.60	2756.21	3520.22
归属母公司净利润(百万元)	-35.79	79.99	487.15	734.18
增长率(%)	-103.40	323.52	509.04	50.71
EPS(元/股)	-0.02	0.05	0.29	0.44
市盈率(P/E)	-857.94	383.84	63.02	41.82
市净率(P/B)	2.55	2.53	2.44	2.30
EV/EBITDA	24.97	18.05	11.90	9.26

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	9340	11108	12953	14377	营业收入	12.8%	18.9%	16.6%	11.0%
营业成本	7265	8914	10114	11037	营业利润	-104.1%	396.2%	496.3%	49.2%
税金及附加	38	46	53	59	归属于母公司净利润	-103.4%	323.5%	509.0%	50.7%
销售费用	167	244	233	259	<b>获利能力</b>				
管理费用	379	500	518	546	毛利率	22.2%	19.7%	21.9%	23.2%
研发费用	864	1222	1295	1366	净利率	-0.4%	0.7%	3.8%	5.1%
财务费用	269	0	0	0	ROE	-0.3%	0.7%	3.9%	5.5%
资产减值损失	-94	-147	-50	-50	ROIC	3.5%	0.7%	4.3%	6.1%
<b>营业利润</b>	<b>-49</b>	<b>144</b>	<b>862</b>	<b>1285</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	43.9%	45.5%	44.3%	42.3%
营业外支出	9	0	0	0	流动比率	2.39	2.10	2.07	2.17
<b>利润总额</b>	<b>-57</b>	<b>144</b>	<b>862</b>	<b>1285</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	8	-1	-24	-50	应收账款周转率	4.28	4.42	4.44	4.37
<b>净利润</b>	<b>-65</b>	<b>145</b>	<b>886</b>	<b>1335</b>	存货周转率	2.75	2.77	2.80	2.80
<b>归母净利润</b>	<b>-36</b>	<b>80</b>	<b>487</b>	<b>734</b>	总资产周转率	0.46	0.46	0.51	0.54
<b>每股收益(元)</b>	<b>-0.02</b>	<b>0.05</b>	<b>0.29</b>	<b>0.44</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	-0.02	0.05	0.29	0.44
货币资金	6131	5371	4240	4104	每股净资产	7.22	7.28	7.57	8.01
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	2446	2845	3299	3634	PE	-857.94	383.84	63.02	41.82
预付款项	42	56	63	68	PB	2.55	2.53	2.44	2.30
存货	3732	4296	4942	5336	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>13485</b>	<b>13774</b>	<b>13933</b>	<b>14684</b>	净利润	-65	145	886	1335
固定资产	6431	7073	7579	7854	折旧和摊销	920	1624	1895	2235
在建工程	1497	1782	2057	2282	营运资本变动	-1321	-622	-921	-611
无形资产	472	580	701	832	其他	782	82	4	-35
<b>非流动资产合计</b>	<b>10422</b>	<b>11137</b>	<b>12047</b>	<b>12679</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>317</b>	<b>1230</b>	<b>1862</b>	<b>2924</b>
<b>资产总计</b>	<b>23908</b>	<b>24911</b>	<b>25979</b>	<b>27362</b>	资本开支	-1115	-2752	-2933	-3012
短期借款	1811	1608	1337	1025	其他	128	499	211	264
应付票据及应付账款	2179	2655	3016	3293	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-986</b>	<b>-2254</b>	<b>-2723</b>	<b>-2748</b>
其他流动负债	1649	2285	2378	2461	股权融资	5819	9	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>5639</b>	<b>6548</b>	<b>6731</b>	<b>6779</b>	债务融资	-237	222	-271	-312
其他	4849	4785	4785	4785	其他	-1004	29	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>4849</b>	<b>4785</b>	<b>4785</b>	<b>4785</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>4579</b>	<b>261</b>	<b>-271</b>	<b>-312</b>
<b>负债合计</b>	<b>10488</b>	<b>11333</b>	<b>11516</b>	<b>11564</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>3903</b>	<b>-760</b>	<b>-1131</b>	<b>-136</b>
股本	1664	1664	1664	1664					
资本公积金	6763	6772	6772	6772					
未分配利润	3136	3207	3621	4245					
少数股东权益	1398	1464	1862	2463					
其他	459	471	544	654					
<b>所有者权益合计</b>	<b>13420</b>	<b>13577</b>	<b>14463</b>	<b>15798</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>23908</b>	<b>24911</b>	<b>25979</b>	<b>27362</b>					

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