

士兰微 (600460. SH) / 电子

证券研究报告/公司点评

2024 年 9 月 11 日

评级：买入（维持）

市场价格：18.40 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

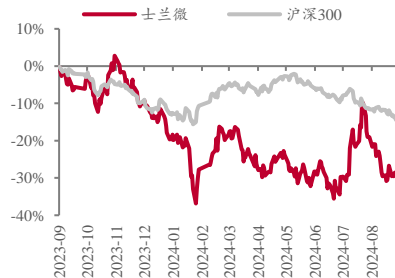
执业证书编号：S0740522120002

Email: youfan@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,664
流通股本(百万股)	1,664
市价(元)	18.40
市值(百万元)	30,619
流通市值(百万元)	30,619

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	10,572	12,378	13,424
增长率 yoy%	15%	13%	13%	17%	8%
净利润(百万元)	1,052	-36	175	430	690
增长率 yoy%	-31%	-103%	590%	145%	60%
每股收益(元)	0.63	-0.02	0.11	0.26	0.41
每股现金流量	0.12	0.19	0.74	0.77	1.32
净资产收益率	13%	0%	1%	3%	5%
P/E	29.1	-855.6	174.6	71.2	44.4
P/B	4.2	2.5	2.6	2.6	2.5

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价按 9 月 10 日收盘价进行计算

投资要点

■ 事件概述：公司发布 24 年半年报

【24H1】公司营收 52.74 亿元，同比+17.83%；归母净利润-0.25 亿元，亏损收窄，23H1 为-0.41 亿元；扣非归母净利润 1.26 亿元，同比-22.39%；毛利率 19.90%，同比-4.30pcts；净利率-0.47%，同比+0.44pcts。

毛利率下降主要系：下游电动汽车、新能源市场竞争加剧，导致部分产品价格下降较快，产品毛利率降低。

归母净利润出现亏损主要系：公司持有的其他非流动金融资产中显能科技、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-1.62 亿元。

【24Q2】公司营收 28.09 亿元，同比+16.57%，环比+13.95%；归母净利润-0.10 亿元，同环比亏损收窄，24Q1 为-0.15 亿元，23Q2 为-2.55 亿元；扣非归母净利润为-0.07 亿元，同环比转亏，24Q1 为 1.33 亿元，23Q2 为 0.49 亿元；毛利率 17.96%，同比-4.55pcts，环比-4.14pcts；净利率-0.36%，同比+10.23pcts，环比+0.25pcts。

■ 集成电路业务快速发展，IPM 模块表现亮眼

24H1 公司集成电路业务营收 20.35 亿元，同比增长 29.13%，毛利率 31.12%，同增 0.42pct s。营收增长主要得益于 IPM 模块、AC-DC 电路、32 位 MCU 电路、快充电路等产品的出货量明显加快。

1) IPM 模块：营收 14.13 亿元，同比增长 50%，国内多家主流白电整机厂商在变频空调等白电整机上使用了超过 8300 万颗士兰 IPM 模块，比上年同期增加约 56%。

2) MEMS 传感器：营收 1.15 亿元，出货量较去年同期增长约 8%，但受传感器产品价格下降的影响，其营收较上年同期仍然有一定幅度下降，公司 MEMS 传感器产品除在智能手机、可穿戴设备等消费领域继续加大供应外，还将加快向白电、工业、汽车等领域拓展，预计今后公司 MEMS 传感器产品的出货量将较快增长。

3) MCU：营收较去年同期增长约 28%，公司推出了基于 M0 内核的更大容量 Flash 更多管脚的通用高性能控制器产品，以满足智能家电、伺服变频、工业自动化、光伏逆变等多领域高性能控制的需求。

■ 功率器件加速进入汽车等应用领域，SiC 产线快速落地

24H1 公司功率器件营收 23.99 亿元，同增 3.97%；毛利率 14.51%，同降 9.42pcts。公司的功率器件除了加快在大型白电、工业控制等市场拓展外，已开始加快进入电动汽车、新能源、算力和通讯等市场，有望快速贡献营收。

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，已在比亚迪、吉利、零跑、广汽、汇川、东风、长安等国内外多家客户实现批量供货；公司用于汽车的 IGBT 单管、MOSFET 单管已实现大批量出货。同时，公司应用于汽车主驱的 IGBT 和 FRD 芯片已在国内外多家模块封装厂批量销售，并在进一步拓展客户和持续放量过程中。

SiC 产能快速落地，新品研发导入顺利：“士兰明镓 SiC 功率器件芯片生产线”项目加速推进，截至目前，士兰明镓已形成月产 6000 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 12000 片/月。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。公司已初步完成第III代平面栅 SiC MOSFET 技术的开发，性能指标达到业内同类器件结构的先进水平。

■ 多产线齐头并进，产品结构持续升级

1) **士兰集科**：24H1 产出 12 英寸芯片 22.46 万片（单月 3.7 万片），同比减少约 5%，实现营收 11.21 亿元，同增 6%。士兰集科产能利用率已处于较高水平（接近满产）。目前，士兰集科正在加快推进车规级 BCD 电路芯片产能建设，新增电路产能预计在 25Q1 释放。

2) **士兰集昕**：24H1 产能利用率保持稳定，总计产出 8 英寸、12 英寸芯片 33.20 万片（单月 5.5 万片），同比减少约 4%。上半年继续产品结构调整，附加值较高的 BCD 电路、高压超结 MOS 管、大功率 IGBT 的出货量增长较快。目前士兰集昕的产能已处于满负荷运行，士兰集昕正在加快推进 MEMS 传感器芯片制造能力的提升，并加快建设 8 英寸硅基 GaN 功率器件芯片量产线。

3) **士兰集成**：24H1 产出 5、6 英寸芯片 104.96 万片（单月 17.5 万片），比上年同期减少约 1%。24H1 营收较去年同期基本持平，目前生产线已处于满负荷运行。

4) **成都士兰**：24H1 外延芯片产出和 PIM 模块封装产出均较去年同期有较快增长，营收同增约 29%。下半年，成都士兰进一步扩大车规级和工业级功率模块的封装能力。

5) **成都集佳**：24H1 营收同增约 18%，盈利能力大幅度提升。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。

6) **士兰明镓**：24H1 营收 3.64 亿元，同增约 81%，主要得益于 LED 彩色显示需求回暖，公司加大市场开拓。下半年，士兰明镓将继续加大在植物照明、车用 LED、红外光耦、安防监控等中高端应用领域的拓展力度，进一步推出高附加值的产品，同时加快实现 SiC 功率器件芯片生产线产量爬升，改善盈利水平。

■ 投资建议

考虑公司净利受公允价值变动影响较大，分立器件业务毛利率下滑等因素，我们更新对公司 2024-26 年盈利预测为 1.8/4.3/6.9 亿元（原预测为 3.1/5.2/6.9 亿元），对应 PE 为 175/71/44 倍。鉴于公司在汽车、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	5,432	6,711	8,905	营业收入	9,340	10,572	12,378	13,424
应收票据	127	143	168	182	营业成本	7,265	8,166	9,379	9,615
应收账款	2,320	2,546	2,887	3,093	税金及附加	38	43	51	81
预付账款	42	47	54	55	销售费用	167	211	223	268
存货	3,732	4,195	4,818	4,940	管理费用	379	476	520	577
合同资产	0	0	0	0	研发费用	864	930	1,114	1,208
其他流动资产	1,134	1,284	1,504	1,631	财务费用	269	147	187	267
流动资产合计	13,485	13,647	16,141	18,805	信用减值损失	-25	-25	-25	-25
其他长期投资	36	41	48	52	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	-220	-135	-80
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	279	670	1,228
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	10,216	10,031	9,841	营业外支出	9	0	1	132
资产合计	23,908	23,863	26,172	28,646	利润总额	-57	279	684	1,096
短期借款	1,811	97	226	335	所得税	8	-37	-92	-148
应付票据	124	140	160	164	净利润	-65	316	776	1,244
应付账款	2,055	2,310	2,653	2,720	少数股东损益	-29	141	346	554
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	-36	175	430	690
合同负债	24	27	32	35	NOPLAT	240	483	988	1,547
其他应付款	70	70	70	70	EPS (按最新股本摊薄)	-0.02	0.11	0.26	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	603	648	707	主要财务比率				
流动负债合计	5,639	4,299	4,842	5,084	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%	13.2%	17.1%	8.4%
其他非流动负债	1,418	1,418	1,418	1,418	EBIT增长率	-84.9%	101.0%	104.7%	56.5%
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%	590.1%	145.3%	60.3%
负债合计	10,488	10,469	12,334	13,897	获利能力				
归属母公司所有者权益	12,022	11,855	11,952	12,309	毛利率	22.2%	22.8%	24.2%	28.4%
少数股东权益	1,398	1,539	1,885	2,440	净利率	-0.7%	3.0%	6.3%	9.3%
所有者权益合计	13,420	13,394	13,838	14,749	ROE	-0.3%	1.3%	3.1%	4.7%
负债和股东权益	23,908	23,863	26,172	28,646	ROIC	1.1%	2.3%	4.1%	6.5%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	43.9%	43.9%	47.1%	48.5%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	57.5%	54.6%	63.4%	69.2%
经营活动现金流	317	1,226	1,278	2,196	流动比率	2.4	3.2	3.3	3.7
现金收益	1,119	1,505	1,946	2,455	速动比率	1.7	2.2	2.3	2.7
存货影响	-660	-463	-623	-121	营运能力				
经营性应收影响	-210	-173	-298	-146	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
经营性应付影响	506	270	364	71	应收账款周转天数	84	83	79	80
其他影响	-437	87	-111	-62	应付账款周转天数	90	96	95	101
投资活动现金流	-986	-1,053	-930	-833	存货周转天数	169	175	173	183
资本支出	-3,251	-812	-775	-738	每股指标(元)				
股权投资	319	0	0	0	每股收益	-0.02	0.11	0.26	0.41
其他长期资产变化	1,946	-241	-155	-95	每股经营现金流	0.19	0.74	0.77	1.32
融资活动现金流	4,579	-872	931	831	每股净资产	7.22	7.12	7.18	7.40
借款增加	851	-392	1,451	1,431	估值比率				
股利及利息支付	-363	2,659	6,887	11,154	P/E	-856	175	71	44
股东融资	5,819	0	0	0	P/B	3	3	3	2
其他影响	-1,728	-3,139	-7,407	-11,754	EV/EBITDA	30	23	18	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。本报告仅供本公司的客户使用。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。