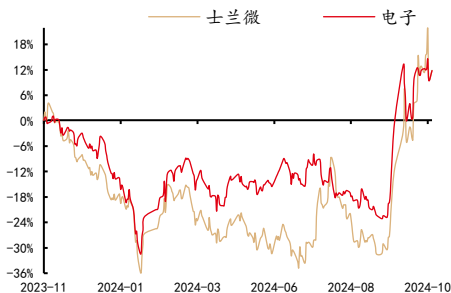


股票投资评级

买入 | 维持

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)	28.51
总股本/流通股本(亿股)	16.64 / 16.64
总市值/流通市值(亿元)	474 / 474
52周内最高/最低价	31.07 / 16.30
资产负债率(%)	43.9%
市盈率	-1,425.50
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

士兰微(600460)

花同吾心，芯通彼花

● 事件

公司发布 2024 年三季报，前三季度实现营收 81.63 亿元，同比增长 18.32%；实现归母净利润 0.29 亿元。

● 投资要点

高门槛市场推广力度持续加大，营收快速增长。公司持续推出富有竞争力的产品，持续加大对大型白电、通讯、工业、新能源、汽车等高门槛市场的推广力度，前三季度实现营收 81.63 亿元，同比增长 18.32%，其中超过 73% 的收入来自大型白电、通讯、工业、新能源、汽车等高门槛市场；实现归母净利润 0.29 亿元；单季度看，Q3 实现营收 28.89 亿元，环比增长 2.87%；归母净利润 0.54 亿元，环比扭亏。从毛利率角度看，由于市场竞争进一步加剧，公司有多个品类的产品价格较去年同期有一定程度的下降，Q3 综合毛利率 18.14%，同比减少 3.7%，环比增加 0.18%。未来公司将加快产品结构调整、积极扩大产出以及加强成本控制等，看好 Q4 毛利率企稳并逐步向好。

积极进行产线优化和资源整合，夯实增长基础。通过结构调整和工艺平台的积累，公司在五、六吋产线保持了良好的盈利状态，其中士兰明镓已具备月产 0.9 万片 SiC 芯片的生产能力；八吋产线的经营现金流表现良好，预计明年有望实现盈利；12 吋产线作为车规级和工业级产品的主要产线，经过降本和产品结构优化，产能利用率持续上升，为未来的增长奠定基础。

● 投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 0.8/4.8/7.3 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	10992	12777	14168
增长率(%)	12.77	17.69	16.24	10.89
EBITDA(百万元)	1528.10	1770.59	2752.33	3505.94
归属母公司净利润(百万元)	-35.79	81.09	484.96	726.02
增长率(%)	-103.40	326.60	498.03	49.71
EPS(元/股)	-0.02	0.05	0.29	0.44
市盈率(P/E)	-1325.74	585.05	97.83	65.35
市净率(P/B)	3.95	3.92	3.77	3.56
EV/EBITDA	24.97	27.51	18.00	14.08

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
利润表					成长能力				
营业收入	9340	10992	12777	14168	营业收入	12.8%	17.7%	16.2%	10.9%
营业成本	7265	8816	9968	10872	营业利润	-104.1%	400.3%	485.5%	48.2%
税金及附加	38	45	52	58	归属于母公司净利润	-103.4%	326.6%	498.0%	49.7%
销售费用	167	242	230	255	获利能力				
管理费用	379	495	511	538	毛利率	22.2%	19.8%	22.0%	23.3%
研发费用	864	1209	1278	1346	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%	4.2%	6.0%
营业利润	-49	146	858	1271	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	43.9%	46.0%	44.8%	42.7%
营业外支出	9	0	0	0	流动比率	2.39	2.05	2.02	2.11
利润总额	-57	146	858	1271	营运能力				
所得税	8	-1	-24	-49	应收账款周转率	4.28	4.40	4.43	4.37
净利润	-65	147	882	1320	存货周转率	2.14	2.21	2.19	2.15
归母净利润	-36	81	485	726	总资产周转率	0.46	0.45	0.50	0.53
每股收益(元)	-0.02	0.05	0.29	0.44	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.02	0.05	0.29	0.44
货币资金	6131	5603	4497	4360	每股净资产	7.22	7.27	7.56	8.00
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	2446	2815	3253	3580	PE	-1325.74	585.05	97.83	65.35
预付款项	42	55	62	67	PB	3.95	3.92	3.77	3.56
存货	3732	4247	4867	5252	现金流量表				
流动资产合计	13485	13913	14050	14779	净利润	-65	147	882	1320
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	-569	-892	-597
无形资产	472	580	701	832	其他	782	70	5	-33
非流动资产合计	10422	11195	12105	12737	经营活动现金流净额	317	1273	1889	2925
资产总计	23908	25108	26155	27515	资本开支	-1115	-2765	-2934	-3012
短期借款	1811	1608	1337	1025	其他	128	441	210	263
应付票据及应付账款	2179	2625	2972	3244	投资活动现金流净额	-986	-2324	-2724	-2749
其他流动负债	1649	2552	2641	2722	股权融资	5819	10	0	0
流动负债合计	5639	6786	6950	6991	债务融资	-237	461	-271	-312
其他	4849	4755	4755	4755	其他	-1004	61	0	0
非流动负债合计	4849	4755	4755	4755	筹资活动现金流净额	4579	532	-271	-312
负债合计	10488	11540	11705	11745	现金及现金等价物净增加额	3903	-528	-1106	-137
股本	1664	1664	1664	1664					
资本公积金	6763	6773	6773	6773					
未分配利润	3136	3196	3608	4225					
少数股东权益	1398	1465	1862	2456					
其他	459	471	543	652					
所有者权益合计	13420	13568	14450	15770					
负债和所有者权益总计	23908	25108	26155	27515					

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