

士兰微 (600460.SH)

优于大市

全球份额稳步提升，碳化硅上车加速推进

核心观点

2024年公司功率半导体份额全球第六(占3.3%)，国内第一。公司为成熟制程垂直一体化制造的半导体制造企业，主要业务包含分立器件、集成电路及LED板块。2024年公司产品出货量持续增加，营收112.21亿元(YoY+20.14%)，扣非归母净利润2.52亿元(YoY+327.34%)。进入1Q25公司保持稳健增长，实现营收30亿元(YoY+21.7%，QoQ-1.89%)，随着产品结构优化与规模效应显现，1Q25毛利率环比回升至21.31%(YoY-0.79ct, QoQ+2.72pct)，扣非归母净利润1.45亿元(YoY+8.96%，QoQ+29.99%)。

集成电路板块24年同比增长29%，优势产品IPM模块加速渗透。集成电路板块24年营收41.05亿元(YoY+31.21%)，毛利率30.70%(YoY+1.23pct)。其中，优势产品IPM模块营收达29.11亿元(YoY+47%)，在白电领域出货量超1.7亿颗，同比增长57%。尽管受消费类产品价格下降影响MEMS传感器营收2.5亿元(YoY-12%)，但出货量实现同比增长，公司加速度计国内市占率保持在20%-30%，六轴惯性传感器(IMU)已获多家国内智能手机厂商批量订单。此外，32位MCU电路营收同比增长约36%，配合工业与白电客户加速上量；士兰集科12英寸线车规级BCD电路芯片能力持续提升。

分立器件板块24年营收同比增长12.53%，汽车产品快速推进。分立器件产品营收为54.38亿元(YoY+12.53%)，受产品价格与产线稼动率影响，毛利率为13.53%(YoY-9.20pct)回落。尽管毛利率承压，但产品结构持续优化，高附加值产品快速推进：应用于汽车和光伏的IGBT及SiC产品收入达22.61亿元，同比增超60%。公司基于自主V代IGBT芯片的汽车主驱模块已在国内外多家客户实现批量供货，车规IGBT单管也已实现大批量出货。

碳化硅业务进展迅速，汽车主驱模块已批量交付。士兰明镓6英寸SiC MOS芯片产能已达9000片/月。基于自主研发的II代SiC MOSFET芯片的汽车主驱模块已在4家国内车厂批量出货，累计达5万只；性能更优的IV代平面栅SiC-MOSFET技术开发已完成并送样客户评测。为匹配未来市场需求，士兰集宏8英寸SiC产线建设加快推进，预计25年四季度实现通线并试生产。同时，公司8英寸硅基GaN功率器件产线已通线，预计2025年二季度推出车规级和工业级产品。

投资建议：考虑1Q25公司毛利率高于此前预期，结合行业价格降幅逐步收窄，上调毛利率，预计25-27年归母净利润5.24/8.03/11.39亿元(前值25-26年3.52/6.11亿元)，对应PB 3.22/3.06/2.87x，维持“优于大市”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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,340	11,221	13,139	15,283	17,326
(+/-%)	12.8%	20.1%	17.1%	16.3%	13.4%
净利润(百万元)	-36	220	524	803	1139
(+/-%)	-103.4%	714.4%	138.5%	53.1%	41.9%
每股收益(元)	-0.02	0.13	0.32	0.48	0.68
EBIT Margin	6.7%	3.7%	8.6%	8.8%	9.1%
净资产收益率(ROE)	-0.3%	1.8%	4.2%	6.0%	8.0%
市盈率(PE)	-1136.9	185.1	77.6	50.7	35.7
EV/EBITDA	33.9	31.6	24.6	21.0	18.7
市净率(PB)	3.38	3.33	3.22	3.06	2.87

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

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

证券分析师：李书颖

0755-81982362

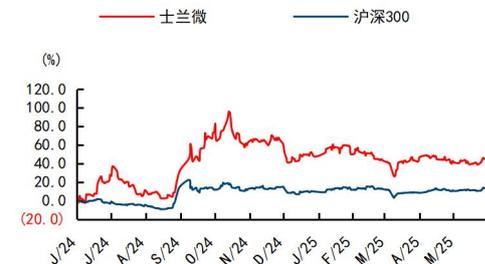
lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	24.63元
总市值/流通市值	40986/40986百万元
52周最高价/最低价	34.69/16.32元
近3个月日均成交额	437.37百万元

市场走势

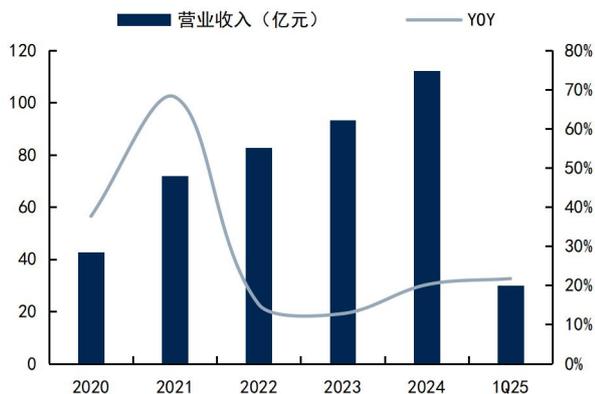


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《士兰微(600460.SH)-营收连续多季度环比增长，市场份额持续提升》——2024-08-26
- 《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》——2024-05-26
- 《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

图1: 公司近五年营业收入及增速 (亿元、%)



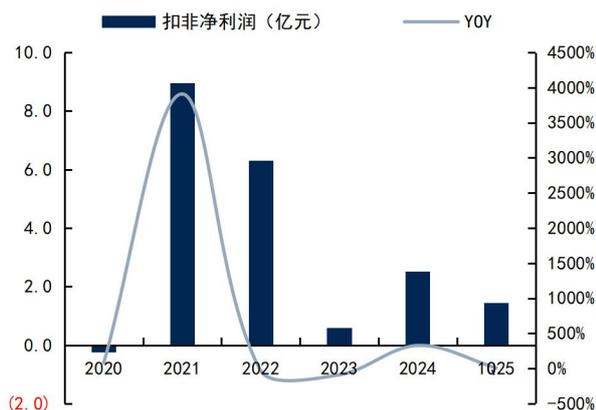
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构



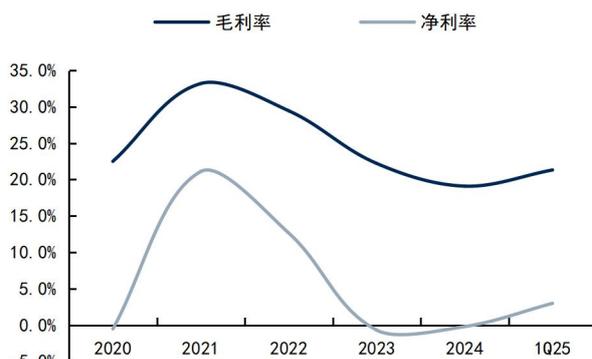
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年扣非净利润及增速 (亿元、%)



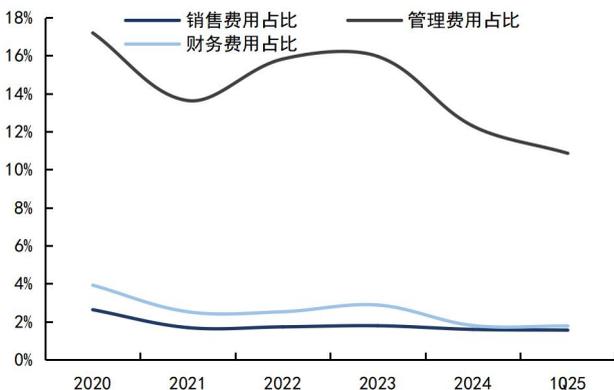
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率与净利率情况 (%、%)



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

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6131	4520	4419	4659	4867	营业收入	9340	11221	13139	15283	17326
应收款项	2472	3059	3582	4167	4724	营业成本	7265	9079	10137	11782	13325
存货净额	3732	3899	4458	5161	5849	营业税金及附加	38	53	54	66	76
其他流动资产	1150	1872	2001	2200	2607	销售费用	167	179	203	221	233
流动资产合计	13485	13351	14460	16187	18047	管理费用	379	461	405	461	512
固定资产	7928	8677	9132	9202	9185	研发费用	864	1034	1211	1409	1597
无形资产及其他	472	370	355	340	325	财务费用	269	202	186	210	223
其他长期资产	1344	1121	1121	1121	1121	投资收益	216	(8)	11	73	26
长期股权投资	678	1278	1278	1278	1278	资产减值及公允价值变动	(707)	(445)	(423)	(351)	(147)
资产总计	23908	24797	26347	28129	29957	其他	83	138	72	65	66
短期借款及交易性金融负债	2863	3460	4103	4594	4953	营业利润	(49)	(101)	603	922	1305
应付款项	2179	3102	3546	4105	4653	营业外净收支	(8)	(7)	(5)	(7)	(6)
其他流动负债	596	623	713	824	932	利润总额	(57)	(107)	598	915	1299
流动负债合计	5639	7185	8363	9523	10538	所得税费用	8	(83)	72	110	156
长期借款及应付债券	3431	2603	2603	2603	2603	少数股东损益	(29)	(244)	2	2	3
其他长期负债	1418	1186	1136	1113	1012	归属于母公司净利润	(36)	220	524	803	1139
长期负债合计	4849	3789	3739	3716	3615	现金流量表 (百万元)					
负债合计	10488	10973	12102	13239	14153	净利润	(65)	(24)	526	805	1143
少数股东权益	1398	1609	1610	1613	1616	资产减值准备	118	308	233	195	214
股东权益	12022	12215	12634	13276	14188	折旧摊销	881	1221	1015	1223	1355
负债和股东权益总计	23908	24797	26347	28129	29957	公允价值变动损失	613	136	190	157	(67)
关键财务与估值指标						财务费用	307	240	186	210	223
每股收益	(0.02)	0.13	0.32	0.48	0.68	营运资本变动	(266)	(534)	(915)	(996)	(1031)
每股红利	0.22	0.11	0.06	0.10	0.14	其它	(1272)	(905)	(419)	(405)	(438)
每股净资产	7.22	7.34	7.59	7.98	8.53	经营活动现金流	317	443	816	1188	1401
ROIC	5%	1%	5%	6%	6%	资本开支	(1120)	(1681)	(1456)	(1277)	(1324)
ROE	-0%	2%	4%	6%	8%	其它投资现金流	134	(279)	0	0	0
毛利率	22%	19%	23%	23%	23%	投资活动现金流	(986)	(1961)	(1456)	(1277)	(1324)
EBIT Margin	7%	4%	9%	9%	9%	权益性融资	5819	510	0	0	0
EBITDA Margin	16%	15%	16%	17%	17%	负债净变化	1322	(828)	0	0	0
收入增长	13%	20%	17%	16%	13%	支付股利、利息	(363)	(189)	(105)	(161)	(228)
净利润增长率	-103%	714%	138%	53%	42%	其它融资现金流	(2200)	371	644	490	359
资产负债率	50%	51%	52%	53%	53%	融资活动现金流	4579	(135)	539	330	131
息率	0.9%	0.5%	0.3%	0.4%	0.6%	现金净变动	3903	(1646)	(101)	240	208
P/E	(1136.9)	185.1	77.6	50.7	35.7	货币资金的期初余额	2186	6088	4442	4341	4581
P/B	3.4	3.3	3.2	3.1	2.9	货币资金的期末余额	6088	4442	4341	4581	4789
EV/EBITDA	33.9	31.6	24.6	21.0	18.7	企业自由现金流	207	(902)	(363)	133	395
						权益自由现金流	(671)	(1359)	117	438	557

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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