

2025 年 7 月 24 日

朱吉翔

C0044@capitalcom.tw

A 股目标价(人民币)

33

士兰微(600460.SH)

Buy 买进

家电、工业需求向好，业绩弹性有望显现

公司基本资讯

产业别	电子
A 股价(2025/7/23)	25.37
上证指数(2025/7/23)	3582.30
股价 12 个月高/低	34.63/17.16
总发行股数(百万)	1664.07
A 股数(百万)	1664.07
A 市值(亿元)	422.18
主要股东	杭州士兰控股有限公司(30.88%)
每股净值(元)	7.39
股价/账面净值	3.43
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	2.3 4.1 18.6

近期评等

出刊日期 前日收盘 评等

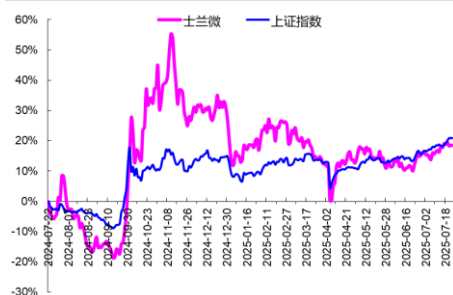
产品组合

集成电路	32.9%
分立器件	53.9%
LED	8.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	13.4%
一般法人	45.0%

股价相对大盘走势



结论与建议：

作为目前国内少数的民营 IDM 模式的综合型半导体产品企业。公司 IPM（智能功率模块）产品在家电、工业领域竞争力强，将充分受益于家电类产品国补、工业复苏带来的需求增长。同时结合公司功率类、32 位 MCU 产品，公司在智能家电、工业自动化、光伏领域已经形成了较为完整的产品布局。

展望未来，公司 12 寸晶圆产线持续扩产，同时 SiC、车规 MCU 等产品规模有望上一个新台阶，预计 2025-2027 年公司实现净利润 6.4 亿元、8.8 亿元和 11.6 亿元，同比分别增长 192%、38%和 31%，EPS 分别 0.39 元、0.53 元和 0.70 元。目前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 65、47 倍和 36 倍，予以“买进”评级。

■ **1H25 净利润扭亏：**公司预计 1H25 净利润 2.4 亿元-2.8 亿元，同比扭亏，实现扣非后净利润 2.4 亿元-2.8 亿元，同比增长 90%-122%。相应的，2Q25 公司实现净利润 0.9 亿元-1.3 亿元，同比扭亏，扣非后净利润 0.95 亿元-1.35 亿元，同比扭亏。1H25，公司持续加大对大型白电、汽车、新能源、工业、通讯和算力等高门槛市场的拓展力度，总体营收保持了较快的增长势头。另外，公司通过积极扩大产出、采取各项降本增效举措，使得公司产品综合毛利率保持了基本稳定。子公司士兰集成、士兰集昕、参股企业士兰集科 12 寸芯片生产线均保持满负荷生产，盈利水平进一步改善。

■ **经济复苏背景下，公司业绩弹性有望显现：**受国内消费刺激政策拉动，家电、工业领域呈现持续复苏态势，相应的公司 IPM 产品有望保持 30%-50%的高速增长势头（2024 年增长 47%，收入占比 26%）。同时我们预计 2H25 伴随整体经济复苏，晶圆制造行业作为数字经济的基石，行业产能利用率将继续提高，相应产品有望迎来价格上涨的契机，公司业绩弹性将显现。

■ **盈利预测：**综合判断，预计 2025-2027 年公司实现净利润 6.4 亿元、8.8 亿元和 11.6 亿元，同比分别增长 192%、38%和 31%，EPS 分别 0.39 元、0.53 元和 0.70 元。目前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 65、47 倍和 36 倍，予以“买进”评级。

■ **风险提示：** 下游需求不急预期，客户流失。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	百万美元	-36	220	641	882	1157
同比增减	%	-103.4	-714.4	191.8	37.5	31.2
每股盈余 (EPS)	美元	-0.02	0.13	0.39	0.53	0.70
同比增减	%	-103.4	-714.4	191.8	37.5	31.2
A 股市盈率(P/E)		-1162	189.2	64.8	47.2	35.9
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.04	0.10	0.15	0.18
股息率 (Yield)	%	0.00	0.16	0.40	0.60	0.72

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進 (Strong Buy)	潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進 (Buy)	$15\% \leq$ 潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潛在上漲空間 $< 15\%$
中立 (Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

附一：合并损益表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业收入	9340	11221	14034	16769	19326
经营成本	7265	9079	10869	12850	14741
营业税金及附加	38	53	63	75	81
销售费用	167	179	211	243	271
管理费用	379	461	597	671	754
财务费用	269	202	251	282	317
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	216	-8	15	15	15
营业利润	-49	-101	478	904	1289
营业外收入	1	4	5	5	5
营业外支出	9	11	10	10	10
利润总额	-57	-107	473	899	1284
所得税	8	-83	30	117	167
少数股东损益	-29	-244	-198	-100	-40
归属于母公司所有者的净利润	-36	220	641	882	1157

附二：合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	6131	4520	4393	5929	6528
应收账款	2320	2852	3280	3772	4338
存货	3732	3899	3314	2651	1988
流动资产合计	13485	13351	11215	8860	6556
长期股权投资	678	1278	1278	1278	1278
固定资产	6431	6870	5496	4122	2885
在建工程	1497	1807	3848	8697	20786
非流动资产合计	10422	11446	16139	23240	34163
资产总计	23908	24797	27354	32100	40719
流动负债合计	5639	7185	8616	11820	18485
非流动负债合计	4849	3789	4471	5230	6067
负债合计	10488	10973	13087	17050	24552
少数股东权益	1398	1609	1411	1311	1271
股东权益合计	12022	12215	12856	13738	14896
负债及股东权益合计	23908	24797	27354	32100	40719

附三：合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	317	443	365	502	839
投资活动产生的现金流量净额	-986	-1961	-1720	-1279	-1638
筹资活动产生的现金流量净额	4579	-135	1228	2313	1398
现金及现金等价物净增加额	3903	-1646	-127	1536	599

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。