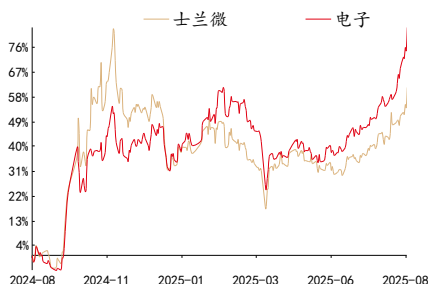




股票投资评级

增持 | 调整

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)	29.38
总股本/流通股本(亿股)	16.64 / 16.64
总市值/流通市值(亿元)	489 / 489
52周内最高/最低价	33.30 / 17.45
资产负债率(%)	44.3%
市盈率	226.00
第一大股东	杭州士兰控股有限公司

研究所

分析师: 万玮
SAC 登记编号: S1340525030001
Email: wanwei@cnpsec.com
分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

士兰微(600460)

碳化硅主驱模块加速放量，业绩稳定增长

● 事件

公司发布 2025 年半年报，上半年实现营业收入 63.36 亿元，同比增长 20.14%；实现归母净利润 2.65 亿元，同比增长 1162.42%。

● 投资要点

高门槛市场持续拓展，收入稳健增长。公司持续推出富有竞争力的产品，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，上半年实现营业收入 63.36 亿元，同比增长 20.14%。另一方面，公司通过积极扩大产出，子公司士兰集成 5、6 吋芯片生产线、子公司士兰集昕 8 吋芯片生产线、重要参股企业士兰集科 12 吋芯片生产线均保持满负荷生产，盈利水平进一步改善，子公司成都士兰（包括成都集佳）功率模块和功率器件封装生产线积极扩大产出，上半年实现归母净利润 2.65 亿元，同比增长 1162.42%。

多款产品出货量加快，集成电路业务同比增长约 26%。上半年公司推出的电源管理芯片在汽车、大型白电、服务器、高端消费电子等客户端测试或已导入量产；32 位 MCU 营收同比增长约 60%，与公司丰富的功率器件、IPM 模块一起为白电及工业客户提供一站式服务；IPM 模块在变频空调等白电整机上出货超过 1.23 亿颗，目前加快拓展车用市场，预计今后公司 IPM 模块的出货量还将保持较快增长；MEMS 传感器产品营收同比增加 10%，IMU 已接获多家国内智能手机厂商批量订单，上半年该传感器出货量增加了 2 倍以上，公司已在士兰集昕 8 吋线上加大 MEMS 传感器芯片制造能力的投入，预计 2025 年下半年惯性传感器产品的营收将大幅增长。

第 IV 代 SiC 功率模块即将上量，8 吋碳化硅年底通线。2025 年上半年，公司功率半导体和分立器件产品的营业收入达到 30.08 亿元，同比增长约 25%，其中应用于汽车、光伏的 IGBT 和 SiC（模块、器件）的营收同比增长 80% 以上。在 IGBT 方面，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，上半年公司 8 吋线、12 吋线 IGBT 芯片产能已满载，已安排技改资金进一步提升 12 吋线 IGBT 芯片产能。碳化硅方面，公司 II 代 SiC-MOSFET 芯片生产的电动汽车主电机驱动模块出货量累计达 2 万颗，客户端反映良好，客户数量已持续增加，第 IV 代 SiC 功率模块送客户评测，基于第 IV 代 SiC 芯片的功率模块 2025 年下半年将会上量，目前士兰明镓已形成月产 10,000 片 6 吋 SiC-MOSFET 芯片的生产能力，6 月底士兰集宏已实现首台工艺设备搬入，预计今年四季度将实现 8 吋 SiC 大线通线。

持续优化 LED 业务产品结构，经营性亏损有望降低。上半年，公司发光二极管产品的营收为 3.46 亿元，同比减少约 17%，其中子公司士兰明镓完成了 LED 芯片生产线资源的整合，产能利用率已提高到 90%，芯片累计出货量较去年同期增长 46%，并随着植物照明、安

防监控、mini 显示屏芯片等上量，产品结构进一步优化，下半年士兰明镓将进一步加强成本控制，提高投入产出效率，降低经营性亏损；子公司美卡乐因出口订单减少、国内市场竞争加剧，营收同比减少约 30%，但美卡乐通过提质降本，保持了生产经营的基本稳定，下半年，美卡乐将充分发挥倒装产品优势，积极扩大市场份额，全年有望实现盈利。

● **投资建议：**

我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 134.8/160.0/188.1 亿元，归母净利润分别为 6.2/8.7/11.8 亿元，给予“增持”评级。

● **风险提示：**

市场竞争加剧风险；下游市场需求不及预期风险；客户拓展不及预期风险，产能扩张不及预期风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11221	13484	15995	18808
增长率(%)	20.14	20.17	18.63	17.58
EBITDA（百万元）	1516.39	3681.48	4204.19	4054.24
归属母公司净利润（百万元）	219.87	616.64	869.91	1183.20
增长率(%)	714.40	180.46	41.07	36.01
EPS(元/股)	0.13	0.37	0.52	0.71
市盈率（P/E）	222.36	79.28	56.20	41.32
市净率（P/B）	4.00	3.82	3.60	3.34
EV/EBITDA	29.57	11.93	9.84	9.62

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)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	11221	13484	15995	18808	营业收入	20.1%	20.2%	18.6%	17.6%
营业成本	9079	10707	12623	14729	营业利润	-106.5%	1,060.2%	41.1%	20.0%
税金及附加	53	63	75	88	归属于母公司净利润	714.4%	180.5%	41.1%	36.0%
销售费用	179	214	254	299	获利能力				
管理费用	461	554	657	773	毛利率	19.1%	20.6%	21.1%	21.7%
研发费用	1034	1119	1328	1561	净利率	2.0%	4.6%	5.4%	6.3%
财务费用	202	30	30	30	ROE	1.8%	4.8%	6.4%	8.1%
资产减值损失	-308	0	0	0	ROIC	0.3%	4.1%	5.5%	6.2%
营业利润	-101	967	1365	1638	偿债能力				
营业外收入	4	0	0	0	资产负债率	44.3%	40.3%	39.8%	39.0%
营业外支出	11	0	0	0	流动比率	1.86	2.36	2.66	2.88
利润总额	-107	967	1365	1638	营运能力				
所得税	-83	145	205	246	应收账款周转率	4.34	7.77	23.30	23.10
净利润	-24	822	1160	1392	存货周转率	2.38	3.71	6.20	6.28
归母净利润	220	617	870	1183	总资产周转率	0.46	0.55	0.63	0.70
每股收益(元)	0.13	0.37	0.52	0.71	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.13	0.37	0.52	0.71
货币资金	4520	11009	13568	15900	每股净资产	7.34	7.69	8.16	8.80
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	3037	619	754	875	PE	222.36	79.28	56.20	41.32
预付款项	36	189	234	284	PB	4.00	3.82	3.60	3.34
存货	3899	1879	2192	2495	现金流量表				
流动资产合计	13351	14429	17557	20449	净利润	-24	822	1160	1392
固定资产	6870	5614	4230	3266	折旧和摊销	1258	2684	2810	2387
在建工程	1807	1707	1607	1507	营运资本变动	-1446	4384	-74	-76
无形资产	370	290	211	132	其他	654	21	-99	-20
非流动资产合计	11446	10052	8486	7343	经营活动现金流净额	443	7911	3797	3683
资产总计	24797	24481	26043	27792	资本开支	-1629	-1285	-1237	-1241
短期借款	1492	1492	1492	1492	其他	-332	-9	122	47
应付票据及应付账款	3102	1487	1753	1998	投资活动现金流净额	-1961	-1294	-1115	-1195
其他流动负债	2592	3136	3366	3604	股权融资	510	35	0	0
流动负债合计	7185	6115	6610	7093	债务融资	-108	-108	0	0
其他	3789	3751	3751	3751	其他	-538	-55	-122	-156
非流动负债合计	3789	3751	3751	3751	筹资活动现金流净额	-135	-127	-122	-156
负债合计	10973	9865	10360	10844	现金及现金等价物净增加额	-1646	6488	2559	2332
股本	1664	1664	1664	1664					
资本公积金	6736	6772	6772	6772					
未分配利润	3323	3780	4427	5307					
少数股东权益	1609	1814	2104	2313					
其他	491	585	716	893					
所有者权益合计	13824	14616	15683	16949					
负债和所有者权益总计	24797	24481	26043	27792					

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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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签约客户。

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，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等。

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