

2026年5月26日 星期二

## 【公司评论】

黄晨  
+852 2532 1954  
chen.huang@firstshanghai.com.hk

**士兰微 (600460.SH, 未评级): 国产功率半导体 IDM 龙头, 硅基、SiC 与高端模拟三线并进, 功率涨价与 AI 电源打开成长空间**

行业 半导体  
股价 34.19 元人民币  
A 股市值 569 亿元人民币  
已发行股本 16.64 亿股  
52 周高/低 34.98 元/23.31 元人民币  
每股净现值 7.24 元人民币

### 公司简介

士兰微是国内功率半导体 IDM 龙头之一, 产品线广度对标英飞凌, 沿硅基的 IGBT 与 MOSFET、第三代半导体 (SiC 与 GaN)、以及 12 英寸高端模拟三条主线并进, 业务覆盖白电、新能源汽车、光伏储能等传统行业, 以及 AI 算力服务器电源、工控与人形机器人等高景气方向。公司在 2024 年中国半导体企业 100 强榜单中位列第八。公司在新产品持续突破, AI 服务器电源与第三代半导体齐头并进。公司面向 AI 服务器电源已形成 DrMOS、eFuse 与控制器等电源管理芯片组合, 其中部分已量产, 其余预计 2026 年量产。半导体方面, 公司 SiC-MOSFET 已迭代至第四代, 规模出货的第二代芯片所配套的电动汽车主驱模块累计出货超过 10 万颗、并已切入 AI 算力中心电源大批量出货, 公司最新的第四代 SiC 芯片与模块也已开始批量交付。



2025 年公司全年营收 130.52 亿元, 同比增长 16.32%; 归母净利润 3.99 亿元, 同比增长 81.27%; 经营活动现金流净额 14.98 亿元, 同比增长 238.44%, 创历史最高水平, 延续了 2024 年以来的稳健复苏。

2026 年一季报兑现高增长, 实现营业收入 35.19 亿元, 同比增长 17.31%, 归母净利润 2.09 亿元, 同比增长 40.57%。经营活动现金流量净额 0.25 亿元, 同比下降 93.81%, 主要是季节性因素。毛利率约 19.8%, 环比改善约 3 个百分点, 显现提价与产品结构优化的初步成效。

### 行业动态

功率半导体行业进入涨价周期。据公司价格调整通知, 自 2026 年 3 月 1 日起, 因全球金属市场价格波动、关键贵金属如白银铜锡等成本持续攀升, 公司对小信号二极管三极管芯片、沟槽 TMBS 芯片与 MOS 类芯片这三类产品价格上调 10%。2026 年初以来功率器件行业已有十余家乃至 20 余家厂商密集发函跟进涨价。公司层面给出的涨价原因为成本上行, 我们认为本轮涨价与 AI 算力建设挤占成熟制程产能, 叠加新能源车及工业需求复苏共同驱动的供需格局重塑有关。

### 评论:

我们认为公司短期与长期成长逻辑均较为清晰。短期看公司的业绩反转与 AI 算力主题重估。一是行业复苏与涨价催化业绩反转, 在 2026 年 3 月起的提价与下游需求复苏推动下, 公司毛利率有望摆脱 2025 年四季度的低点逐季修复, 2026 年一季度已初现修复迹象, 而四季度的低点源于 LED 彩屏价格战、贵金属材料涨价与 SiC 新产线折旧前置等多重扰动。二是 AI 算力主题催化估值重估, 市场提出算力的尽头是电力这一观点, 功率半导体与 AI 算力供电的绑定愈发清晰, 公司作为国内功率龙头且已切入 AI 服务器电源管理, 有望推动估值从传统周期股框架向科技成长

股迁移。

长期看 SiC 放量、12 英寸高端模拟落地与 IDM 稀缺性。一是车规级 SiC 放量驱动结构升级，公司 8 英寸 SiC 产线 2026 至 2028 年逐步爬坡，主驱模块已切入比亚迪、吉利等核心车企供应链，高毛利 SiC 占比提升叠加折旧周期走完，有望释放利润弹性。二是 200 亿元厦门 12 英寸高端模拟项目落地，推动公司从功率器件向模拟与功率双轮驱动跃迁，面向汽车、AI 算力、机器人与风光储等高端应用。三是 IDM 模式的稀缺性与国产替代价值，重资产模式短期因折旧侵蚀利润，但长期保障设计与制造的协同以及供应链可控，是承接国产替代的核心优势。

#### 估值：

按 Wind 万得一致预期口径，公司 2026 至 2028 年营业收入分别为 154.77 亿/178.42 亿/198.3 亿元。归母净利润分别为 8.42 亿/11.27 亿/14.28 亿元，同比增速分别为 111.16%/33.87%/26.70%。按 34.2 元股价测算，对应动态市盈率约为 67 倍、50 倍与 40 倍，市净率约 4.5 倍，2026 年 PEG 约 0.58。

我们认为士兰微是 A 股稀缺的同时具备 IDM、第三代半导体与高端模拟能力的全平台型功率半导体标的，长期受益于国产替代、电动化与 AI 算力供电三条主线。短期看 2026 年提价传导带来的毛利率修复与业绩弹性，中长期看 8 英寸 SiC 与 12 英寸高端模拟两条产线的产能与良率爬坡。短期估值已较为充分反映成长预期，但考虑到公司产能布局的稀缺卡位、IDM 平台的成本与质量壁垒以及国家产业资本的背书，中长期估值有望通过盈利兑现逐步消化。建议投资者积极关注公司，并紧密跟踪 2026 年一季度起的毛利率修复持续性、8 英寸 SiC 量产爬坡与车规大客户放量、AI 服务器电源管理芯片的落地节点，以及厦门 200 亿元高端模拟项目的资本开支与折旧节奏。

## 披露事项与免责声明

### 披露事项

--	--	--

### 免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2026 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利



#### 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

网址: <http://www.myStockhk.com>