

士兰微 (600460.SH)

优于大市

全球份额稳步提升，碳化硅与高端模拟集成电路芯片产能加速布局

核心观点

1Q26 归母净利润环比增长 322%。公司深耕半导体 IDM 模式，核心业务覆盖集成电路、分立器件、发光二极管三大板块，涵盖从芯片设计、制造到封装的完整产业链布局。2025 年公司实现营业收入 130.52 亿元 (YoY+16.32%)，归母净利润 3.99 亿元 (YoY+81.27%)，扣非归母净利润 3.72 亿元 (YoY+47.82%)。进入 1Q26，随行业稳步回暖，公司单季度实现营业收入 35.19 亿元 (YoY+17.31%，QoQ+5.41%)，归母净利润 2.09 亿元 (YoY+40.57%，QoQ+322.2%)，毛利率 19.79% (YoY-1.53pct，QoQ+3.13pct)。

25 年公司集成电路与分立器件业务稳步增长，高门槛产品占比超 80%。2025 年集成电路业务营收 49.24 亿元 (YoY+20%)，其中：IPM 模块 (营业收入 36.48 亿元，YoY+25%)、MEMS 传感器 (营业收入 2.8 亿元，YoY+12%)、32 位 MCU 电路 (YoY+55%)、快充电路、ASIC 电路、车规级模拟电路等产品的出货量明显加快；分立器件业务收入 63.79 亿元 (YoY+17%)，其中应用于汽车、光伏的 IGBT 和 SiC 产品收入达 32.73 亿元 (YoY+43%)，车规级 SiC MOSFET 模块累计出货超 10 万颗，并已批量应用于 AI 算力中心电源；发光二极管业务营收 7.65 亿元，与去年持平。目前，公司已有超过 80% 的收入来自大型白电、通讯、工业、新能源、汽车等高门槛市场。

未来通过碳化硅与模拟产品布局，公司产品矩阵持续丰富。2025 年士兰集科 12 英寸线 (产出 63.74 万片，YoY+19%；营业收入 31.87 亿元，YoY+24%)，士兰集成 5/6 英寸线 (产出 277.10 万片，YoY+18%)，士兰集昕 8/12 英寸线 (产出 81.95 万片，YoY+10%，营业收入 15.27 亿元，YoY+7%) 均实现满产。未来随着碳化硅与模拟产品布局，为公司持续增长奠定基础，新增产能包括：1) 规划总投资 200 亿元的 12 英寸高端模拟集成电路芯片生产线 (士兰集华)；2) 6 英寸 SiC 产线 (士兰明镓) 月产能已达 1 万片，预计 2026 年实现满产；8 英寸 SiC 功率器件芯片生产线 (士兰集宏) 已于 2025 年四季度通线，月产 5000 片，预计 2026 年下半年正式投产。

投资建议：考虑 1Q26 公司毛利率高于此前预期，结合行业价格逐步回暖，上调毛利率，预计 26-28 年归母净利润 8.09/12.17/16.09 亿元 (前值 26-27 年 8.03/11.39 亿元)，对应 PB 4.65/4.44/4.18x，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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	11,221	13,052	15,612	18,878	22,758
(+/-%)	20.1%	16.3%	19.6%	20.9%	20.6%
净利润(百万元)	220	399	809	1217	1609
(+/-%)	714.4%	81.3%	103.1%	50.4%	32.2%
每股收益(元)	0.13	0.24	0.49	0.73	0.97
EBIT Margin	3.7%	4.7%	7.8%	9.5%	10.0%
净资产收益率 (ROE)	1.8%	3.3%	6.5%	9.4%	11.7%
市盈率 (PE)	261.9	144.5	71.1	47.3	35.8
EV/EBITDA	41.9	36.2	31.5	24.3	20.9
市净率 (PB)	4.71	4.81	4.65	4.44	4.18

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：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

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

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

证券分析师：连欣然

010-88005482

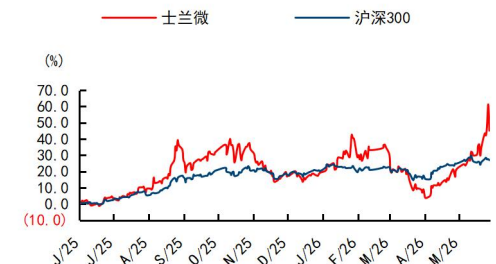
lianxinran@guosen.com.cn

S0980525080004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	34.60 元
总市值/流通市值	57577/57577 百万元
52 周最高价/最低价	39.14/23.35 元
近 3 个月日均成交额	1596.93 百万元

市场走势



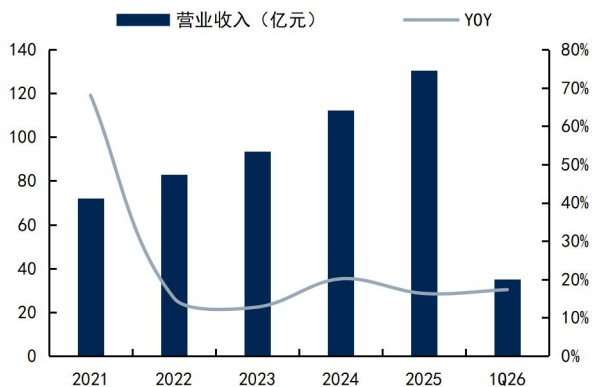
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《士兰微 (600460.SH) - 全球份额稳步提升，碳化硅上车加速推进》——2025-06-27

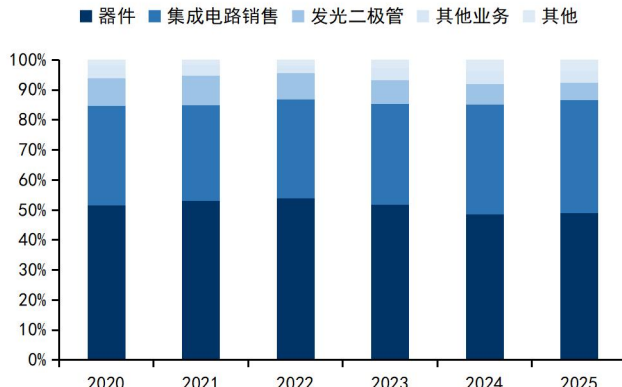
《士兰微 (600460.SH) - 营收连续多季度环比增长，市场份额持续提升》——2024-08-26

图1: 公司近五年营业收入及增速 (亿元、%)



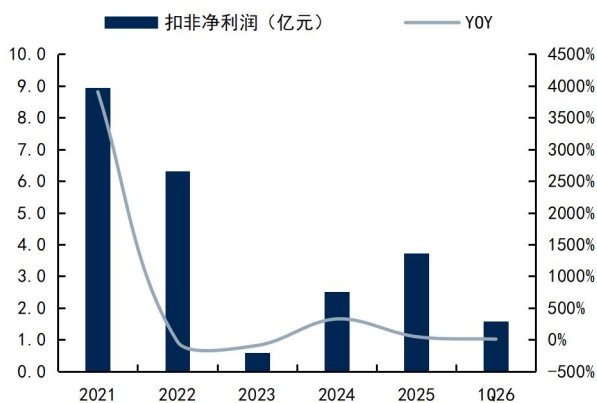
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构



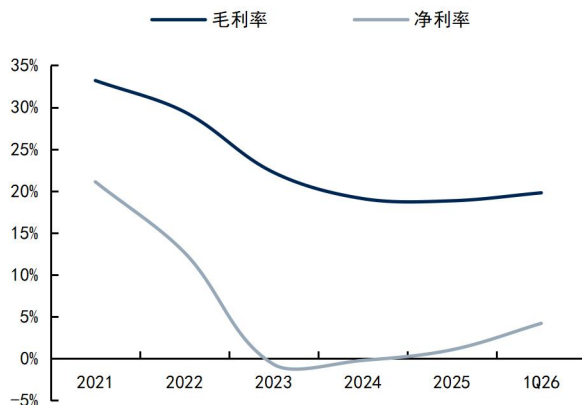
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年扣非净利润及增速 (亿元、%)



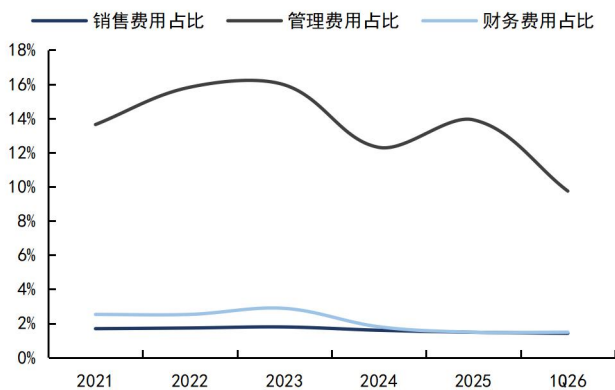
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率与净利率情况 (%、%)



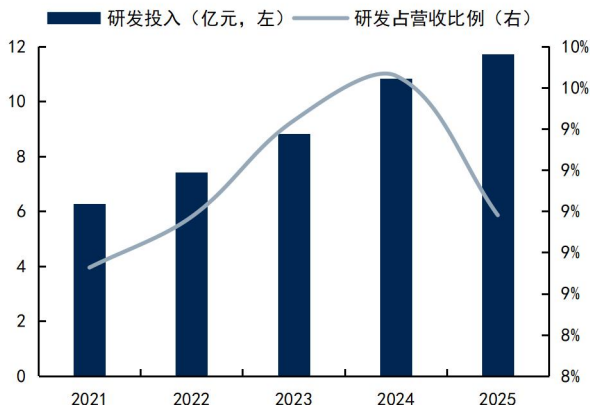
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	4520	5036	5674	6070	6486	营业收入	11221	13052	15612	18878	22758
应收款项	3059	3612	4321	5225	6298	营业成本	9079	10593	12430	14749	17651
存货净额	3899	3882	4706	5584	6732	营业税金及附加	53	57	69	85	101
其他流动资产	1872	1704	1996	2402	2890	销售费用	179	193	215	250	302
流动资产合计	13351	14235	16696	19281	22405	管理费用	461	504	446	516	641
固定资产	8677	9413	9784	9908	9817	研发费用	1034	1091	1227	1484	1788
无形资产及其他	370	404	388	372	356	财务费用	202	193	319	372	418
其他长期资产	1121	988	988	988	988	投资收益	(8)	(37)	57	4	8
长期股权投资	1278	1729	1729	1729	1729	资产减值及公允价值变动	(445)	(353)	(210)	(231)	(259)
资产总计	24797	26768	29585	32277	35294	其他	138	124	110	100	104
短期借款及交易性金融负债	3460	3014	4626	5957	7114	营业利润	(101)	155	864	1295	1710
应付款项	3102	3737	4529	5375	6479	营业外净收支	(7)	(17)	(11)	(11)	(13)
其他流动负债	623	646	779	923	1115	利润总额	(107)	138	854	1284	1697
流动负债合计	7185	7397	9934	12255	14708	所得税费用	(83)	(1)	43	64	85
长期借款及应付债券	2603	5725	5725	5725	5725	少数股东损益	(244)	(260)	2	2	3
其他长期负债	1186	825	698	458	215	归属于母公司净利润	220	399	809	1217	1609
长期负债合计	3789	6550	6423	6183	5940	现金流量表 (百万元)					
负债合计	10973	13947	16357	18438	20648	净利润	(24)	138	811	1220	1612
少数股东权益	1609	852	854	856	859	资产减值准备	308	335	171	217	245
股东权益	12215	11969	12373	12982	13787	折旧摊销	1221	1364	1122	1330	1471
负债和股东权益总计	24797	26768	29585	32277	35294	公允价值变动损失	136	19	39	14	13
关键财务与估值指标						财务费用	240	242	319	372	418
每股收益	0.13	0.24	0.49	0.73	0.97	营运资本变动	(534)	94	(1064)	(1453)	(1669)
每股红利	0.11	0.15	0.24	0.37	0.48	其它	(905)	(694)	(490)	(588)	(663)
每股净资产	7.34	7.19	7.44	7.80	8.28	经营活动现金流	443	1498	908	1111	1428
ROIC	1%	4%	6%	8%	9%	资本开支	(1681)	(1632)	(1478)	(1437)	(1364)
ROE	2%	3%	7%	9%	12%	其它投资现金流	(279)	(306)	0	0	0
毛利率	19%	19%	20%	22%	22%	投资活动现金流	(1961)	(1938)	(1478)	(1437)	(1364)
EBIT Margin	4%	5%	8%	10%	10%	权益性融资	510	1	0	0	0
EBITDA Margin	15%	15%	15%	17%	16%	负债净变化	(828)	3122	0	0	0
收入增长	20%	16%	20%	21%	21%	支付股利、利息	(189)	(252)	(405)	(609)	(805)
净利润增长率	714%	81%	103%	50%	32%	其它融资现金流	371	(1892)	1612	1331	1157
资产负债率	51%	55%	58%	60%	61%	融资活动现金流	(135)	979	1207	722	352
息率	0.3%	0.4%	0.7%	1.1%	1.4%	现金净变动	(1646)	532	638	396	416
P/E	261.9	144.5	71.1	47.3	35.8	货币资金的期初余额	6088	4442	4974	5612	6008
P/B	4.7	4.8	4.7	4.4	4.2	货币资金的期末余额	4442	4974	5612	6008	6424
EV/EBITDA	41.9	36.2	31.5	24.3	20.9	企业自由现金流	(902)	442	(255)	144	599
						权益自由现金流	(1359)	1672	1054	1122	1359

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

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