

士兰微 (600460)

证券研究报告

2022年05月05日

22Q1 符合预期，12 吋车规&特色工艺加速布局

事件：公司发布 2022 年一季报；2022 年第一季度公司实现营业收入 20.01 亿元，同比增加 35.65%；实现归母净利 2.68 亿元，同比增加 54.54%；实现归母扣非净利 2.60 亿元，同比增加 59.41%。

公司在新能源、汽车、白电等高端市场持续突破，各产品线皆取得大幅度的增长。公司前瞻布局 12 吋产线，其中一期产能已完成建设目标，实现多个产品量产，随着二期项目进度加快，助力公司产品进一步升级，推动满足车规要求的产品在 12 吋产线上量；我们看好公司产能释放+产品结构优化量价齐升双逻辑，有望推动公司各项业务加速发展。

公司持续推进 12 吋车规&特殊工艺建设，巩固 IDM 核心竞争力。子公司士兰集科总计产出 12 吋超过 20 万片，截至 21 年 12 月月产能已超过 3.6 万片；随着二期项目建设进度加快，士兰集科 12 吋线工艺和产品平台还将进一步提升，公司将持续推动满足车规要求的功率芯片和电路在 12 吋线上量，有望占据优势。此外，根据第七届董事会第三十四次会议决议公告，公司拟通过士兰集昕投资建设年产 36 万片 12 英寸芯片生产线项目，进一步提升公司在特殊工艺芯片研发和制造。

产品下游应用持续拓展，带动公司业务快速增长。公司 21 年集成电路业务营收达到 22.93 亿元，同比增长 61.5%；其中公司 IPM 模块 21 年营收突破 8.6 亿元，同比增长 100%以上，国内多家主流的白电整机厂商使用了超过 3,800 万颗公司 IPM 模块，使用量同比增加 110%，国产替代持续推进。公司 21 年分立器件产品营收达到 38.13 亿元，同比增长 73.1%；细分产品包含 MOSFET、IGBT、PIM 等研发持续突破，应用场景方面公司已经加快进入新能源汽车、光伏等市场。MEMS 传感器产品营收突破 2.6 亿元，同比增加 80%以上，其中，加速度传感器等产品已在 8 吋线上实现了批量产出，加快向白电、工业、汽车等领域拓展。公司 21 年发光二极管产品营收达到 7.08 亿元，同比增长 81.05%，公司持续巩固传统 LED 彩屏市场份额，并加速 Mini-LED 的芯片研发与客户拓展。

碳化硅 MOSFET 蓄势待发，紧抓新能源汽车发展机遇。公司碳化硅功率器件的中试线已在 21 年上半年实现通线，目前公司已完成车规级 SiC-MOSFET 器件的研发，处于送样开始量产的阶段。产能方面在士兰明镓建设一条 6 吋 SiC 功率器件芯片生产线，预计于 22 年三季度实现通线；公司加快 SiC 器件和模块布局，紧抓 SiC 模块在国内新能源汽车大量使用的黄金期。

投资建议：公司持续发挥 IDM 模式的优势，产能释放与产品结构优化带动公司业绩持续增长，我们预计公司 2022~2024 年归母净利润分别为 15.77、20.09、25.22 亿元。

风险提示：订单不及预期风险、新产品开发不及预期风险、疫情造成供应链风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,280.56	7,194.15	10,052.48	13,101.87	16,683.22
增长率(%)	37.61	68.07	39.73	30.33	27.33
EBITDA(百万元)	1,142.77	3,108.22	2,696.86	3,305.24	3,931.21
净利润(百万元)	67.60	1,517.73	1,577.11	2,009.05	2,521.81
增长率(%)	365.16	2,145.25	3.91	27.39	25.52
EPS(元/股)	0.05	1.07	1.11	1.42	1.78
市盈率(P/E)	879.84	39.19	37.71	29.60	23.58
市净率(P/B)	17.25	9.28	7.85	6.46	5.23
市销率(P/S)	13.89	8.27	5.92	4.54	3.56
EV/EBITDA	30.69	24.90	22.78	17.51	14.99

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	42 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,416.07
流通 A 股股本(百万股)	1,333.72
A 股总市值(百万元)	59,475.02
流通 A 股市值(百万元)	56,016.32
每股净资产(元)	4.72
资产负债率(%)	48.30
一年内最高/最低(元)	74.78/31.30

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

程如莹 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521110002
chengruiying@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《士兰微-公司点评:12 吋产线进展顺利，车规级 IGBT 产能持续扩大》2022-03-10
- 《士兰微-首次覆盖报告:功率 IDM 产能加速释放，新能源驱动产品升级》2022-02-11

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,110.40	2,323.44	804.20	2,289.24	1,334.66
应收票据及应收账款	1,309.92	1,814.21	3,653.11	2,912.57	5,313.73
预付账款	16.65	32.64	34.44	49.26	62.73
存货	1,387.91	1,912.95	3,918.76	3,165.36	6,471.99
其他	554.96	766.72	644.78	690.84	794.61
流动资产合计	4,379.84	6,849.96	9,055.30	9,107.26	13,977.72
长期股权投资	731.38	893.42	893.42	893.42	893.42
固定资产	3,029.10	3,969.71	3,442.01	2,914.31	2,386.61
在建工程	589.23	649.49	649.49	649.49	649.49
无形资产	284.86	289.26	241.77	194.27	146.78
其他	825.70	1,154.52	879.36	925.34	940.50
非流动资产合计	5,460.27	6,956.40	6,106.06	5,576.84	5,016.81
资产总计	9,840.11	13,806.36	15,161.35	14,684.10	18,994.53
短期借款	2,010.84	2,170.74	2,013.45	0.00	46.84
应付票据及应付账款	914.15	1,421.29	2,487.87	2,259.26	4,200.54
其他	744.94	1,406.28	987.98	1,067.44	1,181.58
流动负债合计	3,669.93	4,998.31	5,489.31	3,326.70	5,428.97
长期借款	663.92	356.29	340.00	301.00	298.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	986.65	1,333.20	1,040.91	1,120.26	1,164.79
非流动负债合计	1,650.57	1,689.49	1,380.91	1,421.26	1,462.79
负债合计	5,332.89	6,697.78	6,870.22	4,747.95	6,891.76
少数股东权益	1,059.19	698.08	709.97	723.12	738.28
股本	1,312.06	1,416.07	1,416.07	1,416.07	1,416.07
资本公积	784.64	2,137.33	2,137.33	2,137.33	2,137.33
留存收益	1,355.03	2,851.76	4,028.29	5,659.26	7,809.37
其他	(3.70)	5.34	(0.53)	0.37	1.73
股东权益合计	4,507.22	7,108.58	8,291.13	9,936.15	12,102.77
负债和股东权益总计	9,840.11	13,806.36	15,161.35	14,684.10	18,994.53

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	(22.64)	1,518.00	1,577.11	2,009.05	2,521.81
折旧摊销	465.68	530.34	575.19	575.19	575.19
财务费用	172.07	177.91	175.92	204.05	261.01
投资损失	(3.13)	62.34	15.00	28.00	41.00
营运资金变动	(753.78)	(801.06)	(2,799.01)	1,295.46	(3,784.17)
其它	286.82	(527.77)	35.89	36.45	40.61
经营活动现金流	145.03	959.75	(419.90)	4,148.20	(344.54)
资本支出	462.42	1,333.08	292.29	(79.34)	(44.53)
长期投资	113.04	162.05	0.00	0.00	0.00
其他	(1,325.67)	(2,688.62)	(334.00)	8.14	(44.74)
投资活动现金流	(750.21)	(1,193.49)	(41.71)	(71.20)	(89.28)
债权融资	254.78	131.90	(647.13)	(2,211.73)	(147.80)
股权融资	(12.97)	1,465.73	(410.49)	(380.23)	(372.97)
其他	431.38	(144.27)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	673.19	1,453.36	(1,057.63)	(2,591.96)	(520.76)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	68.00	1,219.63	(1,519.24)	1,485.04	(954.58)

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,280.56	7,194.15	10,052.48	13,101.87	16,683.22
营业成本	3,317.41	4,806.45	6,765.98	8,871.53	11,348.25
营业税金及附加	26.46	38.61	65.59	78.93	99.63
销售费用	112.59	121.41	150.79	248.94	316.98
管理费用	248.47	302.43	331.73	393.06	517.18
研发费用	428.77	586.89	703.67	851.62	1,101.09
财务费用	167.92	181.35	175.92	204.05	261.01
资产/信用减值损失	(134.54)	(95.77)	(92.00)	(102.12)	(99.09)
公允价值变动收益	4.97	685.83	19.96	20.25	22.84
投资净收益	(3.56)	(75.45)	(15.00)	(28.00)	(41.00)
其他	147.84	(1,092.20)	0.00	0.00	0.00
营业利润	(35.77)	1,734.59	1,771.76	2,343.88	2,921.82
营业外收入	2.60	4.78	3.87	3.75	4.13
营业外支出	4.55	8.79	5.58	6.31	6.89
利润总额	(37.72)	1,730.58	1,770.05	2,341.33	2,919.06
所得税	(15.08)	212.58	177.00	316.08	379.48
净利润	(22.64)	1,518.00	1,593.04	2,025.25	2,539.59
少数股东损益	(90.23)	0.28	15.93	16.20	17.78
归属于母公司净利润	67.60	1,517.73	1,577.11	2,009.05	2,521.81
每股收益(元)	0.05	1.07	1.11	1.42	1.78

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	37.61%	68.07%	39.73%	30.33%	27.33%
营业利润	-72.65%	-4949.83%	2.14%	32.29%	24.66%
归属于母公司净利润	365.16%	2145.25%	3.91%	27.39%	25.52%
获利能力					
毛利率	22.50%	33.19%	32.69%	32.29%	31.98%
净利率	1.58%	21.10%	15.69%	15.33%	15.12%
ROE	1.96%	23.68%	20.80%	21.81%	22.19%
ROIC	1.52%	29.42%	24.89%	23.10%	36.32%
偿债能力					
资产负债率	54.20%	48.51%	45.31%	32.33%	36.28%
净负债率	45.22%	16.01%	26.37%	-13.15%	-1.97%
流动比率	1.19	1.37	1.65	2.74	2.57
速动比率	0.81	0.99	0.94	1.79	1.38
营运能力					
应收账款周转率	3.81	4.61	3.68	3.99	4.06
存货周转率	3.05	4.36	3.45	3.70	3.46
总资产周转率	0.46	0.61	0.69	0.88	0.99
每股指标(元)					
每股收益	0.05	1.07	1.11	1.42	1.78
每股经营现金流	0.10	0.68	-0.30	2.93	-0.24
每股净资产	2.43	4.53	5.35	6.51	8.03
估值比率					
市盈率	879.84	39.19	37.71	29.60	23.58
市净率	17.25	9.28	7.85	6.46	5.23
EV/EBITDA	30.69	24.90	22.78	17.51	14.99
EV/EBIT	50.77	29.81	28.96	21.20	17.56

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com