

2023 年 08 月 31 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# Q2 利润端短期承压，多产品布局助力中长期发展

## ——士兰微（600460.SH）公司事件点评报告 买入(维持) 事件

分析师：毛正 S1050521120001

maozheng@cfsc.com.cn

分析师：吕卓阳 S1050523060001

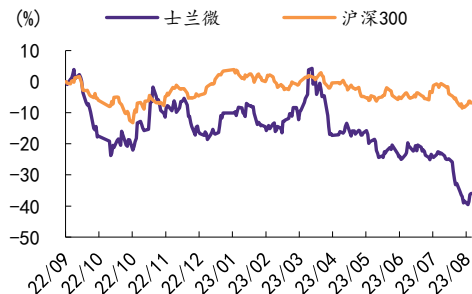
luzy@cfsc.com.cn

### 基本数据

2023-08-31

|             |            |
|-------------|------------|
| 当前股价（元）     | 25.35      |
| 总市值（亿元）     | 359        |
| 总股本（百万股）    | 1416       |
| 流通股本（百万股）   | 1416       |
| 52 周价格范围（元） | 23.9-41.36 |
| 日均成交额（百万元）  | 706.69     |

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《士兰微（600460）：营收稳步增长，功率半导体 IDM 龙头多点开花》2023-05-24
- 2、《士兰微（600460）：产品结构持续优化，定增加码加快产能建设》2022-10-17
- 3、《士兰微（600460）：2022H1 业绩符合预期，产品结构优化助力成长》2022-08-25

士兰微于 8 月 19 日发布 2023 年半年报：公司 2023 年上半年实现营收 44.76 亿元，同比增长 6.95%；实现归母净利润-0.41 亿元，同比下降 106.88%；实现扣非归母净利润 1.63 亿元，同比下降 67.66%；毛利率为 24.20%。

### 投资要点

#### ■ 市场结构性分化明显，Q2 营收环比增长。

2023 年上半年，国内半导体市场仍然呈现显著的结构分化：普通消费电子市场的需求相对较弱，而汽车和新能源市场的需求则较为旺盛；此外，受国家政策引导影响，国产芯片替代进程明显加速。2023 年二季度，公司实现营收 24.09 亿元，同比增长 10.33%，环比增长 16.60%；然而，归母净利润为-2.55 亿元，同比下降 177.01%，环比下降 219.16%，扣非归母净利润为 0.49 亿元，同比下降 79.70%，环比下降 56.64%。2023Q2 公司盈利水平下降的主要原因在于（1）公司在上半年持有的其他非流动金融资产中昱能科技、安路科技股票价格下跌，导致其公允价值变动产生 2.25 亿亏损。

（2）公司在大型白电、通讯、工业、新能源、汽车等高门槛市场加强产品推广。

#### ■ 集成电路产品出货量显著提升，营收有望快速增长。

2023 年上半年，公司 IPM 模块、DC-DC 电路、LED 照明及低压电机驱动电路、32 位 MCU 电路、快充电路等产品的出货量显著提升。其中，公司 IPM 模块广泛应用于国内多家主流白电整机厂商，使用量超过 5,300 万颗，同比增加 51%，在工业和汽车上的使用量已分别达到 560 万颗和 60 万颗；六轴惯性传感器（IMU）已实现批量销售，并已通过某国内品牌手机厂商验证；MEMS 传感器产品加大在消费领域的供应，并加速向白电、工业、汽车等领域拓展。公司集成电路产品出货量的明显加快有望助力公司营收快速增长。

#### ■ 模块产品即将量产，核心技术助力产能拓展。

公司已完成第二代平面栅 SiC-MOSFET 技术的开发，基于该技术的电动汽车主电机驱动模块，已通过部分客户测试，2023 年三季度有望实现量产和交付。公司利用多条产品线的特点拓展工艺技术与产品平台，专注于先进的车规和工业级电源

管理产品、车规和工业级功率半导体器件与模块技术、MEMS 传感器产品与工艺技术、车规和工业级的信号链混合信号处理电路、光电系列产品等五大技术领域，全力推动特殊工艺研发、制造平台的产能拓展。

## ■ 盈利预测

考虑到 2023 年下游普通消费电子市场景气度相对较低，需求恢复不及预期，我们下调相关盈利预期，预测公司 2023-2025 年收入分别为 90.6、102.4、117.2 亿元，EPS 分别为 0.45、0.71、0.91 元，当前股价对应 PE 分别为 57、36、28 倍。但公司在国内分立器件领域具有龙头地位，并且 IDM 模式下成本把控能力强，市场前景广阔，因此维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

下游需求景气度恢复不及预期；公司产能利用率不及预期；新产品研发进程不及预期；客户开拓不及预期等。

| 预测指标       | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元）  | 8,282  | 9,060  | 10,243 | 11,724 |
| 增长率（%）     | 15.1%  | 9.4%   | 13.1%  | 14.5%  |
| 归母净利润（百万元） | 1,052  | 634    | 1,011  | 1,290  |
| 增长率（%）     | -30.7% | -39.8% | 59.6%  | 27.5%  |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.74   | 0.45   | 0.71   | 0.91   |
| ROE（%）     | 13.0%  | 7.4%   | 11.0%  | 12.7%  |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

| 资产负债表         | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 利润表              | 2022A        | 2023E        | 2024E         | 2025E         |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产：</b>  |              |              |              |              | <b>营业收入</b>      | <b>8,282</b> | <b>9,060</b> | <b>10,243</b> | <b>11,724</b> |
| 现金及现金等价物      | 2,230        | 4,786        | 6,428        | 8,098        | 营业成本             | 5,843        | 6,999        | 7,564         | 8,461         |
| 应收款           | 2,168        | 2,039        | 2,329        | 2,698        | 营业税金及附加          | 29           | 18           | 20            | 23            |
| 存货            | 3,072        | 2,952        | 3,221        | 3,626        | 销售费用             | 143          | 625          | 697           | 797           |
| 其他流动资产        | 756          | 164          | 182          | 204          | 管理费用             | 377          | 263          | 307           | 340           |
| 流动资产合计        | 8,226        | 9,941        | 12,160       | 14,626       | 财务费用             | 209          | 195          | 225           | 254           |
| <b>非流动资产：</b> |              |              |              |              | 研发费用             | 711          | 426          | 492           | 574           |
| 金融类资产         | 28           | 28           | 28           | 28           | 费用合计             | 1,440        | 1,509        | 1,720         | 1,965         |
| 固定资产          | 4,255        | 4,050        | 3,845        | 3,560        | 资产减值损失           | -78          | -90          | -90           | -90           |
| 在建工程          | 1,546        | 1,347        | 1,179        | 1,119        | 公允价值变动           | 426          | -70          | -70           | -70           |
| 无形资产          | 263          | 265          | 266          | 261          | 投资收益             | -174         | -70          | -70           | -70           |
| 长期股权投资        | 998          | 998          | 998          | 998          | <b>营业利润</b>      | <b>1,194</b> | <b>784</b>   | <b>1,239</b>  | <b>1,574</b>  |
| 其他非流动资产       | 1,634        | 1,634        | 1,634        | 1,634        | 加：营业外收入          | 3            | 10           | 10            | 10            |
| 非流动资产合计       | 8,695        | 8,292        | 7,921        | 7,571        | 减：营业外支出          | 4            | 30           | 30            | 30            |
| 资产总计          | 16,920       | 18,233       | 20,080       | 22,197       | <b>利润总额</b>      | <b>1,192</b> | <b>764</b>   | <b>1,219</b>  | <b>1,554</b>  |
| <b>流动负债：</b>  |              |              |              |              | 所得税费用            | 145          | 130          | 207           | 264           |
| 短期借款          | 2,466        | 3,466        | 4,466        | 5,466        | <b>净利润</b>       | <b>1,048</b> | <b>634</b>   | <b>1,011</b>  | <b>1,290</b>  |
| 应付账款、票据       | 1,728        | 1,480        | 1,600        | 1,790        | 少数股东损益           | -5           | 0            | 0             | 0             |
| 其他流动负债        | 1,309        | 1,309        | 1,309        | 1,309        | <b>归母净利润</b>     | <b>1,052</b> | <b>634</b>   | <b>1,011</b>  | <b>1,290</b>  |
| 流动负债合计        | 5,535        | 6,404        | 7,544        | 8,758        |                  |              |              |               |               |
| <b>非流动负债：</b> |              |              |              |              | <b>主要财务指标</b>    | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b>  |
| 长期借款          | 2,109        | 2,109        | 2,109        | 2,109        | <b>成长性</b>       |              |              |               |               |
| 其他非流动负债       | 1,206        | 1,206        | 1,206        | 1,206        | 营业收入增长率          | 15.1%        | 9.4%         | 13.1%         | 14.5%         |
| 非流动负债合计       | 3,315        | 3,315        | 3,315        | 3,315        | 归母净利润增长率         | -30.7%       | -39.8%       | 59.6%         | 27.5%         |
| 负债合计          | 8,850        | 9,719        | 10,858       | 12,072       | <b>盈利能力</b>      |              |              |               |               |
| <b>所有者权益</b>  |              |              |              |              | 毛利率              | 29.4%        | 22.7%        | 26.2%         | 27.8%         |
| 股本            | 1,416        | 1,416        | 1,416        | 1,416        | 四项费用/营收          | 17.4%        | 16.7%        | 16.8%         | 16.8%         |
| 股东权益          | 8,070        | 8,514        | 9,222        | 10,125       | 净利率              | 12.6%        | 7.0%         | 9.9%          | 11.0%         |
| 负债和所有者权益      | 16,920       | 18,233       | 20,080       | 22,197       | ROE              | 13.0%        | 7.4%         | 11.0%         | 12.7%         |
|               |              |              |              |              | <b>偿债能力</b>      |              |              |               |               |
| <b>现金流量表</b>  | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 资产负债率            | 52.3%        | 53.3%        | 54.1%         | 54.4%         |
| 净利润           | 1048         | 634          | 1011         | 1290         | <b>营运能力</b>      |              |              |               |               |
| 少数股东权益        | -5           | 0            | 0            | 0            | 总资产周转率           | 0.5          | 0.5          | 0.5           | 0.5           |
| 折旧摊销          | 707          | 439          | 418          | 398          | 应收账款周转率          | 3.8          | 4.4          | 4.4           | 4.3           |
| 公允价值变动        | 426          | -70          | -70          | -70          | 存货周转率            | 1.9          | 2.4          | 2.4           | 2.3           |
| 营运资金变动        | -1973        | 710          | -438         | -582         | <b>每股数据(元/股)</b> |              |              |               |               |
| 经营活动现金净流量     | 204          | 1712         | 922          | 1035         | EPS              | 0.74         | 0.45         | 0.71          | 0.91          |
| 投资活动现金净流量     | -1770        | 405          | 373          | 344          | P/E              | 34.1         | 56.6         | 35.5          | 27.8          |
| 筹资活动现金净流量     | 1435         | 810          | 697          | 613          | P/S              | 4.3          | 4.0          | 3.5           | 3.1           |
| 现金流量净额        | -120         | 2,926        | 1,991        | 1,993        | P/B              | 4.9          | 4.6          | 4.2           | 3.8           |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## ■ 电子组介绍

**毛正：**复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

**高永豪：**复旦大学物理学博士，曾先后就职于华为技术有限公司，东方财富证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所

**吕卓阳：**澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。

2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | > 20%               |
| 2 | 增持   | 10% — 20%           |
| 3 | 中性   | -10% — 10%          |
| 4 | 卖出   | < -10%              |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | > 10%               |
| 2 | 中性   | -10% — 10%          |
| 3 | 回避   | < -10%              |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。