

斯达半导 (603290.SH)

1Q25 营收同比增长 14%，碳化硅、IPM 与 MCU 多维拓展

优于大市

核心观点

公司 1Q25 营收同比增长 14%，利润环比修复。公司主要产品为 IGBT、FRD、碳化硅为主的功率半导体芯片、单管和模块；24 年受下游光伏客户去库存等因素影响，公司营收 33.9 亿元 (YoY-7.4%)，归母净利润 5.08 亿元 (YoY-44.24%)，行业竞争激烈价格下降，毛利率 31.55% (YoY-5.95pct)。进入 1Q25，随着光伏新品推出叠加行业竞争缓解，公司单季度营收 9.19 亿元 (YoY+14.22%，QoQ-5.82%) 重回增长，归母净利润 1.04 亿元 (YoY-36.22%，QoQ+22.95%)，扣非归母净利润 1.02 亿元 (YoY-37.2%，QoQ+36.54%) 环比改善，受价格年降影响毛利率 30.38% (YoY-1.41pct，QoQ-0.84pct)。

24 年光伏同比下降，新能源汽车同比增长 26.72%。公司 2024 年新能源行业营业收入为 20.09 亿元 (YoY-6.83%)。其中，新能源汽车行业营收同比增长 26.72%，但光伏 IGBT 需求受去库存因素影响同比下降。基于第七代微沟槽技术的 750V 车规 IGBT 模块持续放量，1200V 车规 IGBT 模块批量装车，新增多个 800V 系统定点，25 年车规模块有望保持加速增长；基于第七代微沟槽技术的 IGBT 模块在最新的 320KW 组串式光伏逆变器迅速上量，面向工商业光伏 150KW 逆变器模块大批量装机，随新品上量 25 年光伏有望加速改善。

24 年工控下滑，海外基本稳定，白电收购美垦半导体有望加速增长。受宏观经济影响，24 年公司工控及电源营收为 11 亿元 (YoY-14%) 增速回落，公司在汇川技术、施耐德、丹佛斯等头部企业已实现长期稳定供货。公司海外收入 2.00 亿元 (YoY-12.72%)，受欧洲经济影响回落，车规级 IGBT 模块在欧洲、印度、北美等地区大批量交付，后续有望随景气度修复改善。公司变频白色家电营收 2.72 亿元 (YoY+34.18%)，公司与美的集团就美垦半导体股权转让达成协议，收购美垦后公司 IPM 在家电领域份额有望持续提升。

SiC MOSFET 模块客户持续拓展，MCU 有望成为公司新增长曲线。24 年上半年，公司 SiC MOSFET 模块在国内外新能源汽车稳定大批量交付，自研车规级 SiC MOSFET 芯片的模块批量装车并新增多个海外一线品牌 Tier1 的 SiC MOSFET 主电机控制器项目平台定点。此外，公司成立了 MCU 事业部，从事工控和车规 MCU 研发，有望成为公司新增长曲线。

投资建议：中长期维度我们看好公司海外市场拓展与碳化硅的先发优势，短期考虑公司新产品线投入费用增加，上调公司费用率，预计 25-27 年公司归母净利润 5.56/7.19/8.00 亿元 (前值 25-26 年 8.91/10.76 亿元)，对应 25-27 年 PE 分别为 35/27/24 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新能源需求不及预期，MCU 等产品客户进展不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,663	3,391	4,127	4,786	5,454
(+/-%)	35.4%	-7.4%	21.7%	16.0%	14.0%
净利润 (百万元)	911	508	556	719	800
(+/-%)	11.4%	-44.2%	9.6%	29.2%	11.3%
每股收益 (元)	5.33	2.12	2.32	3.00	3.34
EBIT Margin	26.1%	16.6%	15.8%	18.2%	17.7%
净资产收益率 (ROE)	14.1%	7.6%	7.8%	9.3%	9.5%
市盈率 (PE)	15.3	38.5	35.1	27.2	24.4
EV/EBITDA	15.0	28.7	19.7	14.0	12.2
市净率 (PB)	2.17	2.92	2.73	2.52	2.31

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究 · 财报点评

电子 · 半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	80.89 元
总市值/流通市值	19371/19371 百万元
52 周最高价/最低价	118.66/66.66 元
近 3 个月日均成交额	261.08 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

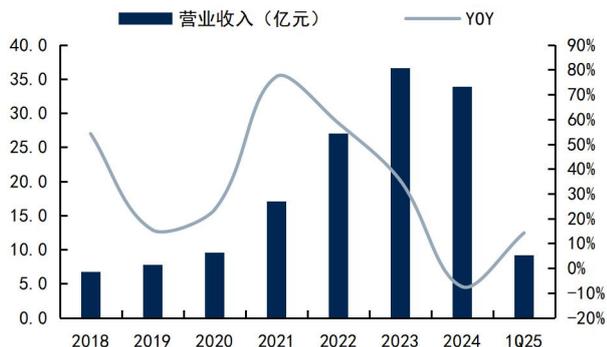
《斯达半导 (603290.SH) - 下游光伏需求短期回落，客户与产品持续拓展》——2024-09-08

《斯达半导 (603290.SH) - 毛利率短期承压，海外市场与碳化硅起量有望修复产品价格中枢》——2024-05-06

《斯达半导 (603290.SH) - 3Q23 毛利率环比增加 0.62pct，IGBT 模块产品显韧性》——2023-11-12

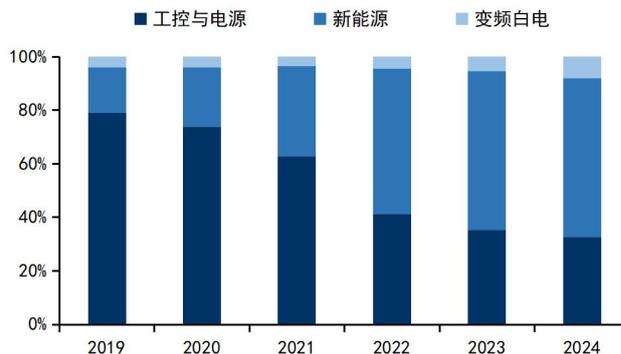
《斯达半导 (603290.SH) - 2023 营收同比增长 48%，新能源为主要增长动力》——2023-09-02

图1: 公司近年营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



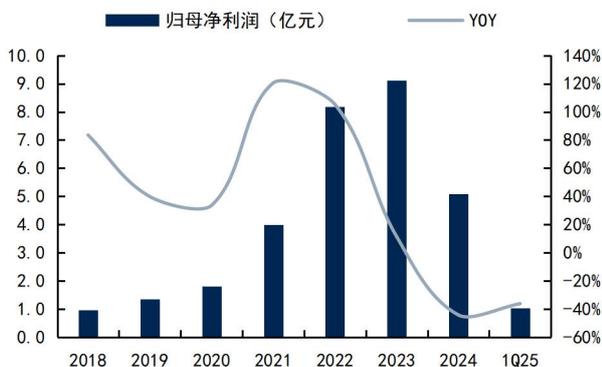
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构 (单位: 亿元)



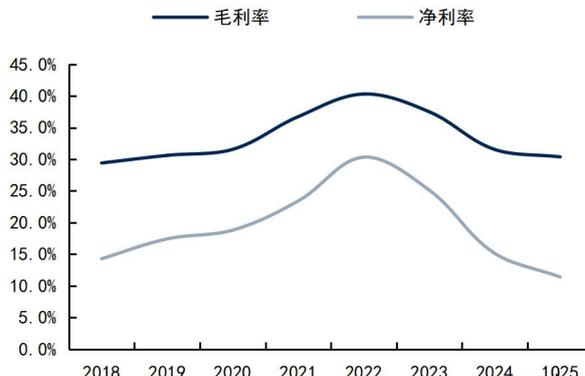
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



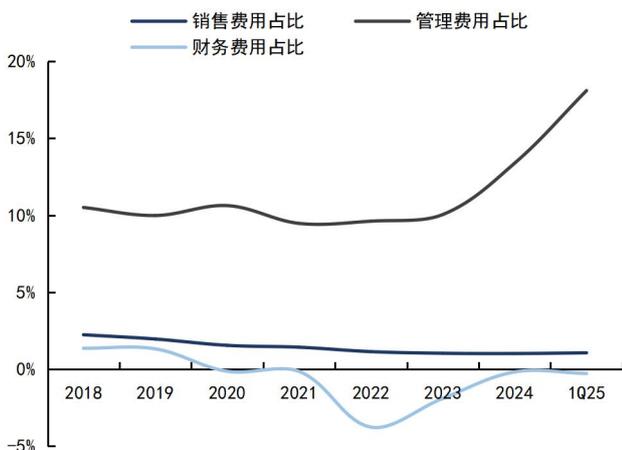
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率与净利率情况 (单位: %、%)



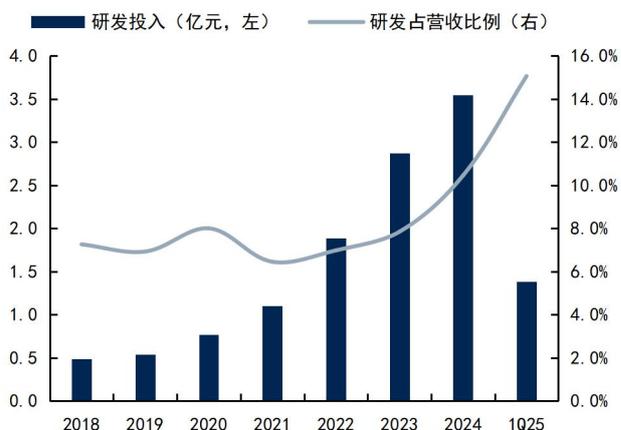
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年费用率 (%)



资料来源: 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: 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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1911	1190	796	637	509	营业收入	3663	3391	4127	4786	5454
应收款项	696	914	1113	1291	1471	营业成本	2289	2321	2832	3268	3715
存货净额	1261	1280	1406	1503	1685	营业税金及附加	12	18	18	21	25
其他流动资产	498	449	550	640	731	销售费用	38	35	34	47	53
流动资产合计	4366	3833	3865	4070	4396	管理费用	81	100	119	125	148
固定资产	3174	5561	6652	7304	7664	研发费用	287	354	471	455	549
无形资产及其他	105	108	104	99	95	财务费用	(70)	(6)	66	85	86
其他长期资产	839	144	144	144	144	投资收益	2	4	6	4	5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	4	(33)	4	3	2
资产总计	8484	9646	10764	11617	12299	其他	25	66	46	40	38
短期借款及交易性金融负债	5	19	499	585	376	营业利润	1057	606	643	831	923
应付款项	568	798	876	937	1050	营业外净收支	(13)	0	(4)	(6)	(3)
其他流动负债	119	184	203	218	245	利润总额	1044	606	639	826	919
流动负债合计	691	1001	1578	1739	1671	所得税费用	123	93	77	99	110
长期借款及应付债券	1042	1607	1607	1607	1607	少数股东损益	10	6	6	8	9
其他长期负债	255	294	353	423	479	归属于母公司净利润	911	508	556	719	800
长期负债合计	1297	1901	1960	2030	2085	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1989	2902	3538	3769	3757	净利润	921	513	562	727	809
少数股东权益	59	62	71	83	96	资产减值准备	1	33	0	0	0
股东权益	6435	6682	7155	7766	8446	折旧摊销	109	218	516	794	942
负债和股东权益总计	8484	9646	10764	11617	12299	公允价值变动损失	(4)	0	(4)	(3)	(2)
关键财务与估值指标						财务费用	38	62	66	85	86
每股收益	5.33	2.12	2.32	3.00	3.34	营运资本变动	(1202)	815	(266)	(217)	(254)
每股红利	1.61	1.41	0.35	0.45	0.50	其它	521	(678)	(66)	(85)	(86)
每股净资产	37.64	27.90	29.88	32.43	35.27	经营活动现金流	383	963	809	1301	1495
ROIC	17%	10%	11%	12%	13%	资本开支	(2203)	(2003)	(1602)	(1442)	(1298)
ROE	14%	8%	8%	9%	9%	其它投资现金流	692	35	0	0	0
毛利率	38%	32%	31%	32%	32%	投资活动现金流	(1511)	(1968)	(1602)	(1442)	(1298)
EBIT Margin	26%	17%	16%	18%	18%	权益性融资	68	12	0	0	0
EBITDA Margin	29%	23%	28%	35%	35%	负债净变化	378	565	0	0	0
收入增长	35%	-7%	22%	16%	14%	支付股利、利息	(275)	(336)	(80)	(104)	(116)
净利润增长率	11%	-44%	10%	29%	11%	其它融资现金流	(1)	10	480	86	(209)
资产负债率	24%	31%	34%	33%	31%	融资活动现金流	170	250	400	(18)	(324)
息率	1.4%	1.7%	0.4%	0.6%	0.6%	现金净变动	(957)	(765)	(394)	(159)	(127)
P/E	15.3	38.5	35.1	27.2	24.4	货币资金的期初余额	2868	1911	1146	752	593
P/B	2.2	2.9	2.7	2.5	2.3	货币资金的期末余额	1911	1146	752	593	466
EV/EBITDA	15.0	28.7	19.7	14.0	12.2	企业自由现金流	(2454)	(494)	(778)	(100)	238
						权益自由现金流	(2076)	81	(355)	(89)	(46)

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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