

公司研究

业绩符合预期，多款产品进展顺利奠定 21 年高增长

——斯达半导（603290.SH）2020 年年报点评

买入（维持）

当前价：186.78 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

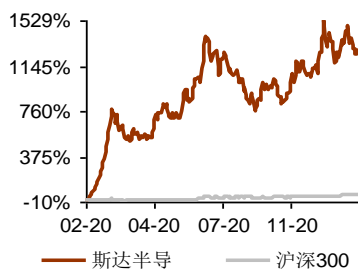
联系人：栾玉民

luanyumin@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.60
总市值(亿元):	298.85
一年最低/最高(元):	110.09/304.11
近3月换手率:	98.04%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.79	-25.85	28.37
绝对	2.63	-35.87	62.53

资料来源：Wind

要点

事件：

斯达半导发布 2020 年年报，公司实现收入 9.63 亿元，同比增长 23.55%，归母净利润 1.81 亿元，同比增长 33.56%。公司实现扣非归母净利润 1.55 亿元，同比增长 29.64%。

点评：

业绩靓丽，进展迅速。斯达半导 2020 年实现收入 9.63 亿元，同比增长 23.55%，归母净利润 1.81 亿元，同比增长 33.56%，符合市场一致预期，公司业绩实现快速增长源自下游各领域的高景气度。收入拆分来看，公司工控和电源领域实现收入 7.07 亿元，同比增长 21.61%；新能源行业实现收入 2.15 亿元，同比增长 30.38%；变频白电领域实现收入 0.38 亿元，同比增长 25.18%。公司在新能源汽车领域实现了 20 万辆新能源汽车的配套，同时公司在车用空调，充电桩，电子助力转向等新能源汽车半导体器件份额进一步提高。

多款产品研发成功，有望奠基 2021 年高增速。公司应用于 A 级和 B 级车上的 650V/750V IGBT 芯片及配件在新能源汽车行业份额进一步提升，1200V 芯片在 12 寸线上成功量产，1700V 芯片在风电、高压变频器行业得到规模化装机应用，预计 21 年该产品市场份额将进一步提高。光伏发电领域，公司自主开发的分立器件预计 21 年在组串式光伏逆变器客户处大批量应用。公司车规级碳化硅模块获得国内外多家车企和 Tier1 客户定点。公司多款产品在 20 年成功量产或在客户处装机应用，为公司 21 年的高增速打下坚实基础。

斯达半导：中国领先的 IGBT 龙头厂商。斯达半导成立于 2005 年，2020 年于主板上市。公司主要从事 IGBT 模块及芯片的研发、生产和销售业务，2018-2020 年 IGBT 模块销售额占比在 95% 以上，下游领域主要包括工控及电源行业（2019 年营收占比 78%，下同）、新能源行业（18%）、变频白色家电（4%）。2019 年全球 IGBT 功率模块市场中，斯达半导排名第八，在中国 IGBT 功率模块市场中排名第一，为国内唯一一家进入全球前十的 IGBT 厂商。2019 年公司收入为 7.79 亿元，净利润为 1.35 亿元。

IGBT 器件应用领域广泛，市场规模快速增长。IGBT 是由 BJT 和 MOSFET 组成的复合功率半导体器件，结合了 BJT 的导通电压低、损耗小和 MOSFET 的开关速度高、驱动电路简单的优点，在高压、大电流、高速等方面具有较大的优势，广泛应用于工业控制、新能源汽车、新能源发电和变频白色家电等领域。IGBT 广泛应用的背景下，全球 IGBT 市场规模由 2015 年 42.3 亿美元增长至 2019 年 62.7 亿美元，年均复合增速约 10.4%。2019 年中国 IGBT 市场规模约为 161.9 亿元，全球占比约 37%，同比增速达到 22.3%，市场规模增长迅速。

新能源汽车放量驱动公司步入快速成长通道。相对传统内燃汽车，新能源汽车将使用大量的功率半导体器件，2019 年传统内燃汽车功率半导体单车价值量为 71 美金，纯电动汽车中功率半导体单车价值量为 387 美金，单车价值量提升 5.5 倍，IGBT 用量也将大幅提升。2019 年中国新能源汽车销量约 121 万辆，中国汽车销量约 2600 万辆，渗透率约 4.7%，欧洲和美国新能源汽车渗透率不足 3%，新能源汽车市场仍有巨大发展空间。

新品类扩张有望打开成长新空间。碳化硅 MOSFET 为第三代半导体材料的功率器件，国际大厂广泛布局，应用前景广阔。作为新能源汽车代表的特斯拉，其 Model 3 上使用了 24 个碳化硅 MOSFET，减小了器件的体积，提升了新能源汽车的续航里程，未来将被广泛使用。公司积极布局碳化硅 MOSFET 模块相关技术，已取得多项相关专利，并在碳化硅汽车级模块通过宇通客车车企定点，碳化硅 MOSFET 未来趋势确定且前景可期，公司在碳化硅 MOSFET 模块的布局扩张有望打开公司成长新空间。

盈利预测、估值与评级：斯达半导是国内 IGBT 龙头厂商，领先技术实力和本土化服务优势打造公司核心竞争力，新能源汽车发展浪潮下，公司未来发展前景广阔，我们上调斯达半导 21-22 年归母净利润为 2.57 (+2%)、3.78 (+6%) 亿元，预计斯达半导 23 年归母净利润为 4.77 亿元，当前市值对应 21-23 年 PE 分别为 117x、83x、63x，维持“买入”评级。

风险提示：新能源汽车销量不及预期、IGBT 自研进度不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	779.44	963.00	1,315.64	1,766.73	2,346.04
营业收入增长率	15.41%	23.55%	36.62%	34.29%	32.79%
净利润 (百万元)	135.28	180.68	256.80	362.72	477.37
净利润增长率	39.83%	33.56%	42.13%	41.25%	31.61%
EPS (元)	1.13	1.13	1.61	2.27	2.98
ROE (归属母公司) (摊薄)	24.17%	15.59%	18.86%	21.04%	21.68%
P/E	167	167	117	83	63
P/B	40.4	26.0	22.1	17.5	13.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-12。注 2019/2020 年股本分别为 1.2/1.6 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	779	963	1,316	1,767	2,346
营业成本	541	659	895	1,201	1,595
折旧和摊销	28	33	3	9	17
税金及附加	4	3	4	5	7
销售费用	15	15	20	39	50
管理费用	24	25	37	44	59
财务费用	10	-1	3	6	10
研发费用	54	77	79	97	129
投资收益	0	6	3	0	0
营业利润	145	205	279	390	513
利润总额	145	209	273	386	508
所得税	9	28	16	23	30
净利润	136	181	257	363	477
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	135	181	257	363	477
EPS(按最新股本计, 元)	1.13	1.13	1.61	2.27	2.98

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	88	-126	145	172	111
净利润	135	181	257	363	477
折旧摊销	28	33	3	9	17
净营运资金增加	97	352	164	269	474
其他	-172	-691	-280	-469	-857
投资活动产生现金流	-49	-222	-217	-220	-220
净资本支出	-49	-90	-220	-220	-220
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	-132	4	0	0
融资活动现金流	-26	334	202	120	201
股本变化	0	40	0	0	0
债务净变化	-7	-81	255	121	205
无息负债变化	18	45	44	69	94
净现金流	13	-14	130	72	93

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	30.6%	31.6%	32.0%	32.0%	32.0%
EBITDA 率	24.2%	24.1%	22.6%	23.0%	23.3%
EBIT 率	20.6%	20.7%	22.4%	22.5%	22.6%
税前净利润率	18.6%	21.7%	20.8%	21.8%	21.7%
归母净利润率	17.4%	18.8%	19.5%	20.5%	20.3%
ROA	15.8%	12.7%	13.3%	14.6%	14.7%
ROE (摊薄)	24.2%	15.6%	18.9%	21.0%	21.7%
经营性 ROIC	22.5%	15.8%	18.7%	19.0%	18.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	35%	19%	29%	31%	32%
流动比率	2.77	6.23	2.88	2.57	2.37
速动比率	1.79	4.73	2.27	2.02	1.81
归母权益/有息债务	6.57	313.21	5.26	4.54	3.76
有形资产/有息债务	9.73	375.96	7.24	6.35	5.41

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	860	1,425	1,926	2,479	3,256
货币资金	94	80	211	283	375
交易性金融资产	0	139	139	139	139
应收帐款	217	250	239	267	375
应收票据	0	0	13	18	23
其他应收款 (合计)	0	0	1	1	1
存货	197	255	284	360	526
其他流动资产	50	334	449	600	788
流动资产合计	561	1,061	1,339	1,672	2,235
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	245	294	371	468	576
在建工程	18	18	118	194	250
无形资产	27	26	45	64	83
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3	18	18	18	18
非流动资产合计	300	363	587	807	1,021
总负债	304	268	567	757	1,057
短期借款	85	0	255	376	581
应付账款	95	119	152	204	271
应付票据	0	0	9	12	16
预收账款	2	0	9	9	12
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	203	170	465	650	944
长期借款	0	4	4	4	4
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	102	94	98	103	109
非流动负债合计	102	98	102	107	113
股东权益	556	1,157	1,359	1,722	2,200
股本	120	160	160	160	160
公积金	83	513	539	543	543
未分配利润	357	487	663	1,022	1,499
归属母公司权益	560	1,159	1,362	1,724	2,202
少数股东权益	-3	-2	-2	-2	-2

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用率	3%	3%	3%	3%	3%
财务费用率	1%	0%	0%	0%	0%
研发费用率	7%	8%	6%	6%	6%
所得税率	6%	13%	6%	6%	6%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.25	0.34	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.74	-0.78	0.90	1.08	0.70
每股净资产	4.66	7.24	8.51	10.78	13.76
每股销售收入	6.50	6.02	8.22	11.04	14.66

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	167	167	117	83	63
PB	40.4	26.0	22.1	17.5	13.7
EV/EBITDA	120	129	102	75	56
股息率	0%	0%	0%	0%	0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE