



斯达半导（603290）2020 年年报点评： 受益国产替代进程加速，未来成长可期

行业分类：电子

2021 年 4 月 10 日

投资评级

买入

当前价格（元/股） 186.78

目标价格（元/股） 232.20

基本数据（截至 2021/4/9）

总市值（亿元） 298.85

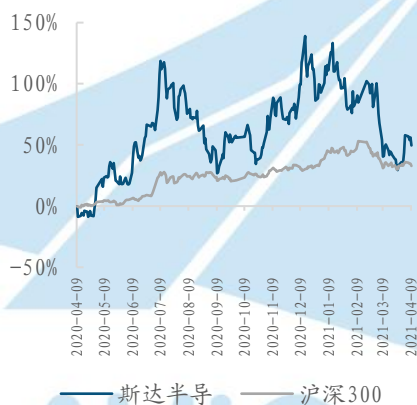
流通市值（亿元） 147.48

总股本（百万股） 160.00

流通股本（百万股） 78.96

12 个月价格区间（元） 113.8/298.5

近一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

◆ **事件：**公司发布 2020 年年报，2020 年公司实现营业收入（9.63 亿元，+23.55%），归母净利润（1.81 亿元，+33.56%），扣非后归母净利润（1.55 亿元，+29.64%），综合毛利率（31.56%，+0.95pcts）。

◆ 投资要点：

公司各细分领域营收实现稳步增长。公司的主要产品为 IGBT 模块，是工业控制及自动化领域的核心元器件，广泛应用于新能源、新能源汽车、轨道交通、家用电器等领域。公司深耕行业多年，处于行业领先地位，根据 IHS Markit 2020 年报告，公司 2019 年度 IGBT 模块的全球市场份额占有率国际排名位列第七，中国企业中排名位列第一。2020 年公司实现营业收入（9.63 亿元，+23.55%），归母净利润（1.81 亿元，+33.56%），扣非后归母净利润（1.55 亿元，+29.64%）。公司主营业务收入在各细分行业营收均实现稳步增长：**①工业控制和电源行业实现营收（7.07 亿元，+21.61%）；②新能源行业实现营收（2.15 亿元，+30.38%）；③白色家电及其他行业实现营收（0.38 亿元，+25.18%）。**公司小功率模块销售数量增长迅速，导致公司销售模块数量增幅（25.21%）高于主营业务收入增幅（23.61%）。公司应收票据及应收账款（2.50 亿元，+15.20%）上升叠加银行承兑贴现减少导致经营性现金流净额为（-1.26 亿元，由正转负）。近年来公司技术水平不断升级，受益于我国国产替代的进程加速，未来公司业绩有望保持高速增长。

公司加大研发支出，强化技术优势。2020 年，公司销售费用（1491.65 万元，-2.41%）；管理费用（2531.09 万元，+6.12%）；财务费用为-133.12 万元，其变动主要由于 IPO 募集资金到位后，偿还部分短期贷款，利息支出减少所致；研发费用（7706.66 万元，+42.73%）大幅增加。公司将不断强化技术优势，目前应用于下一代 BSG 的车规级功率组件开发顺利进行。根据公司经营计划，未来将持续加大研发投入，结合市场需求开发更多车规级 SiC 功率模块和自主的车规级 SiC 芯片。与此同时，公司将利用第六代 Fieldstop Trench 芯片平台及大功率模块生产平台，研发应用于轨道交通和输变电等行业的 3300V-6500V 高压 IGBT 产品。

公司燃油车、新能源车功率器件大批量配套，加码 SiC 模块为未来业绩增长蓄能。2020 年，公司应用于燃油车微混系统的 48V BSG 功率组件实现大批量装车应用，累计配套超过 10 万辆节能燃油汽车。同时，公司生产的汽车级 IGBT 模块合计配套超过 20 万辆新能源汽车，并新增多个国内外知名车型平台定点，在车用空调，充电桩，电子助

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航
资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传 真：010-59562637

力转向等新能源汽车半导体器件份额进一步提高。公司车规级 SGT MOSFET 研发成功, 预计 2021 年开始批量供货。另外, 公司应用于新能源汽车的车规级 SiC 模块获得国内外多家著名车企和 Tier1 客户的项目定点, 将对未来车规级 SiC 模块销售增长提供持续推动力。根据公司发布的定增预案, 公司拟建设高压特色工艺功率芯片和 SiC 芯片研发及产业化项目, 达产后预计将形成年产 36 万片功率半导体芯片的生产能力。公司产能的扩张将有效整合产业资源, 巩固并提高公司的市场地位和综合竞争力, 为长期发展蓄力。

股权激励提升公司竞争力。公司推出股票期权激励计划(草案), 计划授予的激励对象为 118 人, 并在授权日起满 12 个月后分三期行权, 每期行权的比例分别为 30%、30%、40%。此次股票期权激励计划以 2020 年净利润为基数, 2021-2023 年净利润增长率分别不低于 20%、40%、60%。公司推出股权激励将有助于调动员工积极性, 提升公司对人才的吸引力和竞争力, 从而推动公司经营目标和发展战略的实现。

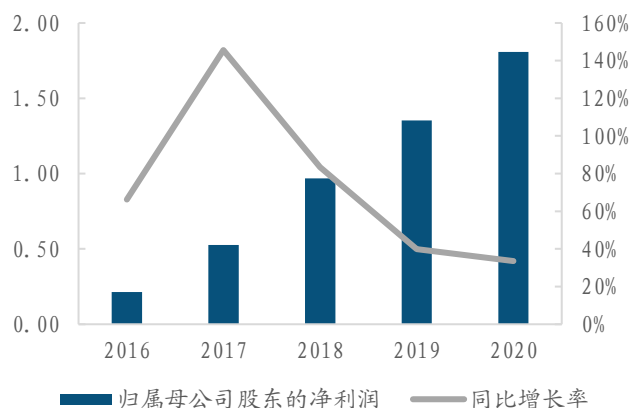
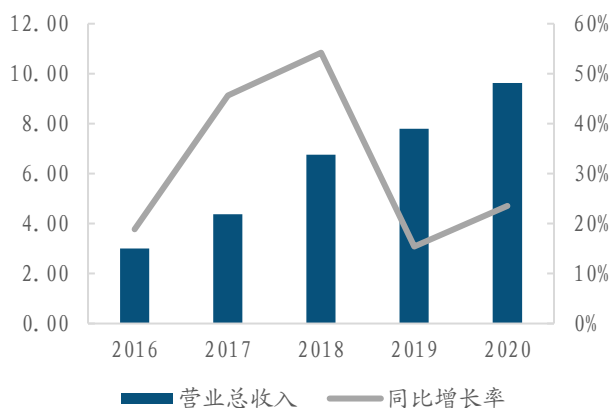
◆ 投资建议

由于 IGBT 对设计及工艺要求较高, 而国内工艺基础薄弱且企业产业化起步较晚, 因此 IGBT 市场长期被大型国外跨国企业垄断。2021 年, 国家发布国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要, 明确要求集中优势资源攻关关键元器件零部件和基础材料等行业, 重点指出需要攻关 IGBT 和碳化硅、氮化镓等宽禁带半导体的发展, 进一步实现国产替代。公司作为行业领先企业, 具备人才和技术优势, 近年来业务逐步实现多元化领域渗透, 预计未来业绩有望得到进一步提升。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.55 亿元、3.47 亿元和 4.74 亿元, EPS 分别为 1.59 元、2.17 元和 2.96 元, 对应 PE 分别为 117.4、86.2、63.0 倍, 给予“买入”评级, 目标价 232.20 元/股。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	9.63	13.41	17.75	23.07
增长率	23.55%	39.24%	32.34%	30.02%
归属母公司净利润(亿元)	1.81	2.55	3.47	4.74
增长率	33.56%	40.90%	36.14%	36.80%
每股收益 EPS(元)	1.13	1.59	2.17	2.96
净资产收益率 ROE	15.65%	18.03%	19.70%	21.23%
PE	165.4	117.4	86.2	63.0
PB	25.8	21.2	17.0	13.4

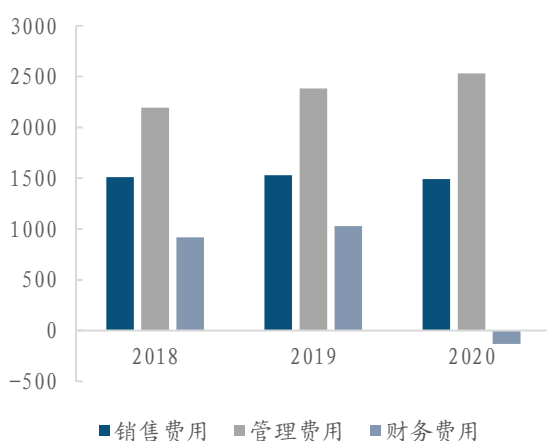
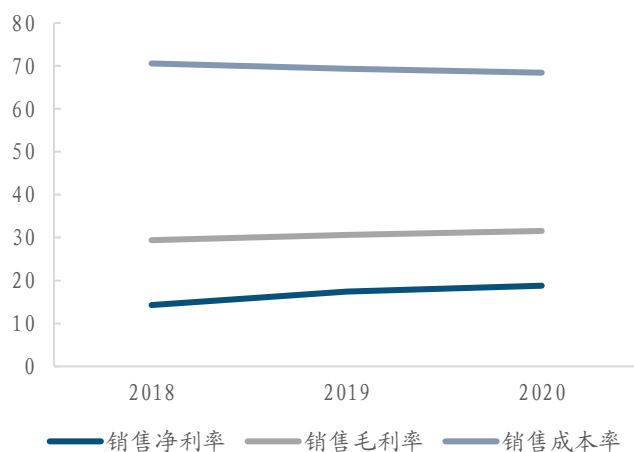
资料来源: Wind, 中航证券研究所

◆ **风险提示:** 行业竞争加剧, 下游需求增速低于预期。

图 1: 2016-2020 营业总收入及增速 (单位: 亿元, %) **图 2: 2016-2020 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)**


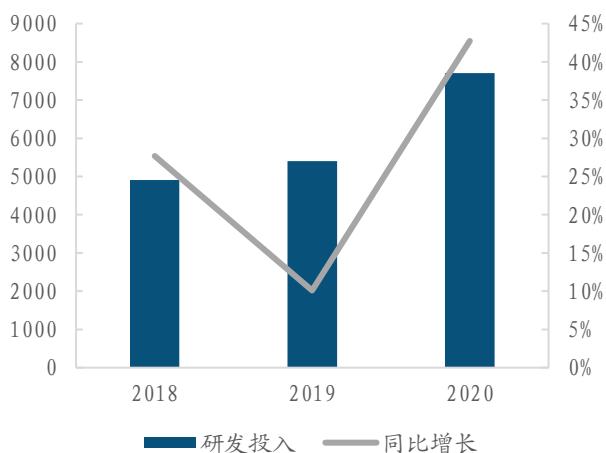
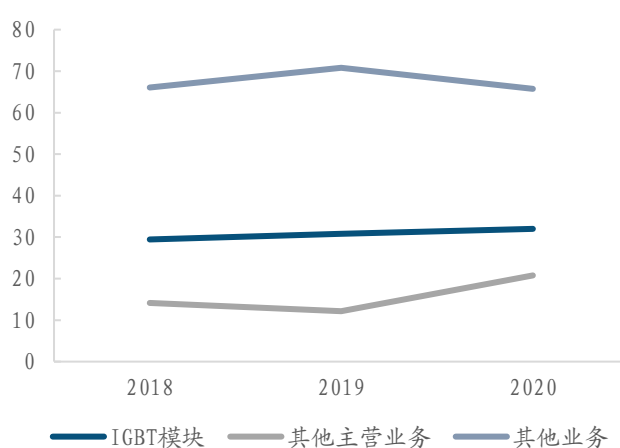
数据来源: Wind, 中航证券研究所

数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 3: 2018-2020 三费情况 (单位: 万元)

图 4: 2018-2020 销售毛利率、净利率、成本率 (%)


数据来源: Wind, 中航证券研究所

数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 5: 2018-2020 研发投入 (单位: 万元)

图 6: 2018-2020 各细分板块毛利率 (%)


数据来源: Wind, 中航证券研究所

数据来源: Wind, 中航证券研究所

图表 7: 财务报表预测 (单位: 亿元)

利润表					现金流量表				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9.63	13.41	17.75	23.07	净利润	1.81	2.55	3.47	4.74
营业成本	6.59	9.16	12.07	15.46	折旧与摊销	0.33	0.52	0.57	0.63
营业税金及附加	0.03	0.06	0.09	0.20	财务费用	-0.01	0.62	0.67	0.71
销售费用	0.15	0.21	0.34	0.46	资产减值损失	0.00	0.01	0.01	0.01
管理费用	0.25	0.47	0.63	0.82	经营营运资本变动	-3.20	1.96	-1.54	-1.85
财务费用	-0.01	0.62	0.67	0.71	其他	-0.18	-0.03	-0.03	-0.03
资产减值损失	0.00	0.01	0.01	0.01	经营性现金流净额	-1.26	5.63	3.15	4.21
投资收益	0.06	0.01	0.01	0.01	资本支出	-0.41	-0.30	-0.35	-0.40
公允价值变动损益	0.01	0.01	0.01	0.01	其他	-1.81	-0.15	-0.15	-0.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-2.22	-0.45	-0.50	-0.55
营业利润	2.05	2.90	3.96	5.43	短期借款	-0.85	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.04	0.04	0.04	0.04	长期借款	0.04	0.03	0.03	0.03
利润总额	2.09	2.94	4.00	5.47	股权融资	4.59	0.00	0.00	0.00
所得税	0.28	0.39	0.53	0.73	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1.81	2.55	3.47	4.74	其他	-0.44	-0.61	-0.67	-0.71
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	3.34	-0.58	-0.64	-0.68
归属母公司股东	1.81	2.55	3.47	4.74	现金流量净额	-0.14	4.60	2.01	2.98
资产负债表					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	0.80	5.40	7.41	10.39	成长能力				
应收和预付款项	2.53	3.52	4.66	6.06	销售收入增长率	23.55%	39.24%	32.34%	30.02%
存货	2.55	3.55	4.68	5.99	营业利润增长率	41.37%	41.42%	36.63%	37.17%
其他流动资产	4.73	1.43	1.45	1.46	净利润增长率	33.30%	40.63%	36.14%	36.80%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	28.93%	70.77%	28.79%	30.08%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建	3.12	2.84	2.52	2.16	毛利率	31.56%	31.68%	31.98%	32.98%
无形资产和开发	0.26	0.33	0.42	0.55	三费率	4.04%	9.73%	9.23%	8.63%
其他非流动资产	0.25	0.42	0.59	0.76	净利率	18.80%	18.99%	19.53%	20.55%
资产总计	14.25	17.48	21.72	27.37	ROE	15.65%	18.03%	19.70%	21.23%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.71%	14.56%	15.96%	17.32%
应付和预收款项	1.65	2.29	3.02	3.88	ROIC	20.57%	31.11%	40.21%	43.72%
长期借款	0.04	0.07	0.10	0.13	EBITDA/销售收入	24.55%	30.11%	29.31%	29.32%
其他负债	1.00	1.00	1.01	1.04	营运能力				
负债合计	2.68	3.36	4.13	5.04	总资产周转率	0.84	0.85	0.91	0.94
股本	1.60	1.60	1.60	1.60	固定资产周转率	3.57	4.75	6.95	10.37
资本公积	4.63	4.63	4.63	4.63	应收账款周转率	4.12	4.48	4.38	4.35
留存收益	5.37	7.91	11.38	16.12	存货周转率	2.90	3.00	2.94	2.90
归属母公司股东	11.59	14.15	17.61	22.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	69.75%	—	—	—
少数股东权益	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	资本结构				
股东权益合计	11.57	14.12	17.59	22.33	资产负债率	18.81%	19.21%	19.01%	18.41%
负债和股东权益	14.25	17.48	21.72	27.37	带息债务/总负债	1.38%	2.00%	2.35%	2.52%
业绩和估值指标					流动比率	6.23	5.91	5.88	6.02
	2020A	2021E	2022E	2023E	速动比率	4.73	4.40	4.37	4.51
EBITDA	2.36	4.04	5.20	6.76	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PE	165.40	117.39	86.23	63.03	每股指标				
PB	25.84	21.16	16.99	13.38	每股收益	1.13	1.59	2.17	2.96
PS	31.03	22.29	16.84	12.95	每股净资产	7.23	8.83	10.99	13.96
EV/EBITDA	125.373	72.244	55.680	42.344	每股经营现金	(0.785)	3.516	1.969	2.631
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000

数据来源: Wind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%至10%之间
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张 超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

宋子豪, SAC 执业证书号: S0640520080002, 美国印第安纳凯利商学院金融学学士、数学辅修, 福特汉姆大学金融学硕士, 从事电子行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。