

斯达半导 (603290.SH)

业绩增长显著，新能源业务表现亮眼

核心观点:

- **公司发布中报，毛利率提升显著。**公司 21H1 营收为 7.19 亿元，同比增长 72.6%，实现归母净利润 1.54 亿元，同比增长 90.9%，实现毛利率 34.4%，同比提升接近 6.5pct。单季度来看，公司 21Q2 实现营收 3.94 亿元，同比增长 41.1%，环比增长 21.2%；实现归母净利润 0.79 亿元，同比增长 47.3%，环比增长 5.3%。
- **各细分业务均实现稳步增长，新能源业务表现亮眼。**从下游拆分来看，21H1 公司工业控制和电源业务收入 5.01 亿元，占比 69.64%，同比增长 52.06%；新能源业务收入 1.84 亿元，同比增长 162.92%；变频白电及其他业务收入 0.34 亿元，同比增长 106.09%。新能源业务的快速增长得益于公司生产的车规级 IGBT 模块(应用于主电机控制器)持续放量，合计配套超过 20 万辆新能源汽车；同时公司在用于新能源汽车半导体器件份额进一步提高，光伏发电领域，公司 IGBT 产品在国内主流光伏逆变器客户开始大批量装机应用。
- **产品继续迭代拓宽，12 寸产线实现大批量生产。**21H1 公司第六代 IGBT 芯片新增多个新能源车型的主控平台定点，第七代车规级 IGBT 芯片研发成功，车规级 SGT MOSFET 开始小批量供货，SiC 模块新增多家车企与 Tier 1 客户项目定点；产品不断迭代拓宽和大范围的下游导入将对公司未来新能源业务销售增长提供持续推动力。产能端，公司 1200V IGBT 芯片已在 12 寸产线实现大批量生产，产量提升迅速。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 21 年 EPS 2.18 元/股，参考可比公司估值水平，考虑公司为功率半导体核心赛道 IGBT 国内龙头企业，成长替代空间广阔，给予公司 2021 年 170 倍 PE 估值，合理价值 371.45 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**新冠疫情影响，行业景气度波动风险等。

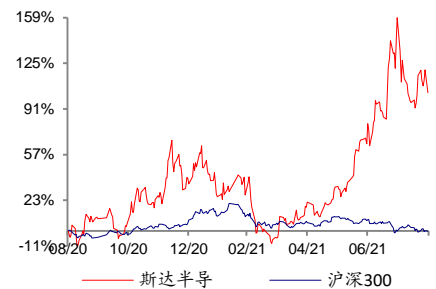
盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	779	963	1,711	2,544	3,511
增长率 (%)	15.4	23.6	77.6	48.7	38.0
EBITDA (百万元)	188	232	396	604	891
归母净利润 (百万元)	135	181	350	530	790
增长率 (%)	39.8	33.6	93.5	51.7	49.0
EPS (元/股)	1.13	1.13	2.18	3.31	4.94
市盈率 (P/E)	-	213.32	152.06	100.26	67.27
ROE (%)	24.2	15.6	24.3	28.4	31.5
EV/EBITDA	-	165.78	133.56	87.57	59.15

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	332.22 元
合理价值	371.45 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-31

相对市场表现



分析师:

许兴军



SAC 执证号: S0260514050002



021-60750532



xuxingjun@gf.com.cn

分析师:

王亮



SAC 执证号: S0260519060001



SFC CE No. BFS478



021-38003658



gwangliang@gf.com.cn

分析师:

王昭光



SAC 执证号: S0260520080007



021-38003657



wangzhaoguang@gf.com.cn

请注意, 许兴军, 王昭光并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

斯达半导 (603290.SH): 业绩 2021-04-09

符合预期, 新能源业务迎接加速成长

联系人:

张大伟

zhangdawei@gf.com.cn

盈利预测和投资建议

公司业务以IGBT模块销售为主，按照下游市场可以分为工业控制及电源行业、新能源行业、变频白色家电及其他行业三大类。公司业绩主要受产能和客户导入进度两层因素影响，考虑目前半导体全产业链整体高景气并呈现大面积缺货涨价情况，以及公司产品线持续纵向迭代横向拓宽拓宽，新一代芯片推出以及在高端工控、新能源车、光伏风电和白色家电等领域国产替代的继续推进，同时在12寸产线实现大批量生产，我们判断公司2021/22/23年有望实实现业绩的大幅增长。具体来看：

表 1：公司收入毛利拆分预测

单位：百万元		2019	2020	2021E	2022E	2023E
总计	营业收入	779	963	1,711	2,544	3,511
	YoY	15.4%	23.6%	77.6%	48.7%	37.6%
	营业成本	541	659	1,129	1,654	2,241
	毛利率	30.6%	31.6%	34.0%	35.0%	36.0%
工业控制及电源行业	营业收入	581	707	1,202	1,683	2,272
	YoY	10.5%	21.6%	70.0%	40.0%	35.0%
新能源行业	营业收入	165	215	430	753	1,091
	YoY	33.3%	30.5%	100.0%	75.0%	45.0%
变频白色家电及其他行业	营业收入	30	38	75	109	147
	YoY	36.7%	25.2%	100.0%	45.0%	35.0%

数据来源：公司招股说明书和年报，广发证券发展研究中心

对于工控电源行业，公司目前已经在部分国内变频器客户层面获取较高份额，未来对于海外供应商的份额替代将延续，我们假设2021/22/23年收入增速分别为70%、40%、35%；对于新能源行业，国内正处于新能源汽车快速发展阶段，公司产品在该领域已经表现出较强的竞争力，车规级IGBT模块(应用于主电机控制器)持续放量，IGBT产品在国内主流光伏逆变器客户同样开始大批量装机应用，我们假设2021/22/23年收入增速分别为100%、75%、45%；对于白电及其他行业，公司不断丰富IPM产品并有望在下游大客户领域持续获取份额，我们假设2021/22/23年收入增速分别为100%、45%、35%。

基于以上关键假设，我们预计2021-2023年，公司收入分别为17.11/25.44/35.11亿元，同比增长77.6%/48.7%/38.0%；归母净利润3.50/5.30/7.90亿元，同比增长93.5%/51.7%/49.0%；当前股价对应2021年152x PE，对应2022年100x PE。

我们采用市盈率（PE）相对估值法对公司进行估值。目前A股市场中与公司业务相近，具备可比性的主要为圣邦股份和华润微。思瑞浦、圣邦股份为国内模拟芯片龙头企业，与斯达半导在所处行业性质上具备可比性，均为产品生命周期较长，国产替代空间广阔的领域。华润微为国内MOSFET器件业务规模最大的企业，与斯达半导同属国内功率器件领域优质龙头。

参考可比公司估值水平，考虑公司为国内IGBT本土龙头企业，功率器件业务具备车规资质，公司在国产化替代和行业景气周期背景下迎来加速成长，我们认为适合给

予公司21年170倍的PE估值，对应合理价值371.45元/股，给予“买入”评级。

表 2: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价(元)	每股收益(元)				市盈率(x)			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
圣邦股份	300661.SZ	320.00	1.23	1.93	2.55	3.30	260	166	125	97
思瑞浦	688536.SH	588.99	2.30	4.27	6.34	8.40	256	138	93	70
华润微	688396.SH	75.40	0.73	1.62	1.87	2.15	103	46	40	35

资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心。可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期。股价采用 2021/8/31 收盘价。

风险提示

新冠疫情影响，行业景气度波动风险等。。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	561	1,061	1,316	1,754	2,369
货币资金	94	80	284	299	429
应收及预付	219	253	475	695	958
存货	197	255	413	617	838
其他流动资产	50	473	143	143	144
非流动资产	300	363	487	612	786
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	245	294	385	521	702
在建工程	18	18	48	33	23
无形资产	27	26	30	33	36
其他长期资产	10	25	25	25	25
资产总计	860	1,425	1,803	2,365	3,155
流动负债	203	170	269	401	550
短期借款	85	0	0	0	0
应付及预收	97	119	194	291	394
其他流动负债	21	51	76	110	157
非流动负债	102	98	98	98	98
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	94	94	94
负债合计	304	268	367	499	648
股本	120	160	160	160	160
资本公积	44	463	463	463	463
留存收益	396	537	816	1,246	1,886
归属母公司股东权益	560	1,159	1,439	1,869	2,509
少数股东权益	-3	-2	-2	-2	-2
负债和股东权益	860	1,425	1,803	2,365	3,155

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	779	963	1,711	2,544	3,511
营业成本	541	659	1,129	1,654	2,247
营业税金及附加	4	3	7	10	14
销售费用	15	15	34	51	70
管理费用	24	25	44	66	81
研发费用	54	77	137	209	281
财务费用	10	-1	-4	-1	-7
资产减值损失	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	0	6	9	8	18
营业利润	145	205	388	589	878
营业外收支	0	4	0	0	0
利润总额	145	209	388	589	878
所得税	9	28	39	59	88
净利润	136	181	350	530	790
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	135	181	350	530	790
EBITDA	188	232	396	604	891
EPS (元)	1.13	1.13	2.18	3.31	4.94

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	88	-126	401	247	458
净利润	136	181	350	530	790
折旧摊销	28	33	11	16	21
营运资金变动	-87	-335	49	-291	-336
其它	11	-5	-8	-8	-17
投资活动现金流	-49	-222	-126	-132	-177
资本支出	-49	-90	-135	-140	-195
投资变动	0	-139	0	0	0
其他	0	7	9	8	18
筹资活动现金流	-26	334	-70	-100	-150
银行借款	184	16	0	0	0
股权融资	0	475	0	0	0
其他	-210	-157	-70	-100	-150
现金净增加额	13	-14	204	15	130
期初现金余额	80	94	80	284	299
期末现金余额	94	80	284	299	429

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	15.4%	23.6%	77.6%	48.7%	38.0%
营业利润增长	32.8%	41.4%	89.7%	51.7%	49.0%
归母净利润增长	39.8%	33.6%	93.5%	51.7%	49.0%
获利能力					
毛利率	30.6%	31.6%	34.0%	35.0%	36.0%
净利率	17.4%	18.8%	20.4%	20.8%	22.5%
ROE	24.2%	15.6%	24.3%	28.4%	31.5%
ROIC	23.3%	14.9%	24.1%	28.3%	31.2%
偿债能力					
资产负债率	35.3%	18.8%	20.3%	21.1%	20.5%
净负债比率	54.7%	23.2%	25.5%	26.7%	25.9%
流动比率	2.77	6.23	4.89	4.37	4.30
速动比率	1.79	4.72	3.34	2.82	2.77
营运能力					
总资产周转率	0.91	0.68	0.95	1.08	1.11
应收账款周转率	3.59	3.85	3.92	3.83	3.86
存货周转率	3.95	3.77	4.14	4.13	4.19
每股指标 (元)					
每股收益	1.13	1.13	2.18	3.31	4.94
每股经营现金流	1	-1	3	2	3
每股净资产	4.66	7.24	8.99	11.68	15.68
估值比率					
P/E	-	213.32	152.06	100.26	67.27
P/B	-	33.26	36.95	28.44	21.19
EV/EBITDA	-	165.78	133.56	87.57	59.15

广发电子元件和半导体研究小组

- 许兴军：首席分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 王亮：联席首席分析师，复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 彭雾：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 叶秀贤：资深分析师，天津大学材料科学与工程学士，天津大学管理科学与工程硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 王昭光：资深分析师，浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 耿正：资深分析师，上海交通大学材料科学与工程学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 蔡锐帆：研究助理，北京大学汇丰商学院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 于畅：上海交通大学微电子科学与工程学士，上海交通大学微电子科学与工程硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 邰正林：中国科学院大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。