

斯达半导 (603290.SH)

增持 (维持)

全年业绩略超预期, 新能源业务营收占比过半

斯达半导是 IGBT 模块全球市占率排名第 6 位、国内排名第 1 位的企业, 在新能源汽车、新能源发电、工业控制等领域已经成为国内主流头部厂商的主要供应商。斯达半导发布 2022 年业绩预增公告, 结合公告信息, 点评如下:

- 2022 年业绩略超预期, 22Q4 归母和扣非归母净利润环比表现分化。公司预计 2022 年实现归母净利润 8.12-8.25 亿元, 同比+103.82%~107.09%, 扣非归母净利润 7.62-7.75 亿元, 同比+101.55%~104.99%, 2022 年预计非经常性损益为 4500-5500 万元, 较去年同期增加 2469-3469 万元。单季度来看, 以业绩预告中值计算, 预计 22Q4 单季度实现归母净利润 2.28 亿元, 同比+73.17%/环比-6.28%, 扣非归母净利润 2.23 亿元, 同比+76.49%/环比+4.67%, 22Q4 单季度归母和扣非归母净利润环比增速表现分化, 公司单季归母净利润自 20Q4 以来首次环比负增长, 单季度扣非归母净利润环比微增。
- 新能源汽车和风光储持续放量, 新能源行业 2022 年占比已达 54.3%。2022 年公司营收稳步快速增长, 在新能源汽车、光伏、储能、风力发电等行业持续快速放量, 新能源行业的营收占比从 22Q1-Q3 的 51.44%进一步提升至 54.3%, 公司的传统主力营收构成部分工控行业占比已经退居第二, 新能源相关行业营收全年占比首次成为第一。公司是国内新能源汽车主驱功率模块的主要本土供应商之一, 22H1 公司 IGBT 模块累计配套超 50 万辆新能源汽车 (其中 A 级及以上车型超过 20 万辆, 占公司出货量的 40%以上), 预计 2022 年全年新能源汽车配套数量将高速增长, 同时公司已经是国内多家头部主流光伏逆变器客户和风电逆变器客户的主要供应商, 公司的 IGBT 模块以及分立器件在光伏电站和储能系统中已大批量装机并迅速上量。
- 800V 高压主驱 SiC 模块已大批量装车, 从高端乘用车布局打开长期空间。SiC MOS 模块在新能源汽车上已经逐步得到广泛应用, 目前以比亚迪仰望、蔚来 EC7、极氪 009、小鹏 G9 等高端新车型为代表的新能源汽车厂商逐步加快 SiC 功率模块上车进度, 未来随着 SiC 功率模块的供应能力提升和价格优化, 预计全球 SiC 功率模块在新能源汽车的渗透率将逐步提升。斯达此前主要依靠外购 SiC MOS 芯片进行自主封装销售, 目前自建年产 6 万片 SiC 产线, 预计未来公司将逐步实现自主 SiC 功率芯片供应, 目前公司应用于 800V 高压平台主电机控制器的车规级 SiC 模块在高端新能源汽车市场大批量装车, 预计未来公司作为本土功率模块厂商上车的先行者将持续保持较强竞争力。
- 投资建议。斯达半导是国内 IGBT 模块龙头, 是国内优质的车规级 IGBT 模块和光伏逆变器 IGBT 供应厂商, 公司与上海华虹和上海先进等代工厂保持良好的合作关系, 产能有充足保障, 同时自建高压 IGBT 和 SiC 产线, 有望进一步完善产品布局提升产能供应。考虑到 2022 年新能源汽车和光伏行业对于 IGBT 模块的需求持续旺盛, 中高端产品整体供应仍然相对紧张, 因此我们预计 2022-2024 年公司营业收入为 28.51/39.35/52.60 亿元, 结合 2022 年业绩预增公告, 上修 2022-2024 年归母净利润至 8.19/10.63/13.85 亿元, 对应 EPS 为 4.8/6.22/8.11 元, 对应 PE 为 68.4/52.7/40.5 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 行业景气度下行的风险, 下游需求不及预期的风险, 产线建设和产能扩展不及预期的风险, 行业竞争加剧的风险。

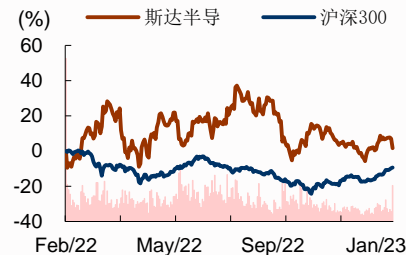
TMT 及中小盘/电子  
当前股价: 328.11 元

基础数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本 (万股)    | 17076      |
| 已上市流通股 (万股) | 8972       |
| 总市值 (亿元)    | 560        |
| 流通市值 (亿元)   | 294        |
| 每股净资产 (MRQ) | 32.1       |
| ROE (TTM)   | 13.2       |
| 资产负债率       | 16.5%      |
| 主要股东        | 香港斯达控股有限公司 |
| 主要股东持股比例    | 41.74%     |

股价表现

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 8  | -6 | -0  |
| 相对表现 | -1 | -4 | 13  |



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《斯达半导 (603290) —22Q3 业绩超预期, 产品结构持续优化提升盈利能力》2022-10-27
- 《斯达半导 (603290) —新能源营收占比持续提升, SiC MOS 拓宽未来成长空间》2022-08-28
- 《斯达半导 (603290) 深度报告—新能源业务占比提升, 高压和 SiC 产品积蓄成长动力》2022-07-17

鄢凡 S1090511060002  
yanfan@cmschina.com.cn  
曹辉 S1090521060001  
caohui@cmschina.com.cn

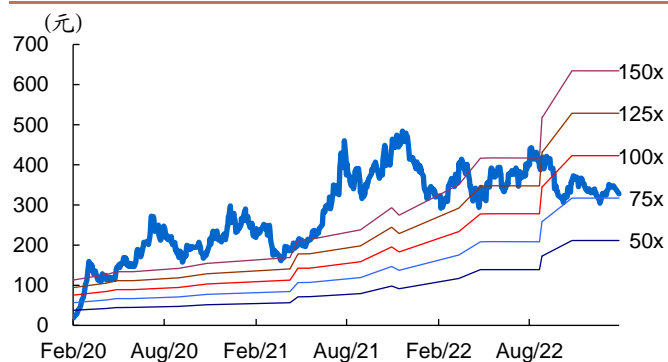
财务数据与估值

| 会计年度       | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 963   | 1707  | 2851  | 3935  | 5260  |
| 同比增长       | 24%   | 77%   | 67%   | 38%   | 34%   |
| 营业利润(百万元)  | 205   | 451   | 924   | 1200  | 1564  |
| 同比增长       | 41%   | 120%  | 105%  | 30%   | 30%   |
| 归母净利润(百万元) | 181   | 398   | 819   | 1063  | 1385  |
| 同比增长       | 34%   | 120%  | 106%  | 30%   | 30%   |
| 每股收益(元)    | 1.06  | 2.33  | 4.80  | 6.22  | 8.11  |
| PE         | 310.1 | 140.6 | 68.4  | 52.7  | 40.5  |
| PB         | 48.3  | 11.2  | 9.8   | 8.6   | 7.4   |

资料来源：公司数据、招商证券

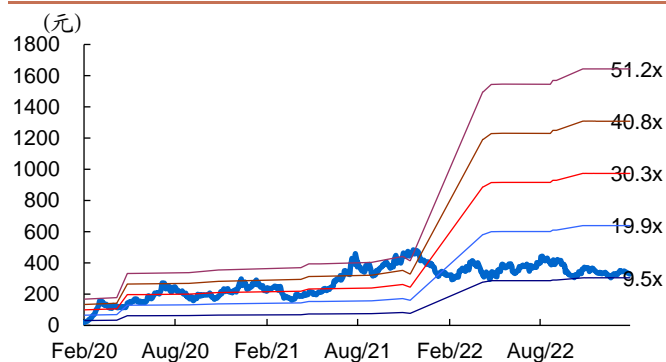
PE-PB Band

图 1: 斯达半导历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 斯达半导历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

风险提示: 行业景气度下行的风险, 下游需求不及预期的风险, 产线建设和产能扩展不及预期的风险, 行业竞争加剧的风险。

参考报告:

- 1、《斯达半导 (603290) 深度报告—新能源业务占比提升, 高压和 SiC 产品积蓄成长动力》2022-07-17
- 2、《斯达半导 (603290) —新能源营收占比持续提升, SiC MOS 拓宽未来成长空间》2022-08-28
- 3、《斯达半导 (603290) —22Q3 业绩超预期, 产品结构持续优化提升盈利能力》2022-10-27

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2020        | 2021        | 2022E       | 2023E       | 2024E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 1061        | 4757        | 5499        | 6379        | 7539        |
| 现金             | 80          | 2971        | 3107        | 3353        | 3744        |
| 交易性投资          | 139         | 751         | 751         | 751         | 751         |
| 应收票据           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收款项           | 250         | 340         | 537         | 741         | 990         |
| 其它应收款          | 0           | 0           | 1           | 1           | 1           |
| 存货             | 255         | 396         | 607         | 847         | 1136        |
| 其他             | 336         | 298         | 497         | 686         | 917         |
| <b>非流动资产</b>   | 363         | 765         | 837         | 902         | 959         |
| 长期股权投资         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 固定资产           | 294         | 384         | 466         | 538         | 603         |
| 无形资产商誉         | 26          | 91          | 82          | 74          | 67          |
| 其他             | 43          | 289         | 289         | 289         | 289         |
| <b>资产总计</b>    | <b>1425</b> | <b>5522</b> | <b>6337</b> | <b>7281</b> | <b>8499</b> |
| <b>流动负债</b>    | 170         | 304         | 418         | 543         | 695         |
| 短期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应付账款           | 119         | 197         | 308         | 430         | 576         |
| 预收账款           | 3           | 6           | 9           | 13          | 17          |
| 其他             | 49          | 101         | 100         | 101         | 101         |
| <b>长期负债</b>    | 98          | 221         | 221         | 221         | 221         |
| 长期借款           | 4           | 103         | 103         | 103         | 103         |
| 其他             | 94          | 118         | 118         | 118         | 118         |
| <b>负债合计</b>    | <b>268</b>  | <b>525</b>  | <b>639</b>  | <b>765</b>  | <b>916</b>  |
| 股本             | 160         | 171         | 171         | 171         | 171         |
| 资本公积金          | 463         | 3946        | 3946        | 3946        | 3946        |
| 留存收益           | 536         | 880         | 1580        | 2397        | 3463        |
| 少数股东权益         | -2          | -0          | 1           | 2           | 3           |
| 归属于母公司所有者权益    | 1159        | 4997        | 5697        | 6514        | 7580        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>1425</b> | <b>5522</b> | <b>6337</b> | <b>7281</b> | <b>8499</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2020       | 2021        | 2022E      | 2023E      | 2024E      |
|----------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | -126       | 357         | 294        | 549        | 777        |
| 净利润            | 181        | 399         | 820        | 1064       | 1386       |
| 折旧摊销           | 33         | 42          | 52         | 60         | 68         |
| 财务费用           | 1          | 4           | -69        | -50        | -40        |
| 投资收益           | -6         | -4          | -21        | -21        | -21        |
| 营运资金变动         | -333       | -83         | -508       | -524       | -639       |
| 其它             | -2         | -3          | 19         | 20         | 23         |
| <b>投资活动现金流</b> | -222       | -983        | -107       | -107       | -107       |
| 资本支出           | -90        | -376        | -128       | -128       | -128       |
| 其他投资           | -132       | -607        | 21         | 21         | 21         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 334        | 3519        | -51        | -196       | -279       |
| 借款变动           | -88        | 53          | -1         | 0          | 0          |
| 普通股增加          | 40         | 11          | 0          | 0          | 0          |
| 资本公积增加         | 419        | 3483        | 0          | 0          | 0          |
| 股利分配           | -30        | -54         | -119       | -246       | -319       |
| 其他             | -6         | 27          | 69         | 50         | 40         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-13</b> | <b>2892</b> | <b>135</b> | <b>246</b> | <b>391</b> |

利润表

| 单位：百万元           | 2020       | 2021       | 2022E      | 2023E       | 2024E       |
|------------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| <b>营业总收入</b>     | 963        | 1707       | 2851       | 3935        | 5260        |
| 营业成本             | 659        | 1080       | 1688       | 2355        | 3158        |
| 营业税金及附加          | 3          | 7          | 13         | 17          | 21          |
| 营业费用             | 15         | 24         | 37         | 51          | 68          |
| 管理费用             | 25         | 52         | 77         | 106         | 142         |
| 研发费用             | 77         | 110        | 197        | 272         | 363         |
| 财务费用             | -1         | -2         | -69        | -50         | -40         |
| 资产减值损失           | -2         | -6         | -5         | -5          | -5          |
| 公允价值变动收益         | 1          | 1          | 1          | 1           | 1           |
| 其他收益             | 16         | 16         | 16         | 16          | 16          |
| 投资收益             | 6          | 4          | 4          | 4           | 4           |
| <b>营业利润</b>      | 205        | 451        | 924        | 1200        | 1564        |
| 营业外收入            | 4          | 5          | 5          | 5           | 5           |
| 营业外支出            | 0          | 2          | 2          | 2           | 2           |
| <b>利润总额</b>      | 209        | 454        | 927        | 1203        | 1567        |
| 所得税              | 28         | 55         | 107        | 139         | 181         |
| 少数股东损益           | 0          | 1          | 1          | 1           | 1           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>181</b> | <b>398</b> | <b>819</b> | <b>1063</b> | <b>1385</b> |

主要财务比率

|                | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 24%   | 77%   | 67%   | 38%   | 34%   |
| 营业利润           | 41%   | 120%  | 105%  | 30%   | 30%   |
| 归母净利润          | 34%   | 120%  | 106%  | 30%   | 30%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 31.6% | 36.7% | 40.8% | 40.1% | 40.0% |
| 净利率            | 18.8% | 23.3% | 28.7% | 27.0% | 26.3% |
| ROE            | 21.0% | 12.9% | 15.3% | 17.4% | 19.6% |
| ROIC           | 19.5% | 12.6% | 13.9% | 16.4% | 18.8% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 18.8% | 9.5%  | 10.1% | 10.5% | 10.8% |
| 净负债比率          | 0.3%  | 1.9%  | 1.6%  | 1.4%  | 1.2%  |
| 流动比率           | 6.2   | 15.7  | 13.2  | 11.7  | 10.9  |
| 速动比率           | 4.7   | 14.4  | 11.7  | 10.2  | 9.2   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.8   | 0.5   | 0.5   | 0.6   | 0.7   |
| 存货周转率          | 2.9   | 3.3   | 3.4   | 3.2   | 3.2   |
| 应收账款周转率        | 4.1   | 5.8   | 6.5   | 6.2   | 6.1   |
| 应付账款周转率        | 6.1   | 6.8   | 6.7   | 6.4   | 6.3   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 1.06  | 2.33  | 4.80  | 6.22  | 8.11  |
| 每股经营净现金        | -0.74 | 2.09  | 1.72  | 3.21  | 4.55  |
| 每股净资产          | 6.79  | 29.26 | 33.36 | 38.15 | 44.39 |
| 每股股利           | 0.32  | 0.70  | 1.44  | 1.87  | 2.43  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 310.1 | 140.6 | 68.4  | 52.7  | 40.5  |
| PB             | 48.3  | 11.2  | 9.8   | 8.6   | 7.4   |
| EV/EBITDA      | 228.1 | 110.0 | 59.0  | 44.2  | 33.6  |

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告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。

**鄢凡**：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，14年证券从业经验，08-11年中信证券，11年加入招商证券，现任研发中心董事总经理、电子行业首席分析师、TMT及中小盘大组主管。11/12/14/15/16/17/19/20/21/22年《新财富》电子最佳分析师第2/5/2/2/4/3/3/4/3/5名，11/12/14/15/16/17/18/19/20年《水晶球》电子第2/4/1/2/3/3/2/3/3名，10/14/15/16/17/18/19/20年《金牛奖》TMT/电子第1/2/3/3/3/2/2/1名，2018/2019年最具价值金牛分析师。

**曹辉**：上海交通大学工学硕士，2019/2020年就职于西南证券/浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师，主要覆盖半导体领域。

**王恬**：电子科技大学金融学、工学双学士，北京大学金融学硕士，2020年在浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

**程鑫**：武汉大学工学、金融学双学士，中国科学技术大学硕士，2021年加入招商电子团队，任电子行业研究助理。

**湛薇**：华中科技大学工学学士，北京大学微电子硕士，2022年加入招商证券，任电子行业研究助理。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐**：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

**增持**：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

**中性**：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持**：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

**推荐**：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性**：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避**：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。