

2024年04月07日  
 斯达半导(603290.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

集成电路

## 新能源助力 2023 年业绩成长, Q4 单季度毛利率提升明显

### 事件:

公司发布 2023 年年度报告, 全年实现营收 36.63 亿元, 同比增长 35.39%; 实现归母净利润 9.11 亿元, 同比增长 11.36%; 实现扣非归母净利润 8.86 亿元, 同比增长 16.25%。其中 2023Q4 单季度, 公司实现营收 10.44 亿元, 同比增长 25.62%, 实现归母净利润 2.52 亿元, 同比增长 10.92%。公司持续高强度研发投入, 2023 年公司研发费用为 2.87 亿元, 同比增长 52.17%; 研发费用率达到 7.85%, 同比提升 0.87 个 pct。

### 各下游均实现增长, 23Q4 单季度毛利率提升明显:

公司各个主要下游收入均实现增长。其中, 工业控制和电源行业营收达 12.79 亿元, 同比增长 15.64%; 新能源行业收入达 21.56 亿元, 同比增长 48.09%; 变频白色家电及其他行业营收达 2.03 亿元, 同比增长 69.48%。盈利能力方面, 受益晶圆制造等成本端改善, 公司 23Q4 实现毛利率 40.47%, 环比提升 3.88 个 pct。

### 新能源车主驱 IGBT 持续放量, 24H2 环比快速增长:

2023H1, 公司汽车主驱 IGBT 模块配套逾 60 万辆新能源汽车, 而 2023 全年, 公司汽车主驱 IGBT 模块合计配套超过 200 万套主电机控制器, 显示出公司主驱 IGBT 模块业务量环比持续提升。此外, 公司基于第七代微沟槽 Trench Field Stop 技术的新产品进展明显: 750V 车规级 IGBT 模块大批量装车, 1200V 车规级 IGBT 模块新增多个 800V 系统车型的主电机控制器项目定点。

### 海外业务持续取得进展, 海外子公司收入快速增长:

2023 年, 公司车规级 IGBT 模块在欧洲一线品牌 Tier1 开始大批量交付, 同时公司新增多个 IGBT/SiC MOSFET 主电机控制器项目定点。2023 年, 子公司斯达欧洲实现营业收入 3.11 亿元, 同比增长 226.66%, 连续两年保持翻番以上的成长。斯达欧洲以外的出口业务实现营业收入 7,683 万元, 同比增长 70.88%。

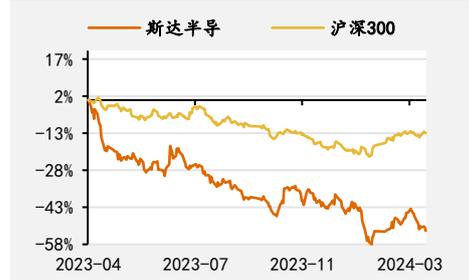
### SiC 模块不断取得新定点, 为后续成长提供动力:

2023 年, 公司应用于新能源汽车主控制器的车规级 SiC MOSFET 模块大批量装车应用, 新增多个使用车规级 SiC MOSFET 模块的 800V 系统主电机控制器项目定点。800V 高压快充有助于解决新能源汽车补

投资评级	<b>买入-A</b> 维持评级
6 个月目标价	161.00 元
股价 (2024-04-03)	139.25 元

交易数据	
总市值(百万元)	23,807.80
流通市值(百万元)	23,807.80
总股本(百万股)	170.97
流通股本(百万股)	170.97
12 个月价格区间	123.01/297.55 元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.0	-26.2	-38.6
绝对收益	-10.1	-20.5	-51.4

**马良** 分析师

SAC 执业证书编号: S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

**盛晓君** 分析师

SAC 执业证书编号: S1450523080001

shengxj@essence.com.cn

### 相关报告

新能源业务持续发力, 业绩维持高增速	2023-08-31
车规级 IGBT 持续放量, 业绩大幅增长	2023-04-08
新能源板块收入占比进一步提升, 车规级产品快速放量	2022-10-25

能焦虑问题。公司在 SiC MOSFET 芯片、模块的研发及生产制造方面积极布局，成果显著，有望充分受益 800V 高压汽车平台的渗透率提升。

#### 投资建议：

我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 31.28%、27.11%、26.15%，净利润的增速分别为 20.91%、24.71%、25.52%。公司是国产 IGBT 龙头厂商，积极布局 SiC MOSFET 打造第二增长曲线。同时海外市场的持续突破将给公司带来更广阔的成长空间。我们对公司维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 161 元，相当于 2024 年 25.00x 的动态市盈率。

**风险提示：**新能源汽车行业价格竞争持续，汇率波动，公司产品开发进展不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,705.5	3,663.0	4,808.6	6,112.4	7,710.6
净利润	817.6	910.5	1,101.0	1,373.0	1,723.4
每股收益(元)	4.78	5.33	6.44	8.03	10.08
每股净资产(元)	33.56	37.64	42.79	49.48	58.33
<b>盈利和估值</b>					
市盈率(倍)	29.1	26.1	21.6	17.3	13.8
市净率(倍)	4.1	3.7	3.3	2.8	2.4
净利润率	30.2%	24.9%	22.9%	22.5%	22.4%
净资产收益率	14.2%	14.1%	15.1%	16.2%	17.3%
股息收益率	1.0%	0.0%	0.9%	1.0%	0.9%
ROIC	56.6%	33.7%	22.2%	25.9%	30.4%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2,705.5	3,663.0	4,808.6	6,112.4	7,710.6	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,615.1	2,289.1	3,035.6	3,881.1	4,912.7	营业收入增长率	58.5%	35.4%	31.3%	27.1%	26.1%
营业税费	11.3	11.9	18.8	23.1	28.2	营业利润增长率	105.8%	14.0%	19.1%	25.0%	25.7%
销售费用	30.9	37.9	51.9	70.3	92.5	净利润增长率	105.2%	11.4%	20.9%	24.7%	25.5%
管理费用	71.4	80.7	110.6	140.6	177.3	EBITDA 增长率	80.6%	23.5%	25.3%	26.1%	24.3%
研发费用	188.9	287.4	384.7	489.0	616.8	EBIT 增长率	84.1%	19.3%	26.4%	25.2%	24.8%
财务费用	-101.8	-69.6	-57.8	-69.1	-99.8	NOPLAT 增长率	85.3%	19.2%	21.7%	25.2%	24.8%
加: 资产/信用减值损失	-11.2	-12.6	-9.8	-11.2	-11.2	投资资本增长率	100.1%	84.4%	7.5%	6.4%	3.8%
公允价值变动收益	7.8	4.3	-2.1	-	-	净资产增长率	14.9%	13.1%	13.6%	15.6%	17.9%
投资和汇兑收益	11.6	2.4	6.0	6.7	5.0						
<b>营业利润</b>	927.3	1,056.9	1,258.8	1,572.9	1,976.7	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-0.2	-12.9	-3.3	-5.5	-7.2	毛利率	40.3%	37.5%	36.9%	36.5%	36.3%
<b>利润总额</b>	927.1	1,044.0	1,255.5	1,567.4	1,969.5	营业利润率	34.3%	28.9%	26.2%	25.7%	25.6%
减: 所得税	106.4	123.3	148.2	185.0	232.4	净利润率	30.2%	24.9%	22.9%	22.5%	22.4%
<b>净利润</b>	817.6	910.5	1,101.0	1,373.0	1,723.4	EBITDA/营业收入	31.7%	28.9%	27.6%	27.4%	27.0%
						EBIT/营业收入	29.4%	25.9%	25.0%	24.6%	24.3%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	70	107	130	125	110
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	116	135	134	119	110
货币资金	2,868.1	1,911.3	1,843.0	2,566.6	3,802.6	流动资产周转天数	660	468	330	305	314
交易性金融资产	702.7	27.1	25.0	25.0	25.0	应收帐款周转天数	59	61	61	62	62
应收帐款	541.9	696.4	933.2	1,172.2	1,483.7	存货周转天数	73	96	95	89	83
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	842	767	628	535	498
预付帐款	10.3	36.9	13.7	49.6	38.2	投资资本周转天数	258	361	370	311	259
存货	701.7	1,260.6	1,269.1	1,749.5	1,798.5						
其他流动资产	333.9	433.8	352.4	373.4	386.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.2%	14.1%	15.1%	16.2%	17.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.5%	10.9%	13.4%	14.0%	15.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	56.6%	33.7%	22.2%	25.9%	30.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	667.8	1,506.1	1,978.4	2,278.4	2,436.9	销售费用率	1.1%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%
在建工程	957.7	1,667.6	1,377.3	1,076.1	823.3	管理费用率	2.6%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
无形资产	89.5	104.7	97.4	90.1	82.8	研发费用率	11.7%	12.6%	12.7%	12.6%	12.6%
其他非流动资产	254.0	839.0	393.6	495.5	576.0	财务费用率	-3.8%	-1.9%	-1.2%	-1.1%	-1.3%
<b>资产总额</b>	7,127.8	8,483.5	8,283.1	9,876.4	11,453.5	四费/营业收入	7.0%	9.2%	10.2%	10.3%	10.2%
短期债务	-	-	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	491.4	588.7	634.5	1,056.5	1,089.4	资产负债率	19.5%	23.4%	10.9%	13.6%	12.2%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	24.2%	30.6%	12.2%	15.7%	13.9%
其他流动负债	87.6	102.8	95.8	95.4	98.0	流动比率	8.91	6.31	6.08	5.15	6.35
长期借款	663.7	1,042.1	-	-	-	速动比率	7.70	4.49	4.34	3.63	4.83
其他非流动负债	143.9	255.2	172.4	190.5	206.0	利息保障倍数	-7.82	-13.65	-20.80	-21.76	-18.80
<b>负债总额</b>	1,386.6	1,988.8	902.6	1,342.4	1,393.4	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	3.3	59.4	65.5	74.9	88.3	DPS(元)	1.43	-	1.29	1.34	1.23
股本	170.8	171.0	171.0	171.0	171.0	分红比率	30.0%	0.0%	20.0%	16.7%	12.2%
留存收益	5,567.6	6,263.3	7,144.0	8,288.1	9,800.8	股息收益率	1.0%	0.0%	0.9%	1.0%	0.9%
<b>股东权益</b>	5,741.1	6,494.8	7,380.5	8,533.9	10,060.1						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	820.7	920.7	1,101.0	1,373.0	1,723.4
						加: 折旧和摊销	60.9	108.7	125.3	168.6	201.6
						资产减值准备	0.6	0.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-7.8	-4.3	-2.1	-	-
						财务费用	13.1	38.5	-57.8	-69.1	-99.8
						投资收益	-11.6	-2.4	-6.0	-6.7	-5.0
						少数股东损益	3.1	10.2	6.4	9.5	13.7
						营运资金的变动	-442.2	-1,275.0	262.5	-439.2	-391.8
						<b>经营活动产生现金流量</b>	668.4	382.7	1,429.3	1,036.0	1,442.1
						<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,224.6	-1,510.8	-289.7	-153.3	-95.0
						<b>融资活动产生现金流量</b>	452.5	169.7	-1,207.8	-159.1	-111.1
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	4.78	5.33	6.44	8.03	10.08
						BVPS(元)	33.56	37.64	42.79	49.48	58.33
						PE(X)	29.1	26.1	21.6	17.3	13.8
						PB(X)	4.1	3.7	3.3	2.8	2.4
						P/FCF	270.4	-26.7	-79.2	22.8	15.7
						P/S	8.8	6.5	5.0	3.9	3.1
						EV/EBITDA	61.9	27.6	16.3	12.4	9.4
						CAGR(%)	19.0%	23.6%	40.5%	19.0%	23.6%
						PEG	1.5	1.1	0.5	0.9	0.6
						ROIC/WACC	5.4	3.2	2.1	2.5	2.9
						REP	3.8	1.9	2.0	1.5	1.2

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034