

斯达半导 (603290.SH)

毛利率短期承压，海外市场与碳化硅起量有望修复产品价格中枢

买入

核心观点

公司1Q24毛利率环比回落8.69pct，毛利率短期承压。23年公司实现营收36.6亿元(YoY+35.4%)，扣非归母净利润8.9亿元(YoY+16.3%)，其中4Q23营收10.4亿元(YoY+25.6%，QoQ+12.2%)，扣非归母净利润2.6亿元(YoY+18.0%，QoQ+16.9%)，毛利率40.5%(YoY+1.9pct，QoQ+3.9pct)，成本优化带来4Q23毛利率改善；进入1Q24，公司营收8.05亿元(YoY+3.2%，QoQ-22.9%)，扣非归母净利润1.62亿元(YoY-18.6%，QoQ-36.8%)，受光伏、新能源汽车下游竞争激烈与同行价格竞争影响，公司产品价格调整，1Q毛利率回落：31.78%(YoY-4.64pct，QoQ-8.69pct)。

公司新能源行业IGBT模块出货量稳健增长。公司23年新能源行业营业收入为21.6亿元(YoY+48.09%)，尽管1Q24下游竞争加剧带来产品价格调整，公司出货量与产品类型持续优化：在光伏发电领域，相比1H23，公司IGBT模块在地面电站和大型储能、北美等海外电站份额迅速提升，1200V/650V大电流单管大批量应用，光伏产品结构优化；在新能源汽车领域，公司全年配套超过200万套新能源汽车主电机控制器，获得多个海内外厂商定点。

斯达欧洲收入同比增超200%，车规IGBT已批量交付欧洲一线品牌Tier1。斯达欧洲23年收入3.1亿元(YoY+227%)，相比1H23净利率提升2.3pct；非斯达欧洲海外收入0.77亿元(+70.88%)；海外毛利率达42.66%，好于亚洲地区；未来预计随斯达海外收入逐步起量，平均毛利率有望逐步改善。此外，23年公司车规IGBT模块在欧洲一线品牌Tier1已大批量交付，新增多个IGBT/SiC MOSFET主驱项目定点，海外新能源汽车收入呈快速增长趋势。

车规级SiC MOSFET模块加速起量。23年公司新能源汽车碳化硅主驱模块已大批量装车应用，同时新增多个800V碳化硅主驱模块项目定点与欧洲品牌Tier1定点。公司年产6万片6英寸车规级SiC MOSFET芯片及30万片6英寸3300V以上高压特色功率芯片产线持续建设中，项目主体-斯达微电子已有部分硅基中低压产品，23年实现营收2.63亿元，净利润0.62亿，预计自主碳化硅产线24年有望逐步起量。

投资建议：短期新能源产品价格降幅高于我们此前预期，下调24-25年产品毛利率，中长期维度我们看好公司海外与碳化硅的先发优势，预计24-26年公司归母净利润9.6/10.8/12.3亿元(前值24-25年11.1/13.2亿元)，对应24-26年PE分别为25/22/20倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源需求不及预期，产线建设不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,705	3,663	4,578	5,266	6,043
(+/-%)	58.5%	35.4%	25.0%	15.0%	14.8%
净利润(百万元)	818	911	955	1078	1227
(+/-%)	105.2%	11.4%	4.9%	12.8%	13.9%
每股收益(元)	4.79	5.33	5.59	6.30	7.18
EBIT Margin	29.1%	26.1%	23.2%	23.0%	23.1%
净资产收益率(ROE)	14.2%	14.1%	13.2%	13.2%	13.3%
市盈率(PE)	29.1	26.2	24.9	22.1	19.4
EV/EBITDA	29.7	24.2	19.0	15.5	13.4
市净率(PB)	4.15	3.70	3.29	2.92	2.59

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	139.38元
总市值/流通市值	23830/23830百万元
52周最高价/最低价	242.93/115.99元
近3个月日均成交额	379.11百万元

市场走势

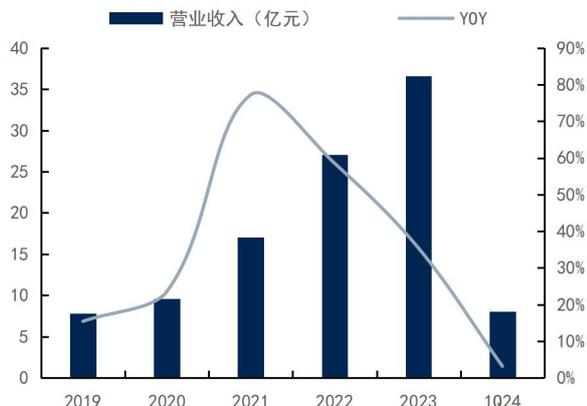


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

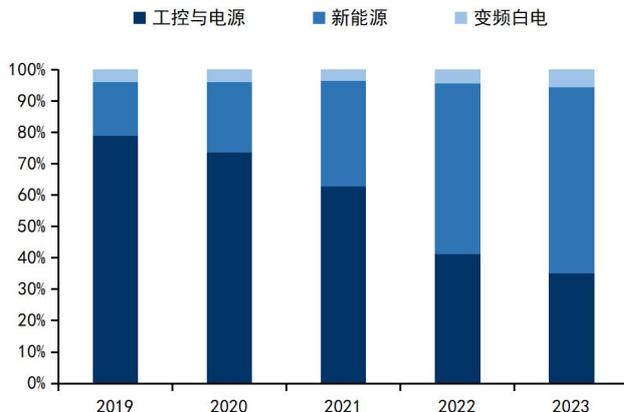
- 《斯达半导(603290.SH)-3Q23毛利率环比增加0.62pct, IGBT模块产品韧性》——2023-11-12
- 《斯达半导(603290.SH)-2Q23营收同比增长48%, 新能源为主要增长动力》——2023-09-02
- 《斯达半导(603290.SH)-一季度营收同比增长44%, 汽车功率模块出货量逐月环比提升》——2023-05-15
- 《斯达半导(603290.SH)-22年归母净利润同比增长105.24%, 海外市场加速拓展》——2023-04-11
- 《斯达半导(603290.SH)-存量替代与增量渗透, 硅基与碳化硅器件多维发展》——2023-02-02

图1: 公司近五年营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



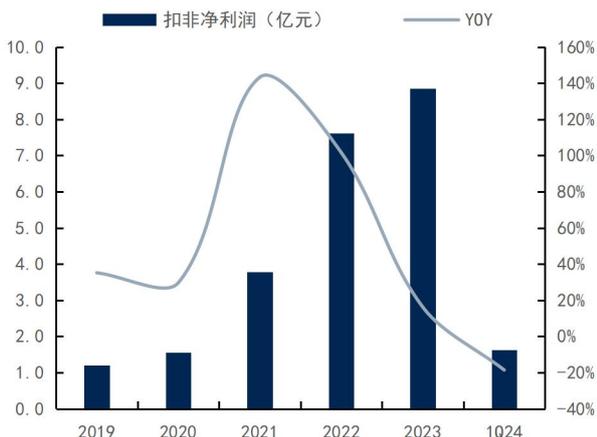
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构 (单位: 亿元)



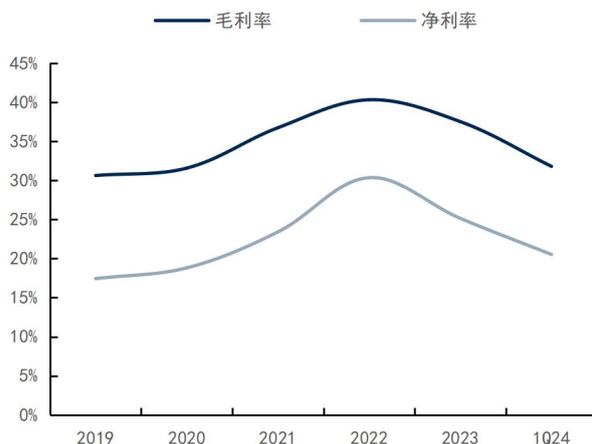
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



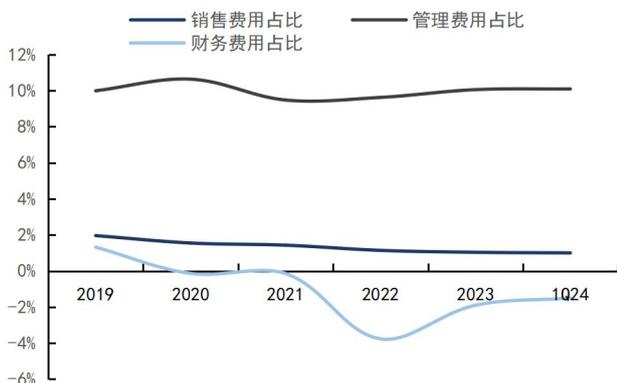
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率与净利率情况 (单位: %、%)



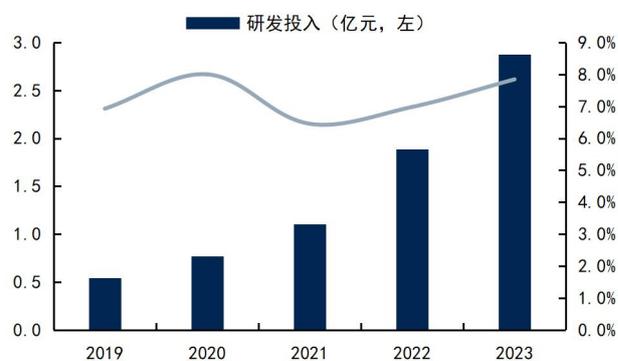
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司近五年研发投入及占营收比例 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2868	1911	1549	1726	2186	营业收入	2705	3663	4578	5266	6043
应收款项	542	696	870	1001	1149	营业成本	1615	2289	3061	3533	4046
存货净额	702	1261	1589	1763	2003	营业税金及附加	11	12	18	20	22
其他流动资产	1047	498	620	714	818	销售费用	31	38	45	52	60
流动资产合计	5159	4366	4628	5205	6156	管理费用	71	81	87	103	123
固定资产	1626	3174	3969	4484	4801	研发费用	189	287	304	347	396
无形资产及其他	90	105	101	96	92	财务费用	(102)	(70)	8	10	2
其他长期资产	254	839	839	839	839	投资收益	12	2	6	7	5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	7	4	4	5	5
资产总计	7128	8484	9536	10624	11888	其他	19	25	24	16	13
短期借款及交易性金融负债	4	5	3	4	4	营业利润	927	1057	1088	1230	1418
应付款项	479	568	716	794	902	营业外净收支	(0)	(13)	(3)	(5)	(7)
其他流动负债	96	119	149	166	189	利润总额	927	1044	1085	1224	1410
流动负债合计	579	691	868	964	1094	所得税费用	106	123	119	135	169
长期借款及应付债券	664	1042	1042	1042	1042	少数股东损益	3	10	11	12	14
其他长期负债	144	255	309	373	449	归属于母公司净利润	818	911	955	1078	1227
长期负债合计	808	1297	1351	1415	1491	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1387	1989	2219	2379	2586	净利润	821	921	966	1089	1241
少数股东权益	3	59	70	82	96	资产减值准备	1	1	0	0	0
股东权益	5738	6435	7247	8163	9206	折旧摊销	61	109	311	480	579
负债和股东权益总计	7128	8484	9536	10624	11888	公允价值变动损失	(8)	(4)	(4)	(6)	(5)
						财务费用	13	38	8	10	2
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(420)	(1201)	(388)	(235)	(280)
每股收益	4.79	5.33	5.59	6.30	7.18	其它	201	520	(8)	(10)	(3)
每股红利	0.77	1.61	0.84	0.95	1.08	经营活动现金流	668	383	884	1330	1536
每股净资产	33.60	37.64	42.39	47.75	53.85	资本开支	(1302)	(2203)	(1101)	(991)	(892)
ROIC	17%	17%	16%	17%	18%	其它投资现金流	77	692	0	0	0
ROE	14%	14%	13%	13%	13%	投资活动现金流	(1225)	(1511)	(1101)	(991)	(892)
毛利率	40%	38%	33%	33%	33%	权益性融资	24	68	0	0	0
EBIT Margin	29%	26%	23%	23%	23%	负债净变化	560	378	0	0	0
EBITDA Margin	31%	29%	30%	32%	33%	支付股利、利息	(131)	(275)	(143)	(162)	(184)
收入增长	59%	35%	25%	15%	15%	其它融资现金流	(1)	(1)	(2)	1	0
净利润增长率	105%	11%	5%	13%	14%	融资活动现金流	452	170	(145)	(161)	(184)
资产负债率	19%	24%	24%	23%	23%	现金净变动	(103)	(957)	(363)	178	459
息率	0.5%	1.2%	0.6%	0.7%	0.8%	货币资金的期初余额	2971	2868	1911	1548	1726
P/E	29.1	26.2	24.9	22.1	19.4	货币资金的期末余额	2868	1911	1548	1726	2185
P/B	4.1	3.7	3.3	2.9	2.6	企业自由现金流	(963)	(2452)	(234)	333	636
EV/EBITDA	29.7	24.2	19.0	15.5	13.4	权益自由现金流	(404)	(2075)	(243)	325	634

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032