

# 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

**买入**

### 核心观点

公司 1Q23 营收同比增长 43.79%，扣非归母净利润同比增长 37.49%。公司 1Q23 实现营收 7.8 亿元 (YoY+43.79%, QoQ-6.16%)，归母净利润 2.06 亿元 (YoY+36.32%, QoQ-9.36%)，扣非后归母净利润 1.99 亿元 (YoY-8.47%, QoQ+37.49%)，毛利率 36.43% (YoY-4.39pct, QoQ-2.14pct)。由于晶圆代工价格、一季度春节因素等影响，业绩环比回落。

公司汽车功率模块加速成长，2、3 月出货量环比增加 60%/30%。22 年公司汽车主驱 IGBT 模块配套超 120 万辆新能源汽车，同时公司在车用空调，充电桩，电子助力转向等汽车半导体份额进一步提高。在此基础上，公司新增多个双电控混动以及纯电动车型的主驱 IGBT 模块定点，多个 800V 系统纯电动车型的主驱 IGBT 模块定点。根据 NE 时代数据，受新能源整车销售影响，1 月汽车主驱功率模块出货量减少；随市场回暖，公司 2、3 月国内上险乘用车主驱 IGBT 功率模块配套量环比增速为 60%/30%，加速回升。

碳化硅产品加速渗透，光伏模块占据国产替代先发优势。公司 SiC MOS 模块开始大批量装车应用，同时新增多个 SiC MOS 800V 主驱模块定点，车规 SiC 模块开始在海外市场小批量供货，自主芯片的 SiC MOS 模块预计 23 年开始在主驱客户端批量供货；根据 NE 时代数据，公司 1-3 月国内上险乘用车碳化硅主驱模块配套量累计近 5000 套。此外，根据 SMM 数据，50kW-110kW 及以上光伏逆变器价格稳定，用于大功率逆变器的 IGBT 模块缺货且国产化率极低，预计 23-24 年公司将率先放量，占据先发优势。

代工厂 1Q23 产能利用率尚保持稳定，预计随产能释放代工成本有望环比下降。根据代工厂华虹 1Q23 业绩公告，分立器件实现收入 2.33 亿美元，同比增长 28.3%。得益于 IGBT、超级结产品需求，8 英寸和 12 英寸产线产能利用率分别从 4Q22 的 105.9%/99.9% 小幅调整至 107.1%/99.0%，8 寸/12 寸产线收入环比变动 -5 pct/+8 pct，目前代工价格仍保持相对稳定。由于下游需求增速放缓传导至代工厂仍需要 1-2 个季度，且未来产能释放供需矛盾缓解，预计晶圆代工成本有望逐季回落，公司毛利率短期波动后有望逐步企稳。

**投资建议：**我们看好公司在新能源汽车与光伏 IGBT 模块的龙头地位、SiC 模块的先发优势以及高压器件的拓展能力，预计公司 23-25 年归母净利润 10.2/13.7/17.6 亿元 (YoY+25%/34%/28%)，对应 PE 37.6/28.0/21.8 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**新能源发电及汽车需求不及预期，扩产节奏不及预期等。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,707	2,705	3,973	5,542	7,228
(+/-%)	77.2%	58.5%	46.9%	39.5%	30.4%
净利润(百万元)	398	818	1020	1371	1761
(+/-%)	120.5%	105.2%	24.8%	34.4%	28.4%
每股收益(元)	2.34	4.79	5.97	8.03	10.31
EBIT Margin	25.4%	29.1%	27.4%	27.0%	26.6%
净资产收益率 (ROE)	8.0%	14.2%	15.4%	17.6%	19.0%
市盈率 (PE)	96.2	46.9	37.6	28.0	21.8
EV/EBITDA	81.7	46.8	32.4	23.5	18.7
市净率 (PB)	7.67	6.69	5.81	4.94	4.14

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：李梓鹏**

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

S0980522090001

**联系人：李书颖**

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

**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

**联系人：詹浏洋**

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	224.68 元
总市值/流通市值	38376/38376 百万元
52 周最高价/最低价	450.00/222.00 元
近 3 个月日均成交额	696.55 百万元

#### 市场走势

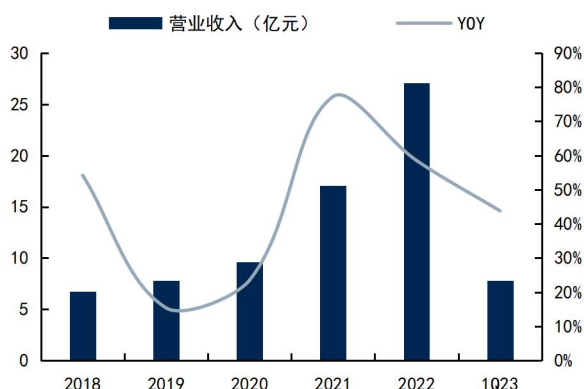


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

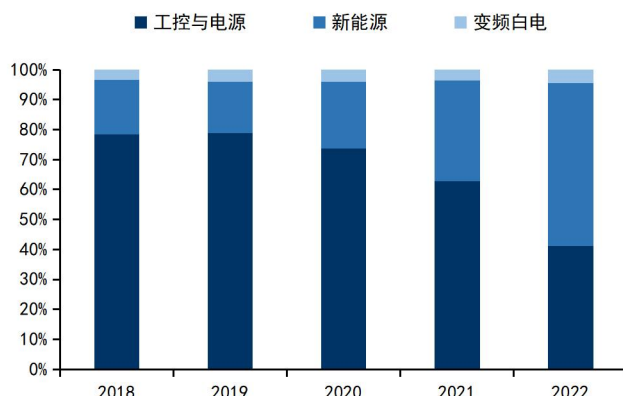
- 《斯达半导 (603290.SH) -22 年归母净利润同比增长 105.24%，海外市场加速拓展》——2023-04-11
- 《斯达半导 (603290.SH) -存量替代与增量渗透，硅基与碳化硅器件多维发展》——2023-02-02
- 《斯达半导 (603290.SH) -新能源占比持续提升，盈利能力不断增强》——2022-10-31
- 《斯达半导 (603290.SH) -IGBT 与碳化硅模块双轮驱动，新能源应用加速成长》——2022-08-31

图1: 公司近五年营业收入及增速 (亿元、%)



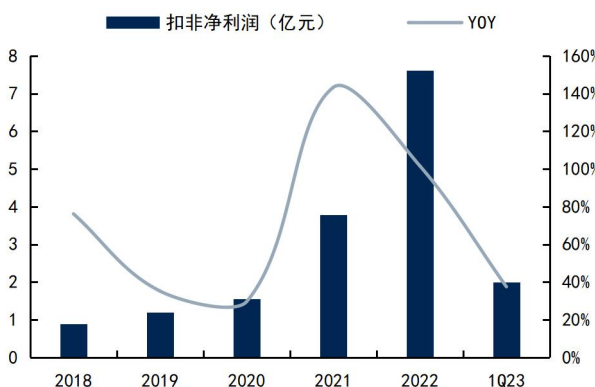
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近五年分产品营收结构 (%)



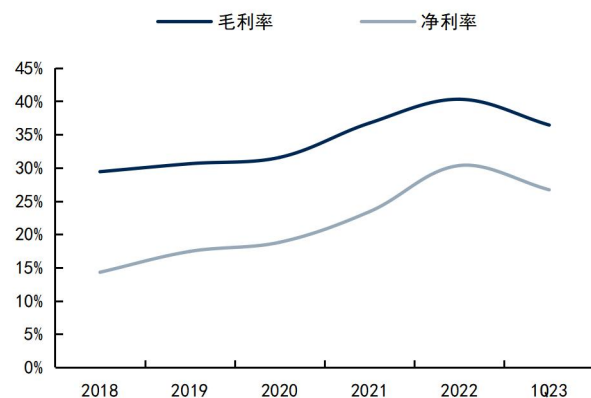
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年扣非归母净利润及增速 (亿元、%)



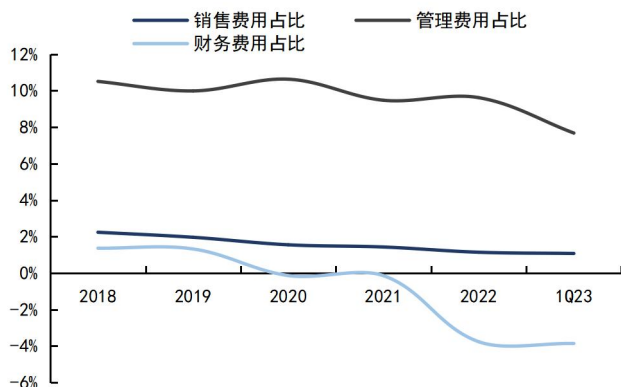
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年综合毛利率、净利率 (%)



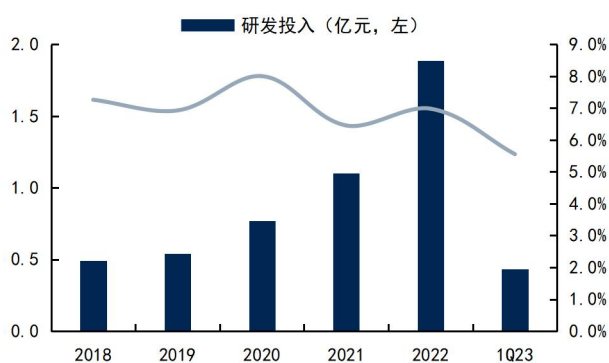
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年费用率 (%)



资料来源: 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: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2971	2868	3004	3420	4360	营业收入	1707	2705	3973	5542	7228
应收款项	341	542	796	1110	1448	营业成本	1080	1615	2503	3516	4614
存货净额	396	702	1061	1480	1957	营业税金及附加	7	11	16	23	30
其他流动资产	1049	1047	1212	1415	1635	销售费用	24	31	43	60	79
<b>流动资产合计</b>	<b>4757</b>	<b>5159</b>	<b>6072</b>	<b>7426</b>	<b>9399</b>	管理费用	52	71	95	131	170
固定资产	586	1626	1892	2078	2023	研发费用	110	189	227	315	409
无形资产及其他	91	90	86	82	79	财务费用	(2)	(102)	(41)	(48)	(65)
其他长期资产	88	254	254	254	254	投资收益	4	12	7	7	9
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(0)	7	2	3	4
<b>资产总计</b>	<b>5522</b>	<b>7128</b>	<b>8305</b>	<b>9841</b>	<b>11756</b>	其他	12	19	15	(1)	(8)
短期借款及交易性金融负债	1	4	1	2	2	营业利润	451	927	1154	1553	1995
应付款项	197	479	724	1011	1336	营业外净收支	3	(0)	2	2	1
其他流动负债	106	96	145	202	267	<b>利润总额</b>	<b>454</b>	<b>927</b>	<b>1157</b>	<b>1555</b>	<b>1997</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>304</b>	<b>579</b>	<b>871</b>	<b>1215</b>	<b>1606</b>	所得税费用	55	106	133	178	229
长期借款及应付债券	103	664	664	664	664	少数股东损益	1	3	4	5	7
其他长期负债	118	144	158	179	200	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>398</b>	<b>818</b>	<b>1020</b>	<b>1371</b>	<b>1761</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>221</b>	<b>808</b>	<b>822</b>	<b>843</b>	<b>864</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>525</b>	<b>1387</b>	<b>1692</b>	<b>2058</b>	<b>2469</b>	净利润	399	821	1024	1376	1768
少数股东权益	(0)	3	7	12	19	资产减值准备	1	1	1	2	1
股东权益	4997	5738	6605	7770	9267	折旧摊销	42	61	145	226	263
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5522</b>	<b>7128</b>	<b>8305</b>	<b>9841</b>	<b>11756</b>	公允价值变动损失	(1)	(8)	(3)	(4)	(5)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	4	13	(41)	(48)	(65)
每股收益	2.34	4.79	5.97	8.03	10.31	营运资本变动	(96)	(420)	(466)	(568)	(618)
每股红利	0.34	0.77	0.90	1.20	1.55	其它	7	201	40	46	64
每股净资产	29.29	33.60	38.67	45.50	54.26	<b>经营活动现金流</b>	<b>357</b>	<b>668</b>	<b>700</b>	<b>1030</b>	<b>1408</b>
ROIC	18%	17%	22%	30%	36%	资本开支	(376)	(1302)	(409)	(409)	(204)
ROE	8%	14%	15%	18%	19%	其它投资现金流	(607)	77	0	0	0
毛利率	37%	40%	37%	37%	36%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(983)</b>	<b>(1225)</b>	<b>(409)</b>	<b>(409)</b>	<b>(204)</b>
EBIT Margin	25%	29%	27%	27%	27%	权益性融资	3478	24	0	0	0
EBITDA Margin	28%	31%	31%	31%	30%	负债净变化	100	560	0	0	0
收入增长	77%	59%	47%	39%	30%	支付股利、利息	(57)	(131)	(153)	(206)	(264)
净利润增长率	120%	105%	25%	34%	28%	其它融资现金流	(2)	(1)	(2)	0	0
资产负债率	10%	19%	20%	21%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>3519</b>	<b>452</b>	<b>(155)</b>	<b>(205)</b>	<b>(264)</b>
息率	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	<b>现金净变动</b>	<b>2891</b>	<b>(103)</b>	<b>136</b>	<b>416</b>	<b>939</b>
P/E	96.2	46.9	37.6	28.0	21.8	货币资金的期初余额	80	2971	2868	3004	3420
P/B	7.7	6.7	5.8	4.9	4.1	货币资金的期末余额	2971	2868	3004	3420	4359
EV/EBITDA	81.7	46.8	32.4	23.5	18.7	企业自由现金流	(49)	(963)	235	574	1145
						权益自由现金流	49	(404)	269	617	1203

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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