

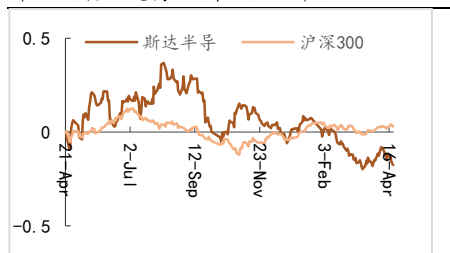
评级： 买入

核心观点

何立中
电子行业首席分析师
SAC 执证编号: S0110521050001
helizhong@sczq.com.cn
电话: 010-81152682

韩杨
电子行业研究助理
hanyang@sczq.com.cn
电话: 010-81152681

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	267.00
一年内最高/最低价 (元)	450.00/257.00
市盈率 (当前)	55.77
市净率 (当前)	7.95
总股本 (亿股)	1.71
总市值 (亿元)	456.04

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 斯达半导体: 2022 年业绩表现亮眼, 期待 2023 年持续增长
- 斯达半导体: IGBT 龙头高歌猛进, SiC MOS 开启装车应用
- 【首创电子】斯达半导体: 新能源领域占比大幅提升, Q2 业绩超预期

- **新能源行业收入占比过半, 公司 2022 年业绩亮眼。**2022 年公司实现营业收入 27.05 亿元, 同比+58.53%; 实现归母净利润 8.18 亿元, 同比+105.24%。其中, 工控及电源行业收入 11.06 亿元, 同比+3.93%, 收入占比 40.89%; 新能源行业收入 14.56 亿元, 同比+154.81%, 收入占比 53.82%; 变频家电及其他收入 11.96 亿元, 同比+99.19%, 收入占比 4.42%。
- **公司毛利率持续提升, 盈利能力不断加强。**2022 年公司毛利率为 40.30%, 同比+3.58pct; 公司净利率为 30.34%, 同比+6.93pct。2022 年公司下游光伏、储能和新能源汽车需求持续景气, 叠加上游芯片代工产能仍旧偏紧, 以及公司新能源行业收入占比的大幅提升, 公司毛利率持续增长, 净利率达到历史最高。
- **车规 IGBT 模块配套超 120 万辆车, 海外车规模块有望在今年放量。**2022 年公司应用于新能源汽车主驱逆变器的 IGBT 模块持续放量, 合计配套超过 120 万辆, 其中 A 级及以上车型超过 60 万辆。公司车规级 IGBT 模块获多家国际一线 Tier 1 定点, 预计 2023 年开始大批量供货, 并且公司车规级 SiC 模块开始在海外市场小批量供货。此外, 搭载公司车规级 IGBT 模块的车型已远销欧洲、东南亚、南美等地区。
- **海外业务取得重要突破, 斯达欧洲实现营收 0.95 亿元。**2022 年公司海外业务取得快速发展, 子公司斯达欧洲收入 9,517.41 万元, 同比+121.04%, 预计 2023 年将继续保持高速增长。公司自成立以来专注于 IGBT 模块的研发及生产制造, 在工控行业深耕多年, 未来公司将在变频器、电焊机、电梯控制器、伺服器、电源等领域持续发力, 加大海外市场的开拓力度, 突破海外头部客户, 提高市场占有率。
- **SiC 芯片产线进展顺利, 配套自主芯片 SiC MOS 模块有望于今年量产。**2021 年公司增发募集了约 35 亿元资金, 其中, 公司拟投入 5 亿元, 用于自建 SiC 芯片产线建设, 达产后预计实现 6 吋 SiC 芯片月产能 5000 片, 目前公司产线建设进展顺利, 使用公司自主芯片的车规级 SiC MOSFET 模块预计 2023 年开始在主电机控制器客户批量供货。
- **盈利预测: 我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 12.09/16.36/22.06 亿元, 对应 4 月 18 日股价 PE 分别为 39/29/21 倍, 维持“买入”评级。**
- **风险提示: 新能源车需求不及预期、光伏装机不及预期、研发不及预期。**

盈利预测

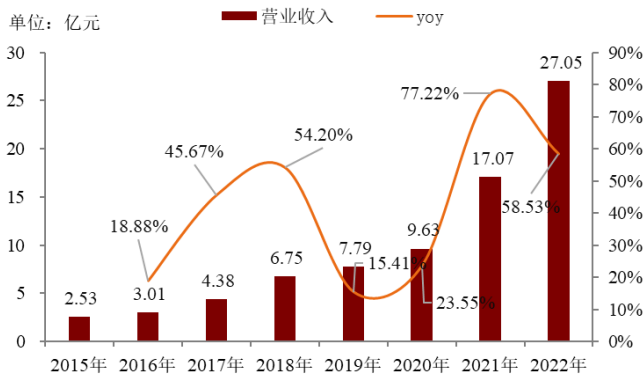
	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	27.05	43.04	60.85	80.96
营收增速 (%)	58.53%	59.09%	41.38%	33.05%
净利润 (亿元)	8.18	12.09	16.36	22.06
净利润增速 (%)	105.24%	47.84%	35.36%	34.84%
EPS (元/股)	4.79	7.08	9.58	12.92
PE	57.13	38.64	28.55	21.17

资料来源: Wind, 首创证券

1 国产 IGBT 龙头地位稳固，期待海外和 SiC 持续突破

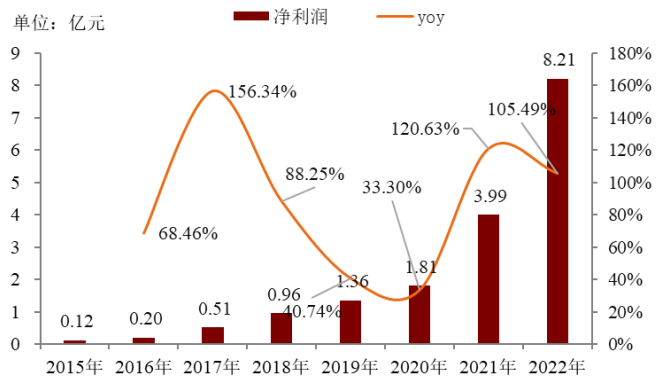
新能源行业收入占比过半，公司 2022 年业绩亮眼。2022 年公司实现营收 27.05 亿元，同比+58.53%；实现归母净利润 8.18 亿元，同比+105.24%。其中，工控及电源行业收入 11.06 亿元，同比+3.93%，收入占比 40.89%；新能源行业收入 14.56 亿元，同比+154.81%，收入占比 53.82%；变频家电及其他收入 11.96 亿元，同比+99.19%，收入占比 4.42%。

图 1 公司 2015 年-2022 年营业收入及同比增速



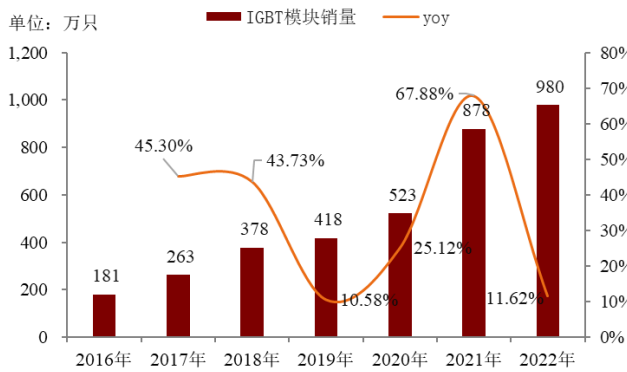
资料来源: Wind, 首创证券

图 2 公司 2015 年-2022 年净利润及同比增速



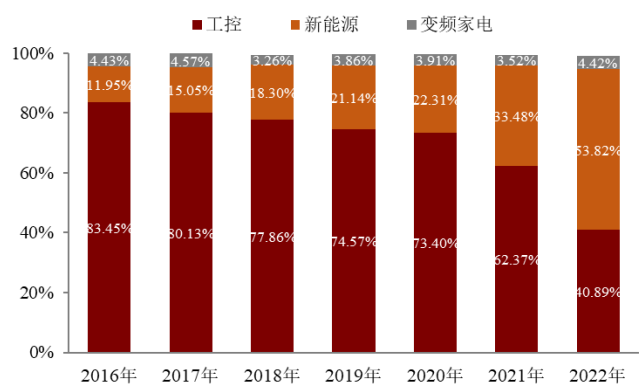
资料来源: Wind, 首创证券

图 3 公司 2016 年-2022 年 IGBT 模块销量



资料来源: 公司公告, 首创证券

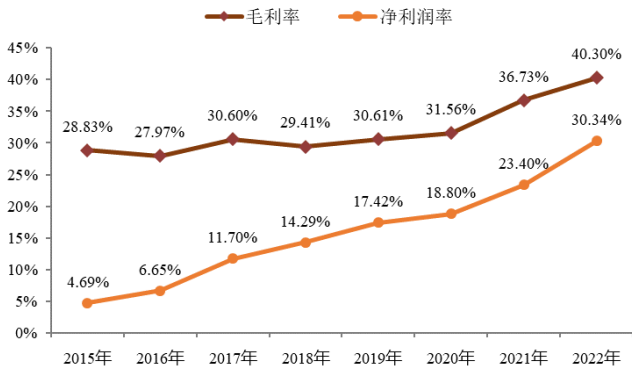
图 4 公司 2016 年-2022 年各下游应用领域收入占比



资料来源: 公司公告, 首创证券

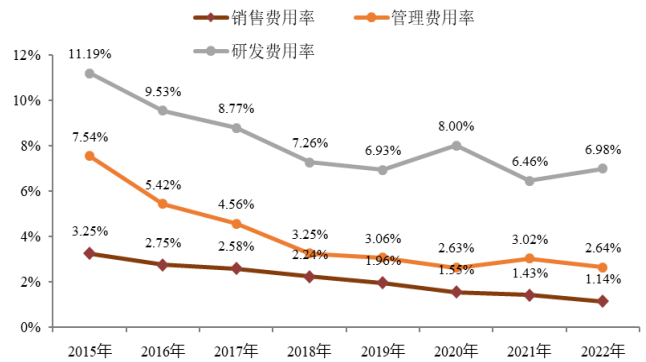
公司毛利率持续提升，盈利能力不断加强。2022 年公司毛利率为 40.30%，同比+3.58pct；公司净利率为 30.34%，同比+6.93pct。2022 年公司下游光伏、储能和新能源汽车需求持续景气，叠加上游芯片代工产能仍旧偏紧，以及公司新能源行业收入占比的大幅提升，公司毛利率持续增长，净利率达到历史最高。

图 5 公司 2015 年-2022 年毛利率与净利率



资料来源: Wind, 首创证券

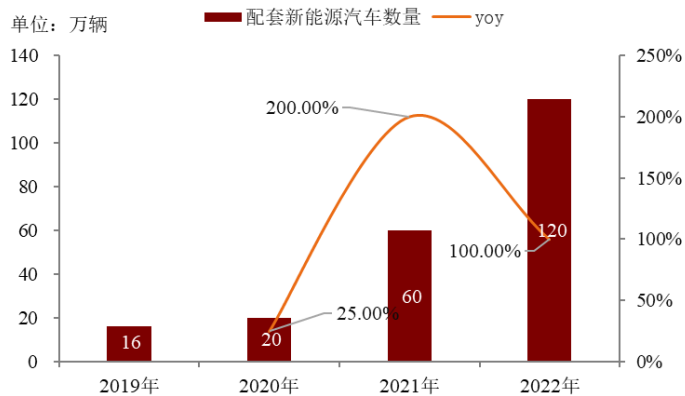
图 6 公司 2015 年-2022 年期间费用率



资料来源: Wind, 首创证券

车规 IGBT 模块配套超 120 万辆车, 海外车规模块有望在今年放量。2022 年公司应用于新能源汽车主驱逆变器的 IGBT 模块持续放量, 合计配套超过 120 万辆, 其中 A 级及以上车型超过 60 万辆。公司车规级 IGBT 模块获多家国际一线 Tier 1 定点, 预计 2023 年开始大批量供货, 并且公司车规级 SiC 模块开始在海外市场小批量供货。此外, 搭载公司车规级 IGBT 模块的车型已远销欧洲、东南亚、南美等地区。

图 7 2019-2022 年公司 IGBT 模块配套新能源汽车主电驱逆变器数量及同比增速



资料来源: 公司公告, 首创证券

海外业务取得重要突破, 斯达欧洲实现营收 0.95 亿元。2022 年公司海外业务取得快速发展, 子公司斯达欧洲收入 9,517.41 万元, 同比+121.04%, 预计 2023 年将继续保持高速增长。公司自成立以来专注于 IGBT 模块的研发及生产制造, 在工控行业深耕多年, 未来公司将在变频器、电焊机、电梯控制器、伺服器、电源等领域持续发力, 加大海外市场的开拓力度, 突破海外头部客户, 提高市场占有率。

SiC 芯片产线进展顺利, 配套自主芯片 SiC MOS 模块有望于今年量产。2021 年公司增发募集了约 35 亿元资金, 其中, 公司拟投入 5 亿元, 用于自建 SiC 芯片产线建设, 达产后预计实现 6 吋 SiC 芯片月产能 5000 片, 目前公司产线建设进展顺利, 使用公司自主芯片的车规级 SiC MOSFET 模块预计 2023 年开始在主电机控制器客户批量供货。

2 盈利预测

我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 12.09/16.36/22.06 亿元，对应 4 月 18 日股价 PE 分别为 39/29/21 倍，维持“买入”评级。

表 1 盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	27.05	43.04	60.85	80.96
yoy	58.53%	59.09%	41.38%	33.05%
净利润（亿元）	8.18	12.09	16.36	22.06
yoy	105.24%	47.84%	35.36%	34.84%
毛利率	40.30%	40.55%	39.50%	40.32%
净利率	30.34%	28.16%	26.94%	27.29%
EPS(元/股)	4.79	7.08	9.58	12.92
PE	57.13	38.64	28.55	21.17

资料来源：Wind，首创证券

3 风险提示

新能源车需求不及预期、光伏装机不及预期、研发不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5158.8	6050.5	7912.3	10371.1	经营活动现金流	668.4	997.8	1366.1	1953.0
现金	2868.1	3103.8	4278.3	5987.4	净利润	820.7	1211.9	1639.4	2209.5
应收账款	541.1	860.8	1121.1	1515.7	折旧摊销	60.9	70.9	90.1	109.3
其它应收款	0.9	0.9	0.9	0.9	财务费用	13.1	(45.9)	(42.2)	(29.3)
预付账款	10.3	10.3	10.3	10.3	投资损失	(11.6)	(5.0)	(6.7)	(7.8)
存货	701.7	1038.1	1465.1	1820.2	营运资金变动	(245.4)	(234.1)	(314.5)	(328.8)
其他流动资产	108.2	108.2	108.2	108.2	其它	30.6	0.0	0.0	0.0
非流动资产	1969.0	2022.8	2057.5	2072.9	投资活动现金流	(1224.6)	(119.7)	(118.0)	(117.0)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资本支出	(28.3)	(124.7)	(124.7)	(124.7)
固定资产	667.8	927.2	1167.4	1388.5	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	89.5	84.0	78.3	72.6	其他	(1196.3)	5.0	6.7	7.8
其他非流动资产	250.1	250.1	250.1	250.1	筹资活动现金流	452.5	(642.3)	(73.7)	(126.9)
资产总计	7127.8	8073.4	9969.8	12444.0	短期借款	0.0	61.0	0.0	0.0
流动负债	579.1	1062.0	1434.8	1855.8	长期借款	560.2	(663.7)	0.0	0.0
短期借款	0.0	61.0	61.0	61.0	其他	(107.7)	(39.6)	(73.7)	(126.9)
应付账款	479.1	901.0	1273.9	1694.8	现金净增加额	(103.1)	235.7	1174.4	1709.1
其他流动负债	2.3	2.3	2.3	2.3					
非流动负债	807.6	143.9	143.9	143.9	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	663.7	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	58.5%	59.1%	41.4%	33.0%
负债合计	1386.6	1205.9	1578.7	1999.7	利润总额	104.2%	47.7%	35.3%	34.8%
少数股东权益	3.3	6.4	9.5	12.6	归属母公司净利润	105.2%	47.8%	35.4%	34.8%
归属母公司股东权益	5737.9	6861.1	8381.5	10431.7	获利能力				
负债和股东权益	7127.8	8073.4	9969.8	12444.0	毛利率	40.3%	40.5%	39.5%	40.3%
					净利率	30.3%	28.2%	26.9%	27.3%
利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	15.2%	19.2%	21.5%	23.5%
营业收入	2705.5	4304.3	6085.3	8096.3	ROIC	14.2%	18.1%	21.3%	23.3%
营业成本	1615.1	2559.0	3681.8	4832.2	偿债能力				
税金及附加	11.3	14.5	20.6	27.3	资产负债率	19.5%	14.9%	15.8%	16.1%
销售费用	30.9	46.9	66.3	88.2	净负债比率	-38.4%	-44.3%	-50.3%	-56.7%
研发费用	188.9	279.8	395.5	526.3	流动比率	8.91	5.70	5.51	5.59
管理费用	71.4	103.3	140.0	186.2	速动比率	7.70	4.72	4.49	4.61
财务费用	-101.8	-45.9	-42.2	-29.3	营运能力				
资产减值损失	(0.58)	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.43	0.57	0.67	0.72
公允价值变动收益	7.8	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	6.14	6.14	6.14	6.14
投资净收益	11.6	5.0	6.7	7.8	应付账款周转率	4.78	4.78	4.78	4.78
营业利润	868.8	1366.7	1850.1	2494.6	每股指标(元)				
营业外收入	0.2	3.1	2.8	2.0	每股收益	4.79	7.08	9.58	12.92
营业外支出	0.4	0.7	1.0	0.7	每股经营现金	3.91	5.84	8.00	11.44
利润总额	927.1	1369.0	1851.9	2495.9	每股净资产	33.62	40.21	49.13	61.15
所得税	106.4	157.1	212.5	286.4	估值比率				
净利润	820.7	1211.9	1639.4	2209.5	P/E	57.1	38.6	28.5	21.2
少数股东损益	3.1	3.1	3.1	3.1	P/B	8.1	6.8	5.6	4.5
归属母公司净利润	817.6	1208.8	1636.3	2206.4					
EBITDA	1272.5	1439.9	1942.0	2605.2					
EPS (元)	4.79	7.08	9.58	12.92					

团队简介

何立中，电子行业首席分析师，北京大学硕士，曾在比亚迪半导体从事芯片设计、国信证券研究所、中国计算机报工作，2021年4月加入首创证券。

韩杨，电子行业研究助理，厦门大学会计学硕士，2021年8月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现