

斯达半导 (603290.SH)

增持 (维持)

全年盈利能力持续改善, 关注下游应用需求变化

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 年年报, 结合公告信息, 点评如下:

- 2022 年公司盈利能力持续提升, 22Q4 单季度营收和利润环比表现略显分化。公司 22 年营收 27.05 亿元, 同比+58.53%, 主要依靠新能源业务拉动, 归母净利润 8.18 亿元, 同比+105.24%, 毛利率 40.3%, 同比+3.57pcts, 主要系新能源业务占比提升, 净利率 30.34%, 同比+6.94pcts。单季度来看, 22Q4 营收 8.31 亿元, 同比+63.05%/环比+15.45%, 部分受到 12 月疫情因素影响, 归母净利润 2.27 亿元, 同比+72.52%/环比-6.63%, 归母环比下降主要系年底费用等因素影响, 扣非归母净利润 2.17 亿元, 同比+71.64%/环比+1.79%, 扣非环比提升主要系 22Q3 非经常性补助部分高于 Q4, 毛利率 38.56%, 同比-2.24pcts/环比-2.81pcts, 净利率 27.48%, 同比+1.64pcts/环比-6.45pcts。
- 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%。22 年工控和电源/新能源/变频白电及其它占比为 40.9%/53.8%/4.4%, 营收同比增长 3.9%/154.8%/99.2%, 工控同比低增长主要系工控 22 年整体需求偏弱, 同时部分受到产能相对紧张导致的产能倾斜影响。新能源业务 22 年在汽车和光储整体表现较好, 22 年车规级 IGBT 模块配套新能源汽车超 120 万辆, 其中 A 级车及以上车型超 60 万辆; 22 年成为全球 Top10 光储储能企业的合作伙伴, 光伏 IGBT 模块营收体量逐步成长, 光储在新能源领域需求相对较好。
- 海外业务和 SiC 产品逐步取得突破, 关注行业景气度和竞争格局变化影响。22 年公司海外业务快速发展, 斯达欧洲营收 9517 万元, 同比+121%, 预计 23 年将持续高增长。22 年公司车规级 SiC 模块在海外市场小批量供货, 新增多个车规级 SiC MOS 模块定点。2023 年新能源汽车市场各大品牌竞争进一步加剧, 销量同比增速或将下降, 关注行业下游需求变化可能带来的影响。全球 IGBT 产能新增供给逐步释放, 关注供给增加或对市场竞争格局的影响。
- 投资建议。斯达半导是国内 IGBT 模块龙头, 新能源业务占比提升, 产能保障相对稳定, 海外业务和 SiC 产品进展顺利。我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 39.35/52.6/65.5 亿元, 归母净利润为 10.92/13.76/16.67 亿元, 对应 EPS 为 6.4/8.06/9.76 元, 对应 PE 为 46.5/36.9/30.5 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。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1707	2705	3935	5260	6550
同比增长	77%	59%	45%	34%	25%
营业利润(百万元)	451	927	1231	1561	1878
同比增长	120%	106%	33%	27%	20%
归母净利润(百万元)	398	818	1092	1376	1667
同比增长	120%	105%	34%	26%	21%
每股收益(元)	2.33	4.79	6.40	8.06	9.76
PE	127.6	62.2	46.5	36.9	30.5
PB	10.2	8.9	7.7	6.7	5.7

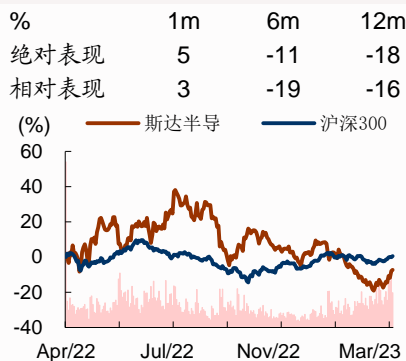
资料来源: 公司数据、招商证券

TMT 及中小盘/电子
当前股价: 297.55 元

基础数据

总股本 (万股)	17079
已上市流通股 (万股)	17079
总市值 (亿元)	508
流通市值 (亿元)	508
每股净资产 (MRQ)	33.6
ROE (TTM)	14.2
资产负债率	19.5%
主要股东	香港斯达控股有限公司
主要股东持股比例	41.73%

股价表现



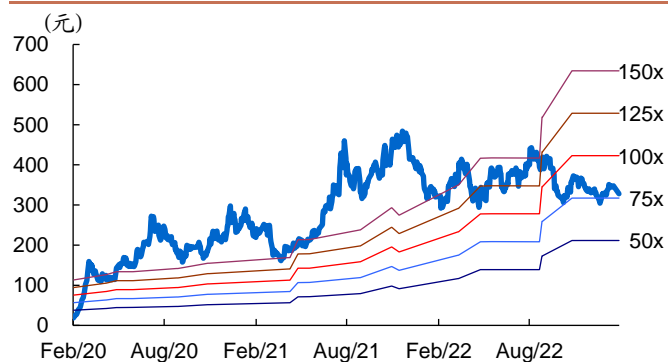
相关报告

- 《斯达半导 (603290) — 全年业绩略超预期, 新能源业务营收占比过半》2023-01-31
- 《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, SiCMOS 拓宽未来成长空间》2022-08-28

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

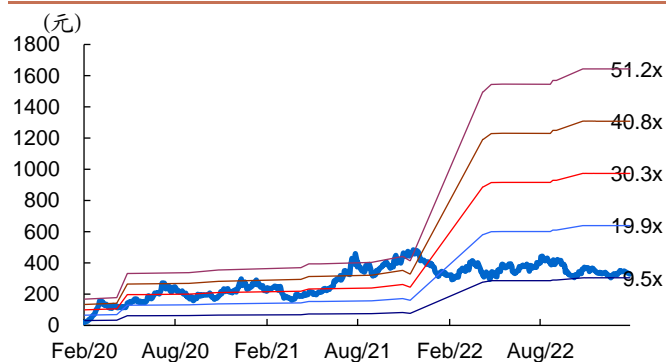
PE-PB Band

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
- 4、《斯达半导 (603290) —全年业绩略超预期, 新能源业务营收占比过半》2023-01-31

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4757	5159	5987	7072	8382
现金	2971	2868	3009	3314	3860
交易性投资	751	703	703	703	703
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	340	541	759	1015	1263
其它应收款	0	1	1	2	2
存货	396	702	1015	1370	1720
其他	298	344	501	670	834
非流动资产	765	1969	2223	2451	2657
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	384	668	931	1167	1380
无形资产商誉	91	90	81	73	65
其他	289	1212	1212	1212	1212
资产总计	5522	7128	8210	9523	11039
流动负债	304	579	811	1071	1328
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	197	479	701	946	1188
预收账款	6	28	41	55	69
其他	101	72	70	71	72
长期负债	221	808	808	808	808
长期借款	103	664	664	664	664
其他	118	144	144	144	144
负债合计	525	1387	1619	1879	2136
股本	171	171	171	171	171
资本公积金	3946	3989	3989	3989	3989
留存收益	880	1578	2425	3474	4728
少数股东权益	(0)	3	7	11	16
归属于母公司所有者权益	4997	5738	6585	7634	8887
负债及权益合计	5522	7128	8210	9523	11039

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	357	668	650	924	1260
净利润	399	821	1096	1380	1672
折旧摊销	42	61	78	104	127
财务费用	4	13	(50)	(20)	(10)
投资收益	(4)	(12)	(27)	(27)	(27)
营运资金变动	(83)	(225)	(464)	(533)	(520)
其它	(3)	11	18	19	18
投资活动现金流	(983)	(1225)	(311)	(311)	(311)
资本支出	(376)	(1302)	(338)	(338)	(338)
其他投资	(607)	77	27	27	27
筹资活动现金流	3519	452	(199)	(308)	(403)
借款变动	53	402	(4)	0	0
普通股增加	11	0	0	0	0
资本公积增加	3483	42	0	0	0
股利分配	(54)	(120)	(245)	(328)	(413)
其他	27	127	50	20	10
现金净增加额	2892	(104)	140	305	546

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1707	2705	3935	5260	6550
营业成本	1080	1615	2363	3189	4004
营业税金及附加	7	11	16	21	26
营业费用	24	31	43	58	72
管理费用	52	71	98	131	177
研发费用	110	189	256	342	426
财务费用	(2)	(102)	(50)	(20)	(10)
资产减值损失	(6)	(11)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收益	1	8	2	2	2
其他收益	16	29	20	20	20
投资收益	4	12	5	5	5
营业利润	451	927	1231	1561	1878
营业外收入	5	0	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0	0
利润总额	454	927	1231	1561	1878
所得税	55	106	135	180	206
少数股东损益	1	3	3	4	5
归属于母公司净利润	398	818	1092	1376	1667

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	77%	59%	45%	34%	25%
营业利润	120%	106%	33%	27%	20%
归母净利润	120%	105%	34%	26%	21%
获利能力					
毛利率	36.7%	40.3%	39.9%	39.4%	38.9%
净利率	23.3%	30.2%	27.8%	26.2%	25.4%
ROE	12.9%	15.2%	17.7%	19.4%	20.2%
ROIC	12.6%	12.7%	15.4%	17.5%	18.6%
偿债能力					
资产负债率	9.5%	19.5%	19.7%	19.7%	19.3%
净负债比率	1.9%	9.4%	8.1%	7.0%	6.0%
流动比率	15.7	8.9	7.4	6.6	6.3
速动比率	14.4	7.7	6.1	5.3	5.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	3.3	2.9	2.8	2.7	2.6
应收账款周转率	5.8	6.1	6.1	5.9	5.8
应付账款周转率	6.8	4.8	4.0	3.9	3.8
每股资料(元)					
EPS	2.33	4.79	6.40	8.06	9.76
每股经营净现金	2.09	3.91	3.81	5.41	7.38
每股净资产	29.26	33.60	38.56	44.70	52.04
每股股利	0.70	1.44	1.92	2.42	2.93
估值比率					
PE	127.6	62.2	46.5	36.9	30.5
PB	10.2	8.9	7.7	6.7	5.7
EV/EBITDA	101.6	56.2	39.3	30.1	24.8

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。