证券研究报告

公司研究

公司点评报告

斯达半导(603290.SH)

投资评级　　增持

上次评级　　增持

方竞　电子行业分析师
执业编号：S1500520030001
联系电话：+86 15618995441
邮　箱：fangjing@cindasc.com

童秋涛 研究助理

联系电话：+86 13127514626
邮　箱：tongqiutao@cindasc.com

相关研究

《斯达半导深度报告：IGBT 国内领军者，聚焦新能源汽车市场》2021.02.21

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

定增转型 IDM，IGBT 龙头开启新篇章

2021 年 3 月 4 日

事件：2021 年 3 月 2 日，斯达半导发布 2021 年度非公开发行 A 股股票预案，公司拟非公开发行不超过 1600 万股，募集资金总额不超过 35 亿元。其中高压特色工艺功率芯片和 SiC 芯片研发及产业化项目投入 20 亿元，功率半导体模块生产线自动化改造项目投入 7 亿元，剩余 8 亿元用于补充流动资金。

点评：

定增募资向 IDM 转型，强化功率 IGBT 布局。本次定增核心看点为自建产线，即高压特色工艺功率芯片和 SiC 芯片研发及产业化项目，预计达产后将形成 3 万片每月 6 寸线产能。公司过去主要采取 Fabless 模式，芯片生产依托于供应商华虹及上海先进。而此次通过建设功率芯片制造产线，公司将向功率 IDM 公司转型。

IGBT 核心难点主要为薄片工艺、背面工艺和封装工艺，其中背面工艺最为关键，通过背面离子注入可大幅调节产品性能。公司 IPO 募投便已购置氢/氦离子注入机、中束流离子注入机等工艺设备 4 台，为国内最先拥有该设备的厂商之一。公司拥有芯片制造能力的同时，将进一步助力公司 IGBT 设计能力及性能提升。

丰富 IGBT 全产品线，前瞻把握车用 SiC 发展趋势：目前公司在 650V、750V、1200V、1700V 等中低压 IGBT 芯片已经实现国产化，但是 3300V、4500V 等高压 IGBT 和 SiC 芯片等细分产品仍依赖进口。3300V、4500V 等高压 IGBT 主要用于轨道交通、智能电网等应用场景，据 Trendforce 数据，国内轨道交通及智能电网约占 IGBT 下游应用的 15%。我们认为，高压 IGBT 领域的开拓为公司发展必行之路，此次项目的实施将丰富公司的产品结构，进一步提升公司综合竞争力。

此外，SiC 器件在汽车产业逐渐普及，未来随着 SiC 产业链的进一步成熟，成本逐渐降低，车用 SiC 将迎来快速发展。IHS 预计至 2027 年，碳化硅功率器件的市场规模将超过 100 亿美元，2018-2027 年的复合增速接近 40%。公司此前具备碳化硅模块生产能力，且其应用于新能源客车的 SiC 汽车级模块通过国内龙头大巴车企宇通客车定点，此次 SiC 芯片研发及产业化项目的实施，将进一步提高公司在碳化硅功率器件的技术水平。

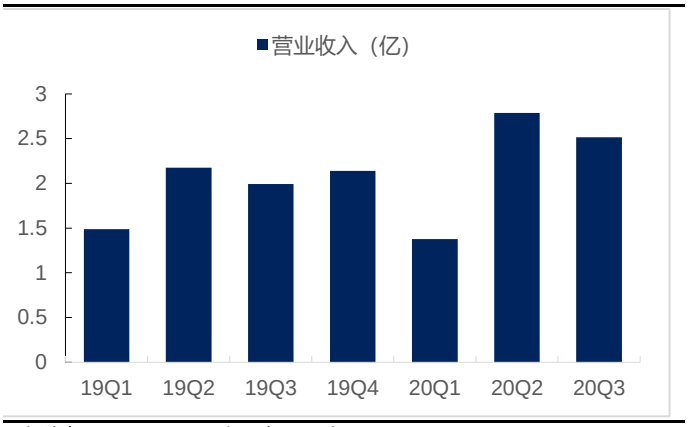
盈利预测与投资评级：我们预计公司 20/21/22 年营收为 9.7 亿/13.65 亿/17.95 亿元，归母净利润分别为 1.88/2.80/3.63 亿元，对应 3 月 3 日收盘价 PE 估值为 203/136/105 倍。公司在国内 IGBT 领域客户进展领先，且未来在新能源汽车领域具有长足发展空间，我们看好公司长期发展。维持“增持”评级。

风险因素：产品研发风险/行业景气度下滑风险/市场竞争风险

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	675.37	779.44	970.23	1,365.24	1,795.26
增长率 YoY %	54.20%	15.41%	24.48%	40.71%	31.50%
归属母公司净利润(百万元)	96.74	135.28	187.54	280.05	363.13
增长率 YoY%	83.50%	39.83%	38.63%	49.33%	29.67%
毛利率%	29.41%	30.61%	32.94%	33.44%	33.64%
净资产收益率ROE%	24.90%	27.22%	21.46%	20.53%	20.71%
EPS(摊薄)(元)	0.81	1.13	1.17	1.75	2.27
市盈率 P/E(倍)	294.72	281.02	202.71	135.75	104.69
市净率 P/S(倍)	56.29	48.77	39.18	27.85	21.18

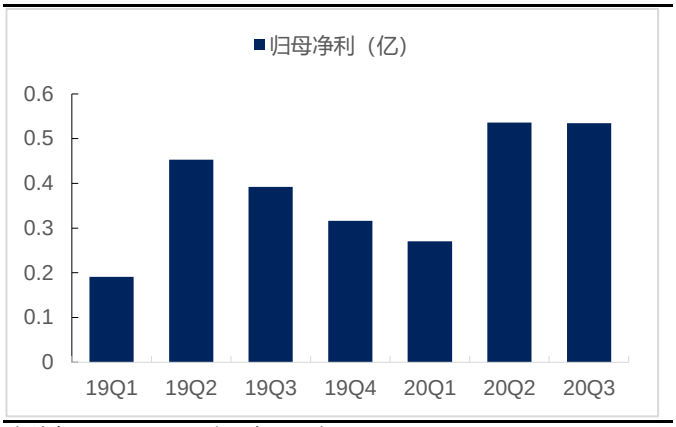
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 3 月 3 日收盘价

图 1：斯达半导营收情况（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：斯达半导净利润表现（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	450.28	560.64	1,152.23	1,538.26	2,016.23
货币资金	80.85	93.89	556.69	872.60	1,185.44
应收票据	81.68	0.00	76.77	91.05	87.26
应收账款	132.01	217.24	248.89	194.67	255.99
预付账款	2.03	1.65	2.94	3.58	4.57
存货	144.49	197.40	216.60	316.17	404.73
其他	9.21	50.45	50.34	60.19	78.25
非流动资产	273.75	299.85	352.03	401.24	438.14
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产（合计）	205.35	244.67	288.54	332.49	372.50
无形资产	25.07	26.75	30.25	33.39	30.73
其他	43.33	28.43	33.25	35.36	34.91
资产总计	724.03	860.49	1,504.26	1,939.50	2,454.37
流动负债	193.26	202.56	218.01	301.14	389.11
短期借款	92.61	85.13	84.78	119.30	156.87
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	58.34	95.19	105.75	144.49	184.63
其他	42.31	22.24	27.48	37.35	47.61
非流动负债	100.34	101.57	101.57	101.57	101.57
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	100.34	101.57	101.57	101.57	101.57
负债合计	293.60	304.13	319.58	402.71	490.68
少数股东权益	-3.71	-3.32	-3.27	-3.21	-3.12
归属母公司股东权益	434.13	559.67	1,187.95	1,540.00	1,966.81
负债和股东权益	724.03	860.49	1504.26	1939.50	2454.37

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	675.37	779.44	970.23	1,365.24	1,795.26
同比（%）	54.20%	15.41%	24.48%	40.71%	31.50%
归属母公司净利润	96.74	135.28	187.54	280.05	363.13
同比（%）	83.50%	39.83%	38.63%	49.33%	29.67%
毛利率（%）	29.41%	30.61%	32.94%	33.44%	33.64%
ROE%	24.90%	27.22%	21.46%	20.53%	20.71%
EPS (摊薄)(元)	0.81	1.13	1.17	1.75	2.27
P/E	294.72	281.02	202.71	135.75	104.69
P/S	56.29	48.77	39.18	27.85	21.18
EV/EBITDA	201.82	157.36	152.37	108.01	83.96

利润表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	675.37	779.44	970.23	1,365.2	1,795.2
营业成本	476.74	540.83	650.60	908.65	1,191.2
营业税金及附加	3.66	3.65	4.55	6.40	8.41
销售费用	15.11	15.28	15.51	21.83	28.71
管理费用	21.94	23.85	25.13	35.36	46.50
研发费用	49.04	54.00	78.16	96.34	126.68
财务费用	9.19	10.29	5.34	-4.72	-4.93
减值损失合计	-0.03	-5.42	-3.95	-5.58	-5.69
投资净收益	0.28	0.30	4.87	3.41	2.39
其他	9.12	7.60	14.93	10.68	9.45
营业利润	109.12	144.86	214.70	321.06	416.17
营业外收支	-0.06	-0.05	5.44	7.66	10.07
利润总额	109.06	144.81	220.14	328.72	426.23
所得税	12.56	9.00	32.55	48.61	63.02
净利润	96.49	135.80	187.59	280.11	363.21
少数股东损益	-0.25	0.53	0.04	0.07	0.09
归属母公司净利润	96.74	135.28	187.54	280.05	363.13
EBITDA	141.73	181.73	250.06	353.07	454.63
EPS (当年)(元)	0.81	1.13	1.17	1.75	2.27

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	120.00	88.33	101.93	279.31	274.20
净利润	96.49	135.80	187.59	280.11	363.21
折旧摊销	23.43	28.25	24.58	29.07	33.33
财务费用	9.25	8.68	5.34	-4.72	-4.93
投资损失	-0.96	-0.28	-0.30	-4.87	-3.41
营运资金变动	-7.55	-87.89	-113.34	-19.39	-118.92
其它	-1.34	3.78	2.63	-2.36	3.89
投资活动现金流	-44.89	-49.07	-74.17	-74.64	-67.55
资本支出	-52.09	-49.76	-81.04	-79.58	-73.06
长期投资	279.43	217.22	332.76	-3.37	-1.44
其他	-272.22	-216.52	-325.89	8.31	6.96
筹资活动现金流	-19.42	-26.14	435.04	111.23	106.19
吸收投资	-0.35	0.25	478.25	-72.00	-63.69
借款	4.11	1.23	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	-9.19	-10.29	-24.10	76.72	68.62
现金流净增加额	55.69	13.12	462.80	315.90	312.84

研究团队简介

方　竞，西安电子科技大学本硕连读，近 5 年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。同时还是国内知名半导体创业孵化平台 IC 咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017 年在太平洋证券，2018 年在招商证券，2020 年加入信达证券，任电子行业首席分析师。所在团队曾获 19 年新财富电子行业第 3 名；18/19 年《水晶球》电子行业第 2/3 名；18/19 年《金牛奖》电子行业第 3/2 名。

李少青，武汉大学硕士，2018 年加入西南证券，2020 年加入信达证券，熟悉半导体产业链。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020 年加入信达证券，熟悉消费电子产业链。

童秋涛，复旦大学资产评估硕士，2020 年加入信达证券，从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。