2020 年 08 月 31 日

证券研究报告•2020 年中报点评

斯达半导（603290）电子

持有

当前价：178.08 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

中报业绩稳健增长，IGBT 国产替代正当时

投资要点

- **业绩总结：**2020 年 8 月 28 日公司披露 2020 年中报业绩，公司 2020H1 营业收入 4.2 亿元，同比增长 13.7%；归母净利润 0.8 亿元，同比增长 25.3%。扣非归母净利润 0.7 亿元，同比增长 31%。

- **2020H1 业绩增长靓丽，主要系 Q2 营收提升带动。营收：**公司 2020H1 实现营收 4.2 亿元，其中 Q1 单季营收 1.4 亿，同比小幅下降 7.5%；Q2 单季营收 2.8 亿元，同比增长 28.1%，环比增长 101.4%；**归母净利润：**2020H1 归母净利润 0.8 亿元，其中 Q2 单季 0.5 亿元，同比增长 20.0%，环比增长 100.0%。公司 Q2 营收及归母净利润同比及环比增长显著带动 2020H1 业绩增长。2020H1 公司综合毛利率为 32.3%，较去年同期提升 2.1pp；综合净利率为 19.5%，较去年同期提升 1.9pp；公司盈利质量有所提升。

- **营收按行业划分：工业控制及电源占比 79.1%，为主要营收来源；新能源及变频白电持续增长。**公司在工业控制和电源行业内，变频器、逆变电焊机等领域有较强的竞争优势，2020H1 营收为 3.3 亿元，同比增长 15.9%；新能源行业，公司不断推进新能源汽车、光伏及风电市场的产品导入，2020H1 营收为 0.7 亿元，同比增长 6.0%；变频白色家电及其他行业，公司 IGBT 模块在大型商用变频终于空调的渗透率持续提升，2020H1 营业收入为 0.2 亿元，同比增长 12.4%。

- **公司持续研发投入，在多个细分领域取得突破：**报告期内，公司研发费用 0.3 亿元，相较于去年同期增长 7.4%。**产品端：光伏发电：**公司在报告期内采用自主 IGBT 芯片开发的适用于集中式光伏逆变器的大功率模块系列和组串式逆变器的 Boost 及三点平模块系列得到市场进一步认可，市场份额不断提升。**新能源汽车：**公司继续布局宽禁带功率半导体器件，持续在新能源汽车领域发力。**白色家电：**公司 IPM 模块在工业变频和伺服机等行业继续开拓，此外在大型商用变频中央空调系统 IGBT 模块市场份额也在持续提升。

- **盈利预测与投资建议。**上调公司 2020-2022 年营收为 9.8/12.7/16.4 亿元，对应归母净利润 1.7/2.4/3.4 亿元，未来三年归母净利润将保持 35.5%的复合增长率，考虑到公司作为国内 IGBT 半导体的龙头公司，全球 IGBT 模块市场排名第八，是国内唯一进前 10 的企业，行业竞争优势显著，受益国内下游需求旺盛及国产替代加速的背景下，看好公司长期发展，给予“持有”评级。

- **风险提示：**下游客户开发拓展不及预期、行业竞争格局恶化导致的价格下跌、疫情恶化影响下游需求不及预期、化合物半导体对 IGBT 局部市场的替代性等风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	779.44	977.20	1266.22	1641.53
增长率	15.41%	25.37%	29.58%	29.64%
归属母公司净利润（百万元）	135.28	172.09	244.83	336.59
增长率	39.83%	27.21%	42.26%	37.48%
每股收益 EPS（元）	0.85	1.08	1.53	2.10
净资产收益率 ROE	24.41%	14.67%	17.53%	19.76%
PE	211	166	116	85
PB	50.91	24.23	20.35	16.69

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

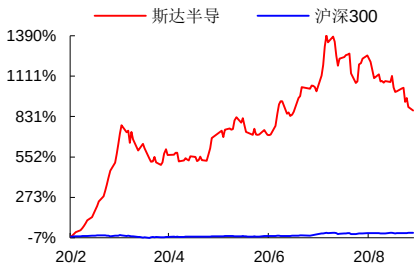
分析师：常潇雅

执业证号：S1250517050002

电话：021-58351932

邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.60
流通 A 股(亿股)	0.40
52 周内股价区间(元)	18.35-272.98
总市值(亿元)	284.93
总资产(亿元)	12.92
每股净资产(元)	6.62

相关研究

1. 斯达半导（603290）：IGBT 行业国产翘楚 (2020-02-24)

关键假设：

假设 1：**1200V IGBT 模块：**1）考虑到新能源汽车行业的蓬勃发展以及上市募投项目逐步投产，公司该产品的渗透率也将继续增加，预计该业务 2020-2022 年稳步增长，分别为 26%/30%/30%。2）自 2016 年开始，斯达半导 1200VIGBT 模块中所使用的自研芯片占比增加，且自研芯片的成本较低，促使产品毛利率水平改善；并且由低端产品向高端产品发展。2019 年上半年斯达半导的 1200V IGBT 模块毛利率为 26.8%，预计 2020-2022 年该业务的毛利率仍将持续提高，分别为 29%、30%、31%。

假设 2：**其他电压 IGBT 模块：**1）受益于低压市场中变频家电的渗透率提升以及公司积极拓展高压市场业务，保守预计该业务 2020-2022 年增速分别为 25%/30%/30%。2）自 2016 年开始，斯达半导该业务的毛利率水平逐步提升，2018 年与 2019 年上半年毛利率水平分别为 35.3%和 41.4%。预计 2020-2022 年该业务的毛利率水平仍将稳步提高，分别为 43%、44%、45%。

假设 3：**其他产品：**斯达半导该业务项下包括 MOSFET 模块，整流及快恢复二极管模块等产品。根据集邦咨询 2018 的数据，中国功率半导体市场规模大幅增长 12.8%。2019 年受中美贸易摩擦、全球经济下行压力增加、中国新能源汽车市场回落等因素，2019 年增速为 5.2%，我们预期自 2020 年开始将逐渐恢复，受益于国内功率半导体市场稳步提升，预计斯达半导的其他产品收入将持平行业平均增速，预期 2020-2022 年的增长率均为 10%，毛利率水平维持在 15%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
1200V IGBT 模块	收入	571.69	720.33	936.43	1217.36
	增速	18.09%	26.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	27.32%	29.00%	30.00%	31.00%
其他电压 IGBT 模块	收入	188.92	236.15	307.00	399.09
	增速	7.01	25.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	35.3%	43.00%	44.00%	45.00%
其他产品	收入	15.52	17.07	18.78	20.66
	增速	-	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	14.2%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	收入	3.95	4.35	4.78	5.26
	增速	-	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	66.06%	68.00%	69.00%	70.00%
合计	收入	779.4	977.20	1266.22	1641.53
	增速	15.4%	25.4%	29.58%	29.64%
	毛利率	29.41%	30.75%	31.73%	32.74%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	779.44	977.20	1266.22	1641.53
营业成本	540.83	661.72	844.62	1078.36
营业税金及附加	3.65	4.89	6.33	8.21
销售费用	15.28	19.54	20.26	24.62
管理费用	72.89	92.83	113.96	144.45
财务费用	10.29	2.68	2.72	3.27
资产减值损失	-0.53	0.15	0.10	0.10
投资收益	0.30	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.06	0.06	0.06	0.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	144.86	195.45	278.29	382.57
其他非经营损益	-0.05	-0.08	-0.08	-0.08
利润总额	144.81	195.37	278.21	382.49
所得税	9.00	23.44	33.39	45.90
净利润	135.80	171.92	244.83	336.59
少数股东损益	0.53	-0.17	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	135.28	172.09	244.83	336.59

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	135.80	171.92	244.83	336.59
折旧与摊销	28.25	21.42	25.95	34.17
财务费用	10.29	2.68	2.72	3.27
资产减值损失	-0.53	0.15	0.10	0.10
经营营运资本变动	-82.54	-48.52	-97.47	-151.82
其他	-2.94	-1.21	0.84	-0.50
经营活动现金流净额	88.33	146.45	176.97	221.82
资本支出	-61.87	-30.00	-330.00	-200.00
其他	12.80	-1.94	-1.94	-1.94
投资活动现金流净额	-49.07	-31.94	-331.94	-201.94
短期借款	-7.48	32.87	2.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.57	459.49	0.00	0.00
支付股利	-9.99	-16.23	-20.65	-29.38
其他	-9.24	-1.92	-2.72	-3.27
筹资活动现金流净额	-26.14	474.20	-21.37	-32.65
现金流量净额	13.03	588.71	-176.34	-12.77

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	93.89	682.61	506.27	493.50
应收和预付款项	219.35	316.52	391.45	507.86
存货	197.40	229.58	291.62	377.28
其他流动资产	50.00	5.74	7.44	9.64
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	2.40	2.40	2.40	2.40
固定资产和在建工程	262.84	274.72	582.08	751.21
无形资产和开发支出	26.75	23.45	20.14	16.84
其他非流动资产	7.86	9.86	11.86	13.86
资产总计	860.49	1544.88	1813.26	2172.60
短期借款	85.13	118.00	120.00	120.00
应付和预收款项	113.80	148.57	189.54	240.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	105.20	106.01	107.24	108.81
负债合计	304.13	372.58	416.78	468.91
股本	120.00	160.00	160.00	160.00
资本公积	43.94	463.43	463.43	463.43
留存收益	396.49	552.35	776.53	1083.74
归属母公司股东权益	559.67	1175.79	1399.96	1707.18
少数股东权益	-3.32	-3.49	-3.49	-3.49
股东权益合计	556.35	1172.30	1396.47	1703.69
负债和股东权益合计	860.49	1544.88	1813.26	2172.60

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	15.41%	25.37%	29.58%	29.64%
营业利润增长率	32.75%	34.92%	42.39%	37.47%
净利润增长率	40.74%	26.60%	42.41%	37.48%
EBITDA 增长率	29.39%	19.71%	39.81%	36.83%
获利能力				
毛利率	30.61%	32.28%	33.30%	34.31%
三费率	12.63%	11.77%	10.81%	10.50%
净利率	17.42%	17.59%	19.34%	20.50%
ROE	24.41%	14.67%	17.53%	19.76%
ROA	15.78%	11.13%	13.50%	15.49%
ROIC	26.24%	26.65%	27.24%	26.11%
EBITDA/销售收入	23.53%	22.47%	24.24%	25.59%
营运能力				
总资产周转率	0.98	0.81	0.75	0.82
固定资产周转率	3.46	3.95	3.86	3.39
应收账款周转率	4.46	4.14	4.38	4.36
存货周转率	3.15	3.08	3.22	3.21
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.92%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	35.34%	24.12%	22.99%	21.58%
带息债务/总负债	27.99%	31.67%	28.79%	25.59%
流动比率	2.77	4.55	3.80	3.78
速动比率	1.79	3.71	2.87	2.75
股利支付率	7.39%	9.43%	8.44%	8.73%
每股指标				
每股收益	0.85	1.08	1.53	2.10
每股净资产	3.50	7.35	8.75	10.67
每股经营现金	0.55	0.92	1.11	1.39
每股股利	0.06	0.10	0.13	0.18

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	183.40	219.55	306.95	420.01
PE	210.62	165.57	116.38	84.65
PB	50.91	24.23	20.35	16.69
PS	36.56	29.16	22.50	17.36
EV/EBITDA	116.39	127.13	91.50	66.90
股息率	0.04%	0.06%	0.07%	0.10%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn