业绩符合预期，多领域 IGBT 国产替代稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-08-28
收盘价（元）	194
近 12 个月最高/最低（元）	279.8/101.9
总股本（百万股）	160
流通股本（百万股）	40.00
流通股比例（%）	25
总市值（亿元）	311
流通市值（亿元）	78

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技
执业证书号：S0010520020001

研究助理：刘体劲
执业证书号：S0010120070037
邮箱：liutj@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_行业研究_行业深度_大国雄芯.半导体系列报告(六):功率半导体 IGBT:高壁垒和高景气的黄金赛道》2020-07-08

2.《华安证券_大国雄芯.半导体系列深报告(七):斯达半导深度报告（603290）:乘风破浪的国产 IGBT 龙头》2020-07-30

事件

公司发布 2020 年半年度报告，实现收入 4.16 亿元（同比+13.65%），归母净利润 8067 万元（同比+25.3%），扣非净利润 6900 万（同比+31%）。

主要观点

◆ **上半年业绩符合预期，二季度收入利润和毛利率均创历史新高**

1）Q2 收入 2.78 亿（同比+28%），相比于 Q1 收入增速-7.48%改善明显；

2）Q2 公司利润 5360 万（同比+18.35%），Q2 利润增速慢于收入增速主要是由于 20Q2 其他收益 220 万，较 19Q2 少 817 万元，且所得税税率从 9.9%升至 16.6%，影响净利润约 450 万元，两者加回则单 Q2 经营业绩增速 46.8%；

3）Q2 毛利率 33.03%，创单季度新高：其中公司 19Q1/19Q2/20Q1/20Q2 的毛利率分别为 28.82%/31.22%/30.9%/33.03%。

◆ **工控替代进展顺利，新能源逆势增长**

上半年工控和电源领域收入 3.29 亿，同比增长 15.86%；新能源车收入 0.7 亿元逆势增长 6%（中汽协发布的产销数据，受疫情的影响，2020 年上半年，新能源汽车产量及销量分别为 39.7 万辆和 39.3 万辆，比上年同期分别下降 36.5%和 37.4%；）；变频白色家电收入 0.17 亿元增长 12.35%。公司在以新能源为代表的受疫情影响较大的领域仍能实现正增长，体现出龙头开拓新客户和提升份额的能力。

◆ **主动加大研发，下游多点开花**

公司上半年研发费用 3049 万元（同比+33.1%），远高于营收增速，研发费用率从 6.34%提升至 7.43%，销售费用率由 1.9%降至 1.58%；公司规模效应进一步降低了销售费用率，而在研发方面主动加大了投入。公司上半年在各个方面都实现了较好的突破，具体包括：

1）新能源车：上半年公司新增多个国内外知名车型平台定点，将对 2022 年-2028 年公司新能源汽车模块销售增长提供持续推动力；

2）工控风电：基于第六代 Trench Field Stop 技术的 1700V IGBT 芯片及配套的快恢复二极管芯片在风力发电行业、高压变频器等行业继续推广，2020 年上半年市场份额得到进一步提高；

3）SIC 领域：上半年公司继续布局宽禁带功率半导体器件。在机车牵引辅助供电系统、新能源汽车行业控制器、光伏行业推出的各类 SiC 模块得到进一步的推广应用。公司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定点，预计 2021 年开始大批量装车；

4）光伏：2020 年上半年，在光伏发电领域，公司推出的用自主 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 及三电平模块系列得到进一步推广；

5）48V BSG：公司应用于燃油车微混系统的 48V BSG（Belt Driving Starter Generator）功率组件开始大批量装车应用；

6）家电 IPM：2020 年上半年，公司 IPM 模块（智能功率模块）在国内白色家电行业、工业变频器、伺服机等行业继续开拓，多家主流厂家已经完成测试并批量购买。

◆ 投资建议

上半年公司逐渐走出疫情影响，二季度收入环比同比均改善明显。展望三四季度国内新能源车、家电和工业控制等需求恢复力度加大，且海外 IGBT 产能受限、物流受阻影响或有一些延后在三四季度体现，预估下半年增长将显著好于上半年，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别是：10.8 亿元、14.2 亿、19.3 亿元，归母净利润分别是 1.87 亿元、2.54 亿元、3.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.17 元、1.58 元、2.3 元，对应的 310 亿市值 PE 分别为 166 倍、122 倍、84 倍。

我们认为长周期角度斯达半导未来五年受益行业空间增长（2 倍量级）*市占率增加（5 倍量级）*芯片自制比例提升/规模效应提升净利率，对应的是 10 倍以上的收入利润增长潜力，且 2025 年-2030 年 SIC 器件复制 IGBT 先模块后芯片的路走通后，成长逻辑由 5 年延续至 10 年以上。**维持“买入”评级。**

风险提示

新能源车发展不及预期；宏观经济下行；SIC 研发项目不及预期。

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	779	1086	1422	1932
收入同比(%)	15%	39%	31%	36%
归属母公司净利润	135	187	253	369
净利润同比(%)	40%	38%	35%	46%
毛利率(%)	30.6%	30.6%	31.0%	32.1%
ROE(%)	24.4%	24.7%	26.8%	30.2%
每股收益(元)	0.85	1.17	1.58	2.30
P/E	229.63	165.77	122.52	84.01
P/B	60.89	44.79	35.92	27.81
EV/EBITDA	/	115	87	62

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	561	717	889	1,158
现金	94	156	189	250
应收账款	218	254	321	425
其他应收款	0	1	2	2
预付账款	2	1	0	(1)
存货	199	238	301	377
其他流动资产	48	67	76	103
非流动资产	300	324	351	384
长期投资	0	0	0	0
固定资产	245	267	295	330
无形资产	27	25	23	22
其他非流动资	28	33	33	31
资产总计	860	1,042	1,240	1,541
流动负债	203	176	181	195
短期借款	85	52	24	0
应付账款	95	93	121	162
其他流动负债	22	31	36	33
非流动负债	102	107	113	121
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	102	107	113	121
负债合计	304	284	294	316
少数股东权益	(3)	(3)	(2)	(1)
股本	120	160	160	160
资本公积	44	44	44	44
留存收益	396	557	745	1,021
归属母公司股东	560	761	949	1,225
负债和股东权	860	1,042	1,240	1,541

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	88	127	174	233
净利润	136	187	253	369
折旧摊销	28	20	23	27
财务费用	9	2	(1)	(3)
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(48)	(80)	(102)	(161)
其他经营现金	(36)	(1)	1	2
投资活动现金	(49)	(40)	(50)	(60)
资本支出	0	(40)	(50)	(60)
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	(49)	0	0	0
筹资活动现金	(26)	(21)	(92)	(114)
短期借款	(7)	(33)	(28)	(24)
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	40	0	0
资本公积增加	1	0	0	0
其他筹资现金	(19)	(28)	(64)	(89)
现金净增加额	13	67	32	59

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	779	1,086	1,422	1,932
营业成本	541	754	981	1,312
营业税金及附加	4	5	7	9
销售费用	15	20	26	35
管理与研发费用	24	105	136	181
财务费用	10	2	(1)	(3)
资产减值损失	(1)	(1)	1	1
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	145	201	273	398
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	145	201	273	398
所得税	9	14	19	28
净利润	136	187	254	370
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	135	187	253	369
EBITDA	225	297	390	549
EPS（元）	0.85	1.17	1.58	2.30

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	15.41%	39.38%	30.91%	35.87%
营业利润	32.75%	39.09%	35.43%	45.76%
归属于母公司净利	39.83%	38.05%	35.44%	45.77%
获利能力				
毛利率(%)	30.61%	30.60%	31.02%	32.09%
净利率(%)	0.26%	17.36%	17.19%	17.79%
ROE(%)	24.41%	24.71%	26.79%	30.20%
ROIC(%)	34.09%	29.93%	33.06%	39.39%
偿债能力				
资产负债率(%)	35.34%	27.24%	23.67%	20.51%
净负债比率(%)	19.25%	8.30%	4.50%	1.56%
流动比率	2.77	4.07	4.92	5.93
速动比率	1.78	2.72	3.25	4.00
营运能力				
总资产周转率	0.98	1.14	1.25	1.39
应收账款周转率	4.46	4.62	4.97	5.20
应付账款周转率	10.15	11.55	13.30	13.67
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	0.85	1.17	1.58	2.30
每股经营现金流	0.55	0.80	1.09	1.45
每股净资产(最新	3.50	4.76	5.93	7.66
估值比率				
P/E	254.5	184.4	136.1	93.4
P/B	61.5	45.3	36.3	28.1
EV/EBITDA	0.00	116.06	88.17	62.63

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。