

斯达半导 (603290.SH)

下游光伏需求短期回落，客户与产品持续拓展

优于大市

核心观点

公司2024 营收环比回落 9.5%，光伏需求短期承压。公司主要产品为 IGBT、FRD、碳化硅为主的功率半导体芯片、单管和模块，客户目前主要分布于新能源汽车、新能源发电、工业控制及电源和变频白色家电领域；2024 下游光伏客户去库存压力较大，2024 公司实现营收 7.28 亿元 (YoY-19.8%，QoQ-9.5%)，归母净利润 1.12 亿元 (YoY-49.88%，QoQ-31.03%)，扣非归母净利润 1.06 亿元 (YoY-49.87%，QoQ-34.55%)；行业竞争激烈使得部分产品价格降幅较大，毛利率 31.22% (YoY-4.75pct，QoQ-0.56pct)。

1H24 新能源板块表现分化，光伏同比下降，新能源汽车同比增长 33.25%。

公司 1H24 新能源行业营业收入为 7.94 亿元 (YoY-19.99%)，新能源汽车行业营收同比增长 33.25%，但光伏 IGBT 单管需求受去库存因素影响，产品营收同比减少 1.79 亿元，拖累新能源业务整体收入。客户端：基于微沟槽技术的车规级 IGBT 模块新增多个 800V 车型主驱定点；基于微沟槽技术的 IGBT 模块在组串式光伏逆变器、工商业光伏应用中份额持续提升，微沟槽技术的 IGBT 单管在户用式、工商业光储应用中进展顺利，预计下半年将加速放量。

1H24 工控与海外基本稳定，白电应用快速增长。受宏观经济影响，中国工业自动化市场需求疲软且市场竞争加剧，工控增速回落；1H24 工控营收为 6.063 亿元，同比增长 0.38%，公司在汇川技术、施耐德、丹佛斯等头部企业中已实现长期稳定供货。斯达欧洲收入受海外工控增速放缓影响，上半年收入约 1 亿元，环比有所回落，车规级 IGBT 模块继续在欧洲、印度、北美等地区大批量交付并快速增长，下半年海外收入有望环比改善。此外，随白电需求增加，变频白色家电及其他行业营收 1.32 亿元，同比增长 44.14%。

1H24 研发投入同比增长 34%，SiC MOSFET 模块客户持续拓展。24 年上半年，公司 SiC MOSFET 模块在国内外新能源汽车市场开始大批量交付，自主的车规级 SiC MOSFET 芯片（通过代工和自建 6 万片/年的 6 英寸 SiC 芯片生产线生产）持续批量装车，预计下半年将快速放量，定点项目有望为 24-30 年碳化硅销售提供支撑。

投资建议：短期新能源需求低于我们此前预期，下调产品收入与毛利率，中长期维度我们看好公司海外市场拓展与碳化硅的先发优势，预计 24-26 年公司归母净利润 7.03/8.91/10.76 亿元 (前值 9.6/10.8/12.3 亿元)，对应 24-26 年 PE 分别为 17.3/13.7/11.3 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新能源需求不及预期，产线建设不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,705	3,663	3,729	4,678	5,435
(+/-%)	58.5%	35.4%	1.8%	25.4%	16.2%
净利润(百万元)	818	911	703	891	1076
(+/-%)	105.2%	11.4%	-22.7%	26.7%	20.8%
每股收益(元)	4.79	5.33	4.11	5.21	6.30
EBIT Margin	29.1%	26.1%	20.7%	21.3%	22.5%
净资产收益率 (ROE)	14.2%	14.1%	10.0%	11.4%	12.4%
市盈率 (PE)	14.9	13.4	17.3	13.7	11.3
EV/EBITDA	16.0	13.3	13.2	9.8	8.1
市净率 (PB)	2.12	1.90	1.73	1.57	1.40

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

联系人：李书颖

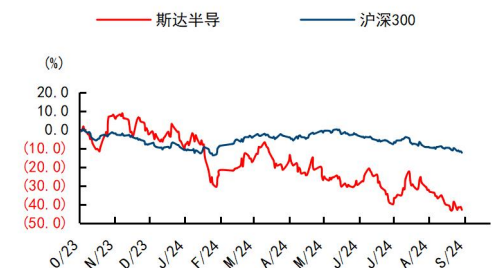
0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	71.36 元
总市值/流通市值	17082/17082 百万元
52 周最高价/最低价	196.68/69.70 元
近 3 个月日均成交额	420.75 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《斯达半导 (603290.SH) - 毛利率短期承压，海外市场与碳化硅起量有望修复产品价格中枢》——2024-05-06

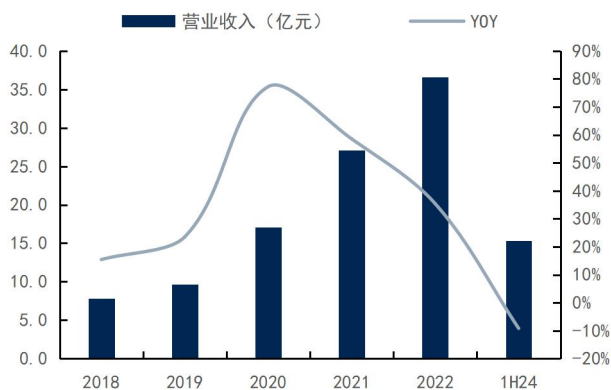
《斯达半导 (603290.SH) - 3Q23 毛利率环比增加 0.62pct，IGBT 模块产品显韧性》——2023-11-12

《斯达半导 (603290.SH) - 2Q23 营收同比增长 48%，新能源为主要增长动力》——2023-09-02

《斯达半导 (603290.SH) - 一季度营收同比增长 44%，汽车功率模块出货量逐月环比提升》——2023-05-15

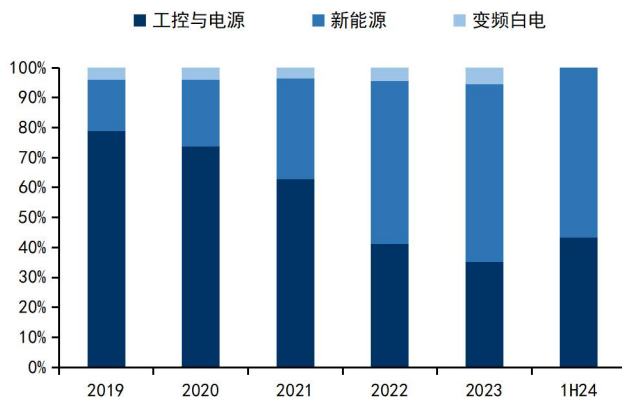
《斯达半导 (603290.SH) - 22 年归母净利润同比增长 105.24%，海外市场加速拓展》——2023-04-11

图1: 公司近五年营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构 (单位: 亿元)



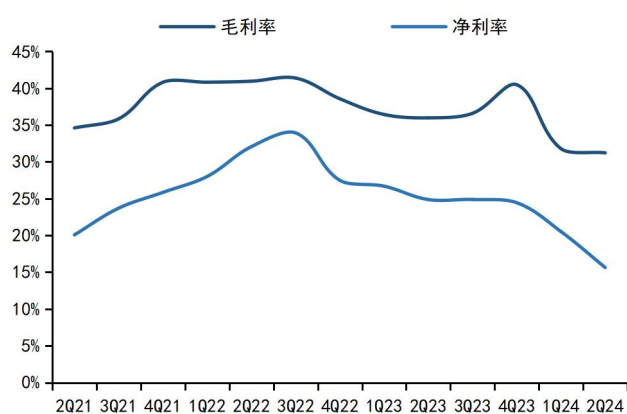
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度扣非归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



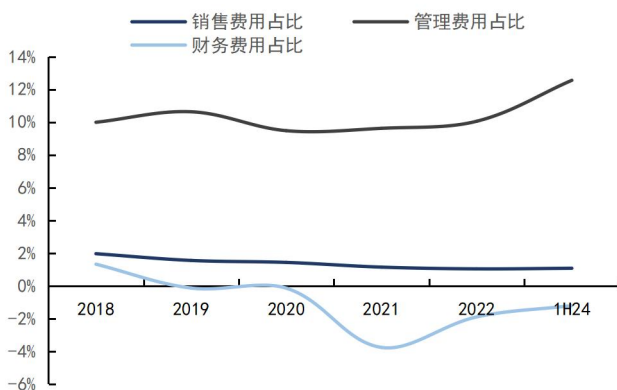
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率与净利率情况 (单位: %、%)



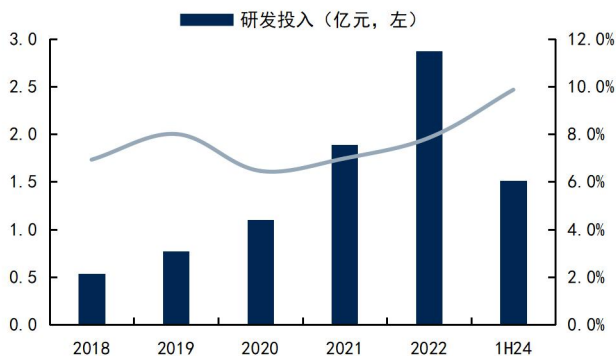
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年费用率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司近五年研发投入及占营收比例 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2868	1911	1735	1628	1975	营业收入	2705	3663	3729	4678	5435
应收款项	542	696	709	889	1033	营业成本	1615	2289	2558	3184	3656
存货净额	702	1261	1299	1562	1777	营业税金及附加	11	12	15	18	20
其他流动资产	1047	498	511	638	740	销售费用	31	38	37	46	54
流动资产合计	5159	4366	4253	4718	5526	管理费用	71	81	72	92	111
固定资产	1626	3174	3969	4484	4801	研发费用	189	287	274	341	369
无形资产及其他	90	105	101	96	92	财务费用	(102)	(70)	6	9	6
其他长期资产	254	839	839	839	839	投资收益	12	2	6	7	5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	7	4	4	5	5
资产总计	7128	8484	9162	10137	11258	其他	19	25	24	18	15
短期借款及交易性金融负债	4	5	3	4	4	营业利润	927	1057	802	1018	1244
应付款项	479	568	585	703	800	营业外净收支	(0)	(13)	(3)	(5)	(7)
其他流动负债	96	119	122	147	168	利润总额	927	1044	799	1013	1237
流动负债合计	579	691	710	854	972	所得税费用	106	123	88	111	148
长期借款及应付债券	664	1042	1042	1042	1042	少数股东损益	3	10	8	10	12
其他长期负债	144	255	309	373	449	归属于母公司净利润	818	911	703	891	1076
长期负债合计	808	1297	1351	1415	1491	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1387	1989	2061	2269	2463	净利润	821	921	711	901	1088
少数股东权益	3	59	67	77	89	资产减值准备	1	1	0	0	0
股东权益	5738	6435	7033	7791	8706	折旧摊销	61	109	311	480	579
负债和股东权益总计	7128	8484	9162	10137	11258	公允价值变动损失	(8)	(4)	(4)	(6)	(5)
关键财务与估值指标						财务费用	13	38	6	9	6
每股收益	4.79	5.33	4.11	5.21	6.30	营运资本变动	(420)	(1201)	15	(358)	(263)
每股红利	0.77	1.61	0.62	0.78	0.94	其它	201	520	(6)	(9)	(6)
每股净资产	33.60	37.64	41.14	45.57	50.92	经营活动现金流	668	383	1032	1018	1400
ROIC	17%	17%	13%	15%	17%	资本开支	(1302)	(2203)	(1101)	(991)	(892)
ROE	14%	14%	10%	11%	12%	其它投资现金流	77	692	0	0	0
毛利率	40%	38%	31%	32%	33%	投资活动现金流	(1225)	(1511)	(1101)	(991)	(892)
EBIT Margin	29%	26%	21%	21%	23%	权益性融资	24	68	0	0	0
EBITDA Margin	31%	29%	29%	32%	33%	负债净变化	560	378	0	0	0
收入增长	59%	35%	2%	25%	16%	支付股利、利息	(131)	(275)	(106)	(134)	(161)
净利润增长率	105%	11%	-23%	27%	21%	其它融资现金流	(1)	(1)	(2)	1	0
资产负债率	19%	24%	23%	23%	23%	融资活动现金流	452	170	(107)	(133)	(161)
息率	1.1%	2.3%	0.9%	1.1%	1.3%	现金净变动	(103)	(957)	(177)	(106)	347
P/E	14.9	13.4	17.3	13.7	11.3	货币资金的期初余额	2971	2868	1911	1734	1628
P/B	2.1	1.9	1.7	1.6	1.4	货币资金的期末余额	2868	1911	1734	1628	1975
EV/EBITDA	16.0	13.3	13.2	9.8	8.1	企业自由现金流	(963)	(2452)	(87)	18	503
						权益自由现金流	(404)	(2075)	(94)	11	497

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032