

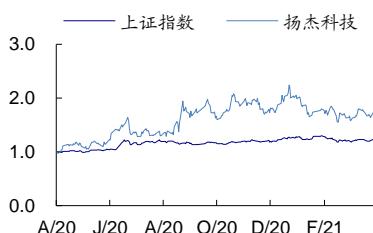
表 1:

证券研究报告—动态报告

信息技术

IT 硬件与设备

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	512/472
总市值/流通(百万元)	21,382/19,701
上证综指/深圳成指	3,465/14,209
12个月最高/最低(元)	55.18/22.61

相关研究报告：

- 《扬杰科技-300373-财报点评：业绩超预期，持续受益于行业景气红利》——2021-03-12
- 《扬杰科技-300373-重大事件快评：定增审批通过，产能瓶颈突破》——2020-10-13
- 《扬杰科技-300373-财报点评：业绩符合预期，持续突破制造瓶颈》——2020-03-02
- 《扬杰科技-300373-2018 年年报及 2019 年一季报点评：短期风险基本释放，持续纵向延伸发展》——2019-04-29
- 《扬杰科技-300373-2018 年三季报点评：营收保持高增速，理财风险短期承压》——2019-01-24

证券分析师：许亮

电话：0755-81981025
E-MAIL：xuliang1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518120001

证券分析师：唐泓翼

电话：021-60875135
E-MAIL：tanghy@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080001

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

扬杰科技(300373)**买入**

(维持评级)

2021年04月23日

财报点评

业绩持续超预期，产能扩张时机临近

● 业绩超预期，行业景气度持续高企

公司 21Q1 业绩，实现收入 9.42 亿元，同比+93.4%；净利润 1.64 亿元，同比+204%，环比增长 41%。此前公司预告 Q1 净利润 1.22-1.39 亿元，公司业绩持续超越市场预期。21Q1 公司毛利率 33.5%，环比稳步向上；净利率 17.4%，环比提升 2.3PCT。公司所处的功率半导体行业处于持续的高景气环境，营收和利润率持续提升，超越市场预期。

● 下游需求迎来政策利好，收入结构持续优化

扬杰科技是光伏领域功率半导体龙头企业，国家对新能源产业出台利好政策有利于公司积极扩大市场份额。同时，公司及时调整产品结构，推动降本增效，进一步扩大高毛利产品的销售收入，总体销售毛利率提升。公司在建工程连续 5 个季度持续增长，目前处于历史最高水平。我们预计公司即将迎来历史性扩产时机，在 21 年产能为王的背景下，公司整体市场地位将会进一步提升。

● 突破制造瓶颈，享受 IDM&Fabless 混合优势

此前公司此前与中芯国际（绍兴）签订了《战略合作协议》，结盟成为战略合作伙伴，在 8 寸高端 MOS 和 IGBT 的研发生产领域展开深度合作。与中芯国际的战略合作具有以下积极意义：1、扬杰科技此前受困于产能限制，此次合作能够发挥公司的销售能力，同时补足公司的产能和技术短板，减少公司的重资产投入风险；2、扬杰科技此前不具备 8 寸线的经营经验和团队，因此难以拓展高端客户，此次 8 寸线产能导入，有望实现高端客户突破。特别是，近期中芯国际在成熟制程设备采购得到解禁，有利于公司代工配套产能迅速扩张，能够有效抓住本轮产能紧缺带来的行业红利。

● 风险提示：

新客户拓展不及预期，行业竞争加剧。

● 投资建议：维持“买入”评级。

预计 21-23 净利润 7.09/8.61/11.94 亿元，同比增速 87.4%/21.5%/38.6%。当前股价对应 PE=30.2/24.81/7.9x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,007	2,617	4,449	5,561	7,229
(+/-%)	8.4%	30.4%	70.0%	25.0%	30.0%
净利润(百万元)	225	378	709	861	1194
(+/-%)	20.2%	68.0%	87.4%	21.5%	38.6%
摊薄每股收益(元)	0.48	0.74	1.38	1.68	2.33
EBIT Margin	18.1%	23.7%	18.8%	18.4%	19.4%
净资产收益率(ROE)	8.9%	13.0%	20.1%	20.2%	22.5%
市盈率(PE)	87.5	56.5	30.2	24.8	17.9
EV/EBITDA	40.1	28.7	24.8	20.4	15.5
市净率(PB)	7.75	7.36	6.07	5.01	4.03

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

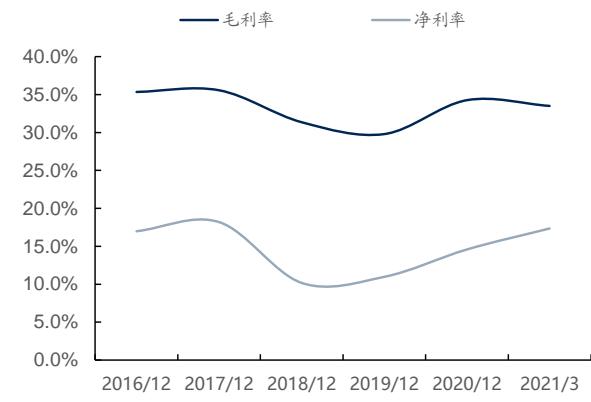
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：公司营业收入

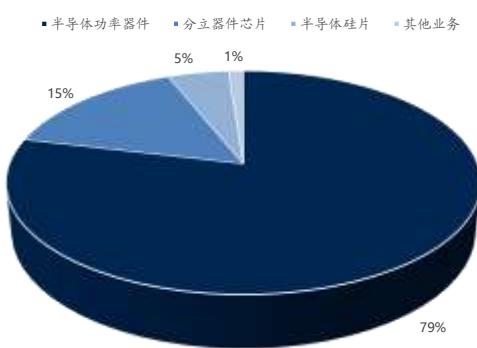

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司净利润


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司盈利能力


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司收入结构


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	314	323	350	329	营业收入	2617	4449	5561	7229
应收款项	873	1663	1929	2540	营业成本	1720	2847	3615	4699
存货净额	432	735	928	1226	营业税金及附加	17	22	28	36
其他流动资产	325	890	1112	1446	销售费用	92	205	222	289
流动资产合计	2023	3739	4524	5869	管理费用	167	539	673	800
固定资产	1232	1435	1633	1826	财务费用	21	13	24	19
无形资产及其他	131	126	121	115	投资收益	8	0	0	0
投资性房地产	657	657	657	657	资产减值及公允价值变动	10	0	0	0
长期股权投资	43	51	66	80	其他收入	(159)	0	0	0
资产总计	4087	6008	7000	8547	营业利润	459	822	999	1385
短期借款及交易性金融负债	129	813	634	588	营业外净收支	(9)	0	0	0
应付款项	680	1131	1437	1877	利润总额	450	822	999	1385
其他流动负债	149	283	355	458	所得税费用	68	107	130	180
流动负债合计	957	2227	2427	2923	少数股东损益	4	7	8	11
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	378	709	861	1194
其他长期负债	124	153	188	190					
长期负债合计	124	153	188	190					
负债合计	1081	2379	2615	3113					
少数股东权益	102	107	115	125					
股东权益	2904	3521	4270	5310					
负债和股东权益总计	4087	6008	7000	8547					
关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.74	1.38	1.68	2.33	净利润	378	709	861	1194
每股红利	0.10	0.18	0.22	0.30	资产减值准备	6	12	5	6
每股净资产	5.67	6.87	8.33	10.36	折旧摊销	164	122	150	173
ROIC	18%	20%	20%	24%	公允价值变动损失	(10)	0	0	0
ROE	13%	20%	20%	22%	财务费用	21	13	24	19
毛利率	34%	36%	35%	35%	营运资本变动	(128)	(1033)	(261)	(694)
EBIT Margin	24%	19%	18%	19%	其它	(3)	(6)	2	4
EBITDA Margin	30%	22%	21%	22%	经营活动现金流	406	(196)	757	683
收入增长	30%	70%	25%	30%	资本开支	(321)	(332)	(348)	(366)
净利润增长率	68%	87%	22%	39%	其它投资现金流	(80)	(48)	(77)	(123)
资产负债率	29%	41%	39%	38%	投资活动现金流	(423)	(387)	(440)	(503)
息率	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%	权益性融资	0	0	0	0
P/E	56.5	30.2	24.8	17.9	负债净变化	(10)	0	0	0
P/B	7.4	6.1	5.0	4.0	支付股利、利息	(49)	(92)	(112)	(155)
EV/EBITDA	28.7	24.8	20.4	15.5	其它融资现金流	36	684	(179)	(46)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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