

扬杰科技 (300373. SZ)

1H23 业绩短期承压，国内外双循环铸就公司长期竞争力

买入

核心观点

公司 2Q23 营收保持稳定，海外业务下滑导致毛利率短期承压。1H23 公司实现营收 26.25 亿元 (YoY-11.07%)，归母净利润 4.11 亿元 (YoY-30.05%)，扣非归母净利润 4.1 亿元 (YoY-28.51%)，毛利率 30.11% (YoY-6.46pct)。2Q23 单季度营收 13.14 亿元 (YoY-14.3%，QoQ+0.3%)，归母净利润 2.29 亿元 (YoY-26.3%，QoQ+25.9%)，扣非归母净利润 2.30 亿 (YoY-23.3%，QoQ+27.2%)，毛利率 29.52% (YoY-6.90pct, QoQ-1.19pct)，由于海外业务下滑，而海外毛利率较高叠加低于平均毛利率的新能源产品比例提升，毛利率短期承压。

1H23 公司车规产品、光伏二极管同比增超 20%，晶圆线结构不断优化。1H23 公司在新能源汽车、光伏、工控以及网通等行业已完成头部大客户全覆盖，车规产品、光伏二极管业绩保持快速增长，PSBD 芯片、PMBD 芯片已大批量应用于新能源汽车三电领域，产品占比大幅提升。在此基础上，公司晶圆产线结构不断优化：FRED 整流芯片 200V-1200V 已全系列量产，1700V 续流芯片即将量产；TSBD 芯片产线覆盖 6 英寸和 8 英寸平台；ESD 类产品快速推进。

IGBT 产品同比增超 50%，碳化硅 MOSFET 已累计出货 1kk。公司 H3 业务产品目前以 Fabless 为主，产品类型不断拓宽：8 英寸平台的 Trench1200V IGBT 芯片完成了 10A-200A 全系列开发，相应的 IGBT 模块也同步投放市场，新能源市场份额快速提升；用于 PTC 的 1200V 系列单管通过车规认证并大批量交付客户，光伏模块持续开发。SiC 二极管累计出货量超 10kk，SiC MOSFET 1200V 17-240mohm、650V 20-120mohm 已推向市场，累计出货量超 1kk，未来随自有 6 英寸碳化硅晶圆产线建设有望成为公司重要增长曲线。

国内外“双循环”布局，随需求恢复有望体现竞争优势。在欧美市场，公司主推“MCC”品牌，对标安森美等国际第一梯队公司，利润率高于国内市场，销售和技术服务中心已覆盖美国、韩国、日本、印度、新加坡等地；1H23 由于海外市场处于去库存阶段，订单同比下滑 30%以上，短期承压。目前海外安森美等国际大厂逐步退出部分中低压产品市场且进入海外市场须有成熟品牌与渠道，相比国内白热化竞争，公司海外业务沉淀多年，未来有望随需求复苏快速成长。

投资建议：我们看好公司国内外双循环的业务模式，预计 23-25 年公司有望实现归母净利润 9.0/11.9/14.8 亿元 (YoY-16%/33%/24%)，对应 23-25 年 PE 分别为 22/16/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：海外需求不及预期，消费需求不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,397	5,404	5,765	6,950	8,222
(+/-%)	68.%	22.9%	6.7%	20.5%	18.3%
净利润(百万元)	768	1060	896	1193	1482
(+/-%)	103.1%	38.0%	-15.5%	33.2%	24.2%
每股收益(元)	1.50	2.07	1.65	2.20	2.74
EBIT Margin	20.8%	22.4%	16.6%	18.3%	19.1%
净资产收益率(ROE)	15.1%	17.2%	12.8%	14.8%	15.9%
市盈率(PE)	23.8	17.3	21.6	16.2	13.1
EV/EBITDA	18.4	13.9	16.5	13.2	11.2
市净率(PB)	3.60	2.98	2.77	2.41	2.07

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

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：周靖翔
021-60375402
zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	36.13 元
总市值/流通市值	19563/19525 百万元
52 周最高价/最低价	61.57/32.56 元
近 3 个月日均成交额	302.72 百万元

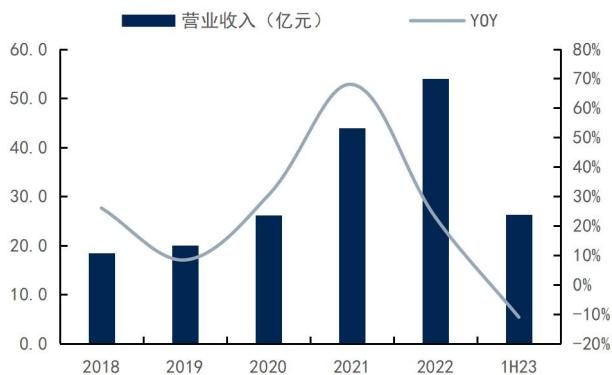
市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

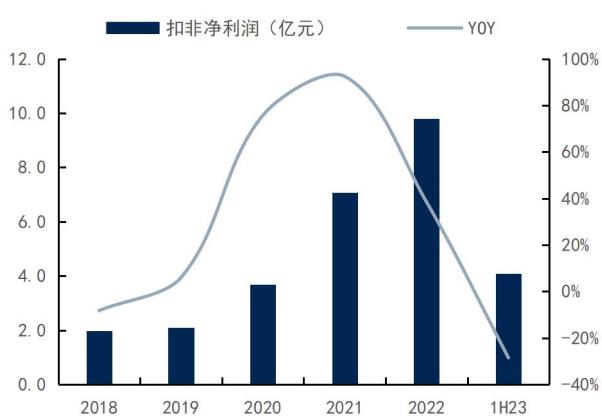
- 《扬杰科技 (300373.SZ) ——一季度营收环比增长 33.0%，扣非归母净利润环比增长 47.5%》——2023-05-04
- 《扬杰科技 (300373.SZ) -22 年归母净利润同比增长 38.17%，新产品成长迅速》——2023-03-31
- 《扬杰科技 (300373.SZ) -拟控股楚微半导体，IDM 制造能力全面补齐》——2023-02-20
- 《扬杰科技 (300373.SZ) -发行 GDR 拓展海外布局，“双品牌”打造国内外正循环》——2022-10-31
- 《扬杰科技 (300373.SZ) -汽车电子业务加速增长，“双品牌”打通国内外循环》——2022-10-14

图1: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)


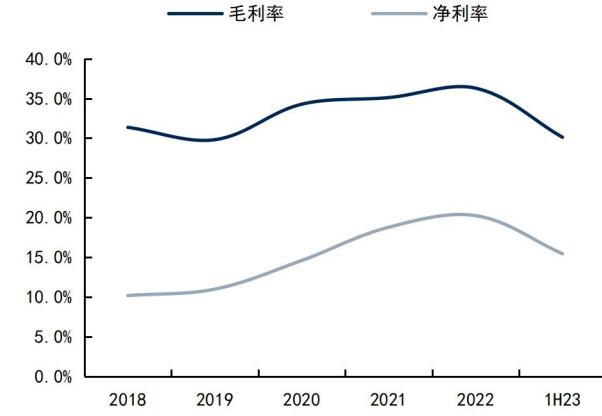
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构 (单位: 亿元)

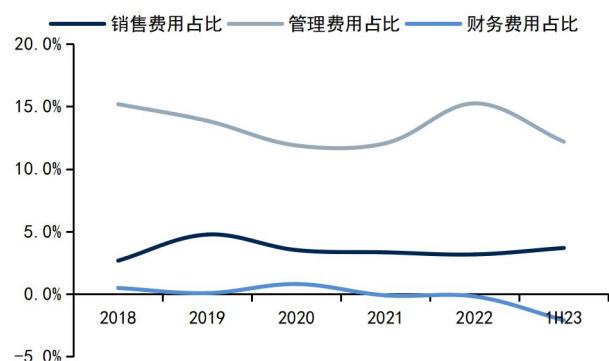

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1135	1457	2055	3162	4630	营业收入	4397	5404	5765	6950	8222
应收款项	1121	1243	1326	1599	1892	营业成本	2853	3442	3994	4698	5489
存货净额	997	1213	1326	1478	1641	营业税金及附加	14	16	29	35	42
其他流动资产	772	547	592	717	856	销售费用	146	171	191	234	281
流动资产合计	4025	4461	5300	6957	9019	管理费用	228	271	276	332	392
固定资产	2364	3376	3797	3879	3846	研发费用	242	293	314	379	448
无形资产及其他	125	130	125	119	114	财务费用	(5)	(11)	(9)	(30)	(62)
其他长期资产	776	1050	1050	1050	1050	投资收益	40	17	22	26	22
长期股权投资	103	467	467	467	467	资产减值及公允价值变动	(23)	(4)	17	21	26
资产总计	7394	9483	10738	12472	14496	其他	21	28	28	28	26
短期借款及交易性金融负债	424	376	309	370	351	营业利润	956	1263	1035	1376	1706
应付款项	1179	1450	1669	1958	2288	营业外净收支	(13)	(12)	(11)	(12)	(12)
其他流动负债	259	239	272	321	376	利润总额	943	1250	1024	1364	1694
流动负债合计	1862	2065	2251	2648	3015	所得税费用	118	157	101	134	167
长期借款及应付债券	100	400	400	400	400	少数股东损益	57	34	27	37	45
其他长期负债	199	680	878	1129	1439	归属于母公司净利润	768	1060	896	1193	1482
长期负债合计	299	1081	1278	1529	1840	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2160	3145	3529	4178	4855	净利润	826	1094	923	1230	1528
少数股东权益	150	185	212	249	295	资产减值准备	43	50	(4)	(1)	(1)
股东权益	5083	6153	6997	8045	9346	折旧摊销	201	337	426	511	597
负债和股东权益总计	7394	9483	10738	12472	14496	公允价值变动损失	(4)	(42)	(13)	(19)	(25)
						财务费用	12	6	(9)	(30)	(62)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(141)	(55)	217	57	124
每股收益	1.50	2.07	1.65	2.20	2.74	其它	(221)	(591)	13	31	63
每股红利	0.19	0.25	0.20	0.27	0.33	经营活动现金流	715	798	1553	1779	2223
每股净资产	9.92	12.00	12.92	14.86	17.26	资本开支	(1172)	(837)	(837)	(586)	(557)
ROIC	20%	18%	13%	18%	23%	其它投资现金流	(486)	75	0	0	0
ROE	15%	17%	13%	15%	16%	投资活动现金流	(1658)	(763)	(837)	(586)	(557)
毛利率	35%	36%	31%	32%	33%	权益性融资	1491	42	57	0	0
EBIT Margin	21%	22%	17%	18%	19%	负债净变化	100	300	0	0	0
EBITDA Margin	25%	29%	24%	26%	26%	支付股利、利息	(95)	(130)	(109)	(145)	(181)
收入增长	68%	23%	7%	21%	18%	其它融资现金流	212	71	(66)	60	(18)
净利润增长率	103%	38%	-15%	33%	24%	融资活动现金流	1707	283	(118)	(85)	(199)
资产负债率	31%	35%	35%	35%	36%	现金净变动	759	371	598	1107	1467
息率	0.5%	0.7%	0.6%	0.8%	1.0%	货币资金的期初余额	300	1059	1429	2027	3135
P/E	23.8	17.3	21.6	16.2	13.1	货币资金的期末余额	1059	1429	2027	3135	4602
P/B	3.6	3.0	2.8	2.4	2.1	企业自由现金流	(313)	504	670	1128	1579
EV/EBITDA	18.4	13.9	16.5	13.2	11.2	权益自由现金流	(1)	875	612	1216	1616

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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