

扬杰科技 (300373. SZ)

3Q23 毛利率环比增加 2. 76pct, 业绩步入改善区间

买入

核心观点

公司 3Q23 毛利率环比增加 2. 76 pct。 公司前三季度实现营收 40. 4 亿元 (YoY-8. 54%)，归母净利润 6. 18 亿元 (YoY-33. 4%)，扣非归母净利润 6. 13 亿元 (YoY-29%)，毛利率 30. 9% (YoY-5. 24pct)。2Q23 单季度营收 14. 16 亿元 (YoY-3. 5%，QoQ+7. 7%)，归母净利润 2. 07 亿元 (YoY-39. 1%，QoQ-9. 5%)，扣非归母净利润 2. 03 亿 (YoY-28. 59%，QoQ-11. 4%)，毛利率 32. 28% (YoY-2. 90pct, QoQ+2. 76pct)，随着汽车电子业务增长和稼动率提升，公司毛利率环比提升。

产线稼动率逐步提升，消费与工业需求逐步复苏，公司业务步入改善区间。 3Q23 消费与工业市场需求逐步复苏，产线稼动率提升，公司毛利率步入改善区间。此外，在新能源应用领域，公司产品类型逐步铺开，产品结构不断优化。目前，公司汽车、光伏等领域已完成头部大客户全覆盖，光伏二极管保持稳步增长，小信号等产品汽车占比提升，PMBD 芯片已大批量应用于新能源、汽车三电等领域。

1GBT 推出光伏模块产品，碳化硅 MOSFET 推出 1200V 产品。 公司 H3 业务 (IGBT\SiC) 产品目前以 Fabless 为主，产品类型不断拓宽：8 英寸平台的 Trench1200VIGBT 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，新能源市场份额加速提升；用于 PTC 的 1200V 系列单管通过车规认证并大批量交付客户。碳化硅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 英寸碳化硅晶圆产能释放，碳化硅有望成为公司重要增长曲线。

海外头部厂商退出竞争格局优化，海外业务有望为公司发展提供长期动能。 与国内业务不同，进入海外市场须有成熟品牌与渠道，公司 15 年收购“MCC”品牌后海外业务收入逐年提升，该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覆盖美国、韩国、日本、印度、新加坡等地。尽管 1-3Q23 海外市场处于去库存阶段，业务短期承压，未来随着海外安森美等国际大厂逐步退出部分中低压产品市场，公司海外业务有望直接受益。

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 8.5/8.8/9.7 亿元 (YoY-19.7% / 3.9%/10.0%)，对应 23-25 年 PE 分别为 24.5/23.6/21.4 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 | 5,410 | 6,181 | 7,308 |
| (+/-%) | 68.0% | 22.9% | 0.1% | 14.3% | 18.2% |
| 净利润(百万元) | 768 | 1060 | 851 | 884 | 973 |
| (+/-%) | 103.1% | 38.0% | -19.7% | 3.9% | 10.0% |
| 每股收益(元) | 1.50 | 2.07 | 1.57 | 1.63 | 1.80 |
| EBIT Margin | 20.8% | 22.4% | 15.0% | 14.2% | 13.6% |
| 净资产收益率(ROE) | 15.1% | 17.2% | 10.2% | 9.7% | 9.7% |
| 市盈率(PE) | 25.7 | 18.6 | 24.5 | 23.6 | 21.4 |
| EV/EBITDA | 19.7 | 14.8 | 19.5 | 17.3 | 14.8 |
| 市净率(PB) | 3.89 | 3.21 | 2.49 | 2.28 | 2.08 |

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 | 40.12 元 |
| 总市值/流通市值 | 21723/21681 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 | 261.84 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

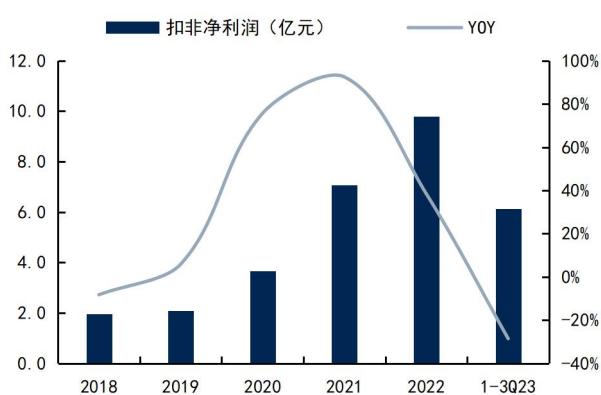
- 《扬杰科技 (300373.SZ) -1H23 业绩短期承压，国内外双循环铸就公司长期竞争力》——2023-09-06
- 《扬杰科技 (300373.SZ) ——季度营收环比增长 33.0%，扣非归母净利润环比增长 47.5%》——2023-05-04
- 《扬杰科技 (300373.SZ) -22 年归母净利润同比增长 38.17%，新产品成长迅速》——2023-03-31
- 《扬杰科技 (300373.SZ) -拟控股楚微半导体，IDM 制造能力全面补齐》——2023-02-20
- 《扬杰科技 (300373.SZ) -发行 GDR 拓展海外布局，“双品牌”打造国内外正循环》——2022-10-31

图1：公司近五年营业收入及增速（单位：亿元、%）

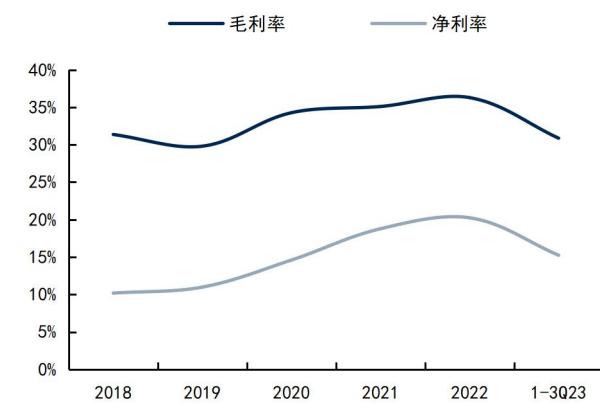

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司近年营收结构（单位：亿元）

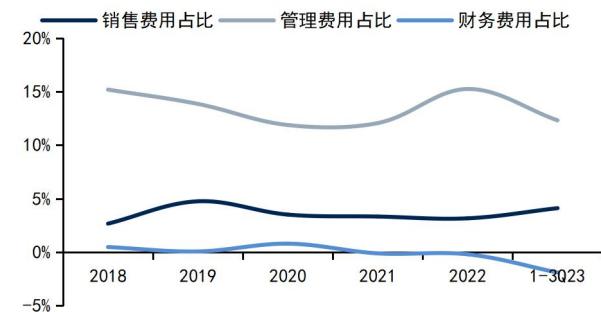

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司近五年归母净利润及增速（单位：亿元、%）


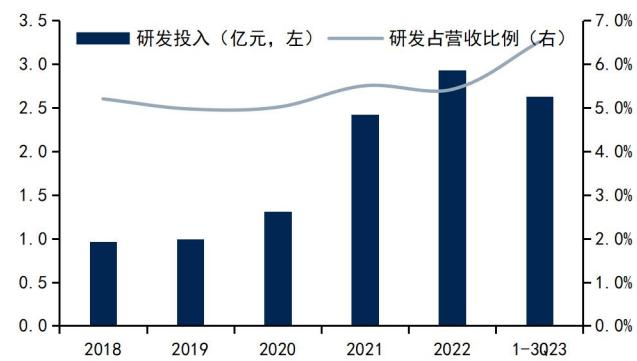
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：公司公告、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：公司公告、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 | 3349 | 3398 | 4116 | 营业收入 | 4397 | 5404 | 5410 | 6181 | 7308 |
| 应收款项 | 1121 | 1243 | 1245 | 1422 | 1681 | 营业成本 | 2853 | 3442 | 3745 | 4335 | 5167 |
| 存货净额 | 997 | 1213 | 1231 | 1333 | 1489 | 营业税金及附加 | 14 | 16 | 27 | 31 | 37 |
| 其他流动资产 | 772 | 547 | 560 | 649 | 774 | 销售费用 | 146 | 171 | 207 | 231 | 280 |
| 流动资产合计 | 4025 | 4461 | 6385 | 6803 | 8061 | 管理费用 | 228 | 271 | 272 | 310 | 365 |
| 固定资产 | 2364 | 3376 | 3958 | 4913 | 5199 | 研发费用 | 242 | 293 | 347 | 396 | 468 |
| 无形资产及其他 | 125 | 130 | 125 | 119 | 114 | 财务费用 | (5) | (11) | (105) | (69) | (58) |
| 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 | 27 |
| 资产总计 | 7394 | 9483 | 11984 | 13352 | 14890 | 其他 | 21 | 28 | 29 | 28 | 27 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 424 | 376 | 309 | 370 | 351 | 营业利润 | 956 | 1263 | 984 | 1023 | 1124 |
| 应付款项 | 1179 | 1450 | 1549 | 1766 | 2076 | 营业外净收支 | (13) | (12) | (11) | (12) | (12) |
| 其他流动负债 | 259 | 239 | 256 | 291 | 343 | 利润总额 | 943 | 1250 | 973 | 1011 | 1113 |
| 流动负债合计 | 1862 | 2065 | 2114 | 2427 | 2771 | 所得税费用 | 118 | 157 | 96 | 99 | 109 |
| 长期借款及应付债券 | 100 | 400 | 400 | 400 | 400 | 少数股东损益 | 57 | 34 | 26 | 27 | 30 |
| 其他长期负债 | 199 | 680 | 878 | 1129 | 1439 | 归属于母公司净利润 | 768 | 1060 | 851 | 884 | 973 |
| 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 | 3393 | 3957 | 4610 | 净利润 | 826 | 1094 | 877 | 912 | 1003 |
| 少数股东权益 | 150 | 185 | 211 | 238 | 269 | 资产减值准备 | 43 | 50 | (4) | (1) | (2) |
| 股东权益 | 5083 | 6153 | 8381 | 9157 | 10011 | 折旧摊销 | 201 | 337 | 433 | 559 | 727 |
| 负债和股东权益总计 | 7394 | 9483 | 11984 | 13352 | 14890 | 公允价值变动损失 | (4) | (42) | (13) | (19) | (25) |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 财务费用 | 12 | 6 | (105) | (69) | (58) |
| 每股收益 | 1.50 | 2.07 | 1.57 | 1.63 | 1.80 | 营运资本变动 | (141) | (55) | 289 | 153 | 154 |
| 每股红利 | 0.19 | 0.25 | 0.19 | 0.20 | 0.22 | 其它 | (221) | (591) | 109 | 71 | 60 |
| 每股净资产 | 9.92 | 12.00 | 15.48 | 16.91 | 18.49 | 经营活动现金流 | 715 | 798 | 1586 | 1604 | 1859 |
| ROIC | 20% | 18% | 13% | 12% | 13% | 资本开支 | (1172) | (837) | (1005) | (1507) | (1005) |
| ROE | 15% | 17% | 10% | 10% | 10% | 其它投资现金流 | (486) | 75 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 35% | 36% | 31% | 30% | 29% | 投资活动现金流 | (1658) | (763) | (1005) | (1507) | (1005) |
| EBIT Margin | 21% | 22% | 15% | 14% | 14% | 权益性融资 | 1491 | 42 | 1480 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 25% | 29% | 23% | 23% | 24% | 负债净变化 | 100 | 300 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 68% | 23% | 0% | 14% | 18% | 支付股利、利息 | (95) | (130) | (104) | (108) | (119) |
| 净利润增长率 | 103% | 38% | -20% | 4% | 10% | 其它融资现金流 | 212 | 71 | (66) | 60 | (18) |
| 资产负债率 | 31% | 35% | 30% | 31% | 33% | 融资活动现金流 | 1707 | 283 | 1310 | (47) | (137) |
| 息率 | 0.5% | 0.7% | 0.5% | 0.5% | 0.6% | 现金净变动 | 759 | 371 | 1892 | 50 | 717 |
| P/E | 25.7 | 18.6 | 24.5 | 23.6 | 21.4 | 货币资金的期初余额 | 300 | 1059 | 1429 | 3321 | 3371 |
| P/B | 3.9 | 3.2 | 2.5 | 2.3 | 2.1 | 货币资金的期末余额 | 1059 | 1429 | 3321 | 3371 | 4088 |
| EV/EBITDA | 19.7 | 14.8 | 19.5 | 17.3 | 14.8 | 企业自由现金流 | (313) | 504 | 449 | (3) | 769 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | (1) | 875 | 405 | 101 | 803 |

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