

新洁能 (605111.SH)

公司快报

电子 | 分立器件III

投资评级

买入-A(首次)

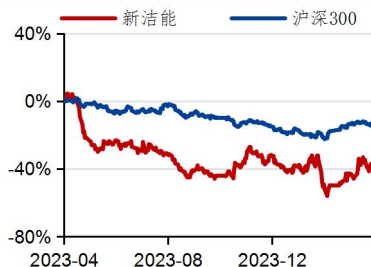
股价(2024-04-01)

38.88 元

交易数据

总市值 (百万元)	11,592.78
流通市值 (百万元)	11,545.82
总股本 (百万股)	298.17
流通股本 (百万股)	296.96
12 个月价格区间	87.70/28.87

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.26	-2.02	-22.83
绝对收益	14.52	2.78	-34.07

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号: S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsec.cn

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号: S0910523020005
 wanghaiwei@huajinsec.cn

报告联系人

吴家欢

wujiahuan@huajinsec.cn

相关报告

SGT-MOS 持续突破, 23Q4 利润端同环比增长

投资要点

◆ 需求减弱业绩短期承压, 23Q4 单季利润端同环比增长

受需求减弱、国内晶圆厂更多产能释放以及功率半导体行业竞争加剧等因素影响, 2023 年公司业绩有所承压。2023 年公司实现营收 14.77 亿元, 同比减少 18.46%; 归母净利润 3.23 亿元, 同比减少 25.75%; 扣非归母净利润 3.04 亿元, 同比减少 26.08%。

单季度看, 23Q4 公司实现营收 3.72 亿元, 同比减少 23.05%, 环比增长 7.67%; 归母净利润 1.08 亿元, 同比增长 11.03%, 环比增长 60.86%; 扣非归母净利润 1.02 亿元, 同比增长 16.05%, 环比增长 59.36%。

◆ 2024 年四大产品线展望向好, 新品频发持续注入成长动能

公司搭建了 IGBT、SGT-MOSFET、SJ-MOSFET、Trench-MOSFET 四大工艺平台, 目前产品型号超 3000 款 (2023 年新增 600 余款), 电压覆盖 12V~1700V。

IGBT: 由于光伏储能需求减弱且客户处于消库存阶段, 2023 年公司 IGBT 产品销售收入同比减少 33.97% 降至 2.66 亿元, 销售占比同比下滑 4.24 个百分点降至 18.09%。公司预计 2024 年光伏需求会有所回暖进而促进 IGBT 产品销售回升, 其他变频、小家电、汽车等领域的 IGBT 产品销售规模将进一步扩大。新品方面, 第七代微沟槽高功率密度 IGBT 平台的 650V 和 1200V 大饱和电流的中高频系列产品正进行客户端导入测试; IGBT 并联 SiC 二极管产品已通过客户验证且开始批量出货; 具有不同反向恢复特性的 600V 和 1200V FRD 系列产品已全部进入量产。

SGT-MOSFET: 2023 年公司 SGT-MOSFET 产品销售收入同比减少 19.80% 降至 5.46 亿元, 销售占比同比下滑 0.60 个百分点降至 37.11%。尽管受产品价格波动影响销售收入有所下滑, 但产品销量保持了稳健向上趋势。随着公司在汽车电子、AI 服务器、无人机等新兴应用领域客户销售规模进一步扩大, 公司预计 2024 年 SGT-MOSFET 销售规模有望进一步提升。新品方面, 针对车规应用的 P 沟道 150V SGT MOS 平台完成车规认证, 参数性能达到业界领先水平, 已进入量产阶段; 具有业界最小单位元胞尺寸的 N 沟道 30V 和 40V 第三代 SGT MOS 平台均实现量产。

SJ-MOSFET: 2023 年公司 SJ-MOSFET 产品销售收入同比减少 13.56% 降至 1.84 亿元; 销售占比同比提升 0.69 个百分点升至 12.52%。公司 4 代 SJ MOS 产品系列型号齐全且已批量交付, 2024 年公司将全面开展 SJ MOS 产品从 3 代到 4 代的替换, 并加大对于 AI 服务器和数据中心、汽车 OBC、充电桩等领域的推广。新品方面, 第四代超结 MOS 平台在 8 寸和 12 寸都已进入全面稳定量产, 500/600/650V 系列产品持续批量出货。

Trench-MOSFET: 公司积极采取了让利保市场的策略, 销售数量和市占率显著提升, 一定程度减少了市场波动带来的影响。2023 年公司 Trench-MOSFET 产品销售收入同比减少 9.34% 降至 4.54 亿元; 销售占比同比提升 3.05 个百分点升至



30.84%。新品方面，针对汽车应用，基于 8 寸平台完成了具有创新结构的高可靠性 P 沟道 60V~200V 设计与工艺固化，系列产品全面量产，多款产品通过车规认证；基于 12 寸平台完成多款车规级产品开发，产品批量交付汽车客户。

◆ **投资建议：**我们预计 2024-2026 年，公司营收分别为 18.81/23.40/28.23 亿元，同比分别为 27.4%/24.4%/20.7%，归母净利润分别为 4.00/5.10/6.34 亿元，同比分别为 23.8%/27.5%/24.3%；PE 分别为 29.0/22.7/18.3。公司 IGBT 和 MOSFET 产品系列齐全且技术领先；目前产品型号超 3000 款，电压覆盖 12V~1700V，部分产品实现对 MOSFET、IGBT 等中高端产品的进口替代。随着终端需求回暖，看好公司产品持续放量。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**下游终端市场需求不及预期风险，新技术、新工艺、新产品无法如期产业化风险，市场竞争加剧风险，产能扩充进度不及预期的风险，系统性风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,811	1,477	1,881	2,340	2,823
YoY(%)	20.9	-18.5	27.4	24.4	20.7
归母净利润(百万元)	435	323	400	510	634
YoY(%)	6.0	-25.8	23.8	27.5	24.3
毛利率(%)	36.9	30.8	33.0	33.4	33.7
EPS(摊薄/元)	1.46	1.08	1.34	1.71	2.13
ROE(%)	12.6	8.5	9.7	11.0	12.0
P/E(倍)	26.6	35.9	29.0	22.7	18.3
P/B(倍)	3.4	3.2	2.9	2.5	2.2
净利率(%)	24.0	21.9	21.3	21.8	22.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测和估值

1、盈利预测核心假设

1) IGBT: 公司持续保持与阳光电源、固德威等头部客户的紧密合作, 提供更具性价比的合作方案; 同时加强新产品的开发, 积极推动更多大电流单管 IGBT 和模块产品的放量进度。公司预计 2024 年光伏需求会有所回暖进而促进 IGBT 产品销售回升, 其他变频、小家电、汽车等领域的 IGBT 产品销售规模将进一步扩大。我们预计 2024-2026 年, 公司 IGBT 产品销售收入分别为 3.27/3.96/4.61 亿元, 同比分别为 23.00%/21.00%/16.50%, 营收占比分别为 17.39%/16.92%/16.33%。

2) SGT-MOSFET: SGT-MOSFET 产品为公司中低压产品中替代国际一流厂商产品料号最多的产品工艺平台。随着公司在汽车电子、AI 服务器、无人机等新兴应用领域客户销售规模进一步扩大, 公司预计 2024 年 SGT-MOSFET 销售规模有望进一步提升。我们预计 2024-2026 年, 公司 SGT-MOSFET 产品销售收入分别为 7.10/8.94/10.91 亿元, 同比分别为 30.00%/26.00%/22.00%, 营收占比分别为 37.73%/38.22%/38.64%。

3) SJ-MOSFET: 公司 4 代 SJ MOS 产品系列型号齐全且已批量交付, 2024 年公司将全面开展 SJ MOS 产品从 3 代到 4 代的替换, 并加大对于 AI 服务器和数据中心、汽车 OBC、充电桩等领域的推广。新领域的开拓将持续促进公司 SJ-MOSFET 的销售, 成为公司业绩新增长点。我们预计 2024-2026 年, 公司 SJ-MOSFET 产品销售收入分别为 2.36/2.97/3.62 亿元, 同比分别为 28.50%/25.50%/22.00%, 营收占比分别为 12.57%/12.68%/12.82%。

4) Trench-MOSFET: Trench-MOSFET 是公司持续量产时间最长的成熟工艺平台, 面临的客户群体众多, 应用模式多样, 长期积累的客户群体广泛; 公司积极采取让利保市场策略, 2023 年销售数量和市占率显著提升。我们预计 2024-2026 年, 公司 Trench-MOSFET 营收分别为 5.81/7.26/8.83 亿元, 同比分别为 28.00%/25.00%/21.50%, 营收占比分别为 30.89%/31.04%/31.26%。

5) 其他产品: 我们预计 2024-2026 年, 公司其他产品营收分别为 0.27/0.27/0.27 亿元, 同比分别为 0.00%/0.00%/0.00%, 营收占比分别为 1.41%/1.14%/0.94%。

综上, 我们预计 2024-2026 年, 公司总营收分别为 18.81/23.40/28.23 亿元, 同比分别为 27.40%/24.39%/20.66%, 毛利率分别为 33.00%/33.40%/33.70%。

表 1: 新洁能业务指标预测 (亿元, %)

业务	指标	2023	2024E	2025E	2026E
IGBT	营收	2.66	3.27	3.96	4.61
	营收同比	-33.97%	23.00%	21.00%	16.50%
	营收占比	18.09%	17.39%	16.92%	16.33%
SGT-MOSFET	营收	5.46	7.10	8.94	10.91
	营收同比	-19.80%	30.00%	26.00%	22.00%
	营收占比	37.11%	37.73%	38.22%	38.64%
SJ-MOSFET	营收	1.84	2.36	2.97	3.62

业务	指标	2023	2024E	2025E	2026E
	营收同比	-13.56%	28.50%	25.50%	22.00%
	营收占比	12.52%	12.57%	12.68%	12.82%
Trench-MOSFET	营收	4.54	5.81	7.26	8.83
	营收同比	-9.34%	28.00%	25.00%	21.50%
	营收占比	30.84%	30.89%	31.04%	31.26%
其他产品	营收	0.27	0.27	0.27	0.27
	营收同比	-	0.00%	0.00%	0.00%
	营收占比	1.44%	1.41%	1.14%	0.94%
合计	总营收	14.77	18.81	23.40	28.23
	总营收同比	-18.46%	27.40%	24.39%	20.66%
	综合毛利率	30.75%	33.00%	33.40%	33.70%

资料来源: WIND, 公司公告, 华金证券研究所

2、可比公司估值与投资建议

我们选取了斯达半导、扬杰科技和东微半导三家功率公司作为可比公司。斯达半导致力于 IGBT、快恢复二极管、SiC 等功率芯片的设计和工艺及 IGBT、MOSFET、SiC 等功率模块的设计、制造和测试。扬杰科技主营产品为材料、晶圆、封装器件三大板块, 在 MOSFET、IGBT、第三代半导体等高端领域采用 IDM+Fabless 相结合的模式。东微半导以高性能功率器件研发与销售为主, 主要产品包括 GreenMOS 系列高压超级结 MOSFET、SFGMOS 系列及 FSMOS 系列中低压屏蔽栅 MOSFET、TGBT 系列 IGBT 产品以及 SiC 器件。

公司是国内最早同时拥有 IGBT、SGT-MOSFET、SJ-MOSFET、Trench-MOSFET 四大产品平台的本土企业之一, 产品系列齐全且技术领先; 目前产品型号超 3000 款, 电压覆盖 12V~1700V, 部分产品性能参数及应用表现与国外一线品牌主流产品甚至最新产品相当, 实现对 MOSFET、IGBT 等中高端产品的进口替代。随着终端需求回暖, 看好公司产品持续放量。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 2: 可比公司估值 (元, 亿元, 元/股)

公司	股价	归母净利润			EPS			PE		
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
斯达半导	144.39	9.35	11.74	14.42	5.47	6.87	8.43	26.41	21.03	17.12
扬杰科技	38.44	8.81	11.27	14.40	1.62	2.07	2.65	23.71	18.53	14.50
东微半导	60.90	1.40	2.36	2.77	1.49	2.51	2.94	56.24	24.29	20.72
均值					2.86	3.82	4.67	35.45	21.28	17.45
新洁能	38.88	3.23	4.00	5.10	1.08	1.34	1.71	35.88	28.98	22.72

资料来源: Wind 一致预期, 华金证券研究所

注: 斯达半导、扬杰科技尚未公布 2023 年年度报告, 故 2023、2024、2025 年数据均为预测数据且来自 Wind 一致预期; 东微半导 2023 年数据为实际数据, 2024、2025 年数据来自 Wind 一致预期; 新洁能 2023 年数据为实际数据, 2024、2025 年数据均为预测数据且来自华金证券研究所。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3469	3615	4004	4563	5230	营业收入	1811	1477	1881	2340	2823
现金	2566	2668	2917	3277	3799	营业成本	1142	1022	1260	1558	1872
应收票据及应收账款	273	275	352	469	558	营业税金及附加	7	6	8	9	11
预付账款	6	3	4	5	6	营业费用	34	20	25	30	36
存货	441	454	516	598	650	管理费用	73	42	53	63	73
其他流动资产	182	216	216	216	216	研发费用	101	87	120	151	186
非流动资产	521	724	798	859	921	财务费用	-36	-58	-62	-70	-80
长期投资	25	27	27	27	27	资产减值损失	-11	-36	-32	-26	-10
固定资产	223	231	306	366	427	公允价值变动收益	13	11	8	6	2
无形资产	60	63	63	63	63	投资净收益	2	1	0	0	0
其他非流动资产	213	403	403	403	403	营业利润	507	350	453	577	717
资产总计	3989	4340	4802	5422	6151	营业外收入	0	1	0	0	0
流动负债	488	553	617	729	826	营业外支出	0	1	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	507	349	453	577	717
应付票据及应付账款	279	432	469	537	598	所得税	72	32	54	69	86
其他流动负债	209	122	149	192	229	税后利润	435	318	399	508	631
非流动负债	50	55	55	55	55	少数股东损益	-1	-5	-1	-2	-3
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	435	323	400	510	634
其他非流动负债	50	55	55	55	55	EBITDA	461	306	414	543	685
负债合计	538	609	673	785	882	主要财务比率					
少数股东权益	89	88	87	85	81	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	213	298	298	298	298	成长能力					
资本公积	2084	1989	1989	1989	1989	营业收入(%)	20.9	-18.5	27.4	24.4	20.7
留存收益	1171	1407	1806	2314	2945	营业利润(%)	7.9	-31.0	29.6	27.4	24.2
归属母公司股东权益	3363	3643	4043	4553	5188	归属于母公司净利润(%)	6.0	-25.8	23.8	27.5	24.3
负债和股东权益	3989	4340	4802	5422	6151	获利能力					
						毛利率(%)	36.9	30.8	33.0	33.4	33.7
						净利率(%)	24.0	21.9	21.3	21.8	22.5
						ROE(%)	12.6	8.5	9.7	11.0	12.0
						ROIC(%)	11.0	6.8	8.1	9.4	10.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	13.5	14.0	14.0	14.5	14.3
						流动比率	7.1	6.5	6.5	6.3	6.3
						速动比率	5.8	5.4	5.4	5.2	5.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5
						应收账款周转率	6.3	5.4	6.0	5.7	5.5
						应付账款周转率	4.2	2.9	2.8	3.1	3.3
						估值比率					
						P/E	26.6	35.9	29.0	22.7	18.3
						P/B	3.4	3.2	2.9	2.5	2.2
						EV/EBITDA	19.9	29.5	21.2	15.5	11.5

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

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%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn