

扬杰科技 (300373.SZ) / 电子

证券研究报告/公司点评

2024 年 4 月 22 日

**评级：买入（维持）**

市场价格：35.43 元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

分析师：游凡

执业证书编号：S0740522120002

Email: youfan@zts.com.cn

## 基本状况

总股本(百万股)	543
流通股本(百万股)	542
市价(元)	35.43
市值(百万元)	19,239
流通市值(百万元)	19,202

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

扬杰科技 (300373.SZ): Q3 毛利环比改善, 业绩修复曙光初现

## 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,404	5,410	6,942	8,333	9,834
增长率 yoy%	23%	0%	28%	20%	18%
净利润 (百万元)	1,060	924	1,100	1,500	1,870
增长率 yoy%	38%	-13%	19%	36%	25%
每股收益 (元)	1.95	1.70	2.03	2.76	3.44
每股现金流量	1.47	1.66	2.21	2.76	3.28
净资产收益率	17%	11%	11%	13%	14%
P/E	18.1	20.8	17.5	12.8	10.3
P/B	3.1	2.3	2.1	1.8	1.5

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价按 4 月 22 日收盘价进行计算

## 投资要点

### ■ 事件概述：公司发布 2023 年报

#### 【2023】

公司主营业收入 54.10 亿元，同比上升 0.12%；归母净利润 9.24 亿元，同比下降 12.85%；扣非净利润 7.04 亿元，同比下降 28.22%；非经常性损益在 2.2 亿元，主要系持有的瑞能半导体股权公允价值变动所致 (+2.04 亿元)；毛利率 30.26%，同比降 6.0pcts。

#### 【23Q4】

单季度主营业收入 13.69 亿元，同比上升 38.92%、环比降 3.30%；单季度归母净利润 3.06 亿元，同比上升 130.95%、环比增加 47.71%；单季度扣非净利润 9049.58 万元，同比下降 26.02%、环比下降 55.51%；毛利率 28.46%，同比降 8.7pcts、环比降 3.8pcts。

### ■ Q4 收入体量维持高位，竞争加剧盈利承压

23 年前三季度公司实现营收 40.41 亿元，同比下降-8.5%，而 23Q4 延续了 23Q3 的营收体量，相较 22Q4 实现同比近 39% 的高增，带动全年营收实现正增长。从结构看，与新能源相关的光伏二极管、IGBT、碳化硅产品 23 年营收同比高增。然而由于行业竞争加剧，此类产品毛利率有所下滑，拖累公司 23 年毛利率较 22 年下降近 6pcts、扣非净利下降近 28%。23 年公司获得非经损益在 2.2 亿元，主要系公司持有瑞能半导体股票带来正向的公允价值变动近 2 亿元。

### ■ 景气复苏+高端产品放量，乐观看待 24 年成长

公司 2024 年的成长动力主要有：1) 半导体周期景气有望边际向上。据 WSTS，2024 年全球半导体市场有望恢复性增长 13%，其中美洲和亚太市场将实现两位数的同比大幅增长——这为扬杰科技奠定良好的市场需求基础。就扬杰自身而言，2023 年公司持续推进去库存动作，芯片库存量下降 43%，为 24 年健康的库存水位奠定基础。2) 楚微产能放量带来新的增量。2023 年楚微处于研发、产能爬坡阶段，前期投入较高，经济效益尚未释放。24 年随着楚微产能持续爬坡、对应的营收放量，前期固定成本摊薄，有利于改善公司整体盈利。3) 高端产品陆续投放市场。针对光伏研制出 1200V/160A、650V/400A 和 450A 三电平 IGBT 模块，针对新能源车控制器，研制出 750V/820A IGBT 模块、1200V/2mΩ 三相桥 SiC 模块，有望 24 年起量；碳化硅领域，公司 G1、G2 系 SiC MOS 产品覆盖 650V/1200V/1700V 13mΩ-1000mΩ，23 年实现批量出货、24 年有望进一步放量。

### ■ 海外市场去库接近尾声，双品牌战略把握海外需求

1) 销售端：持续拓展海外渠道。24H1 海外市场去库存周期有望接近尾声，后续补库有望释放更多需求。在中国和亚太市场，公司主推“YJ”品牌；在欧美市场，扬杰科技主推“MCC”品牌。MCC 有较完善的海外渠道，在海外市场去库结束后的补库周期中有望充分把握需求增长。2) 产能端：海内外双循环，启用越南基地。23 年公司投资设立越南子公司美微科（越南）有限公司，越南将成为公司服务国际客户的第二制造基地。

### ■ 投资建议

我们维持对公司 2024-25 年营收为 69.4/83.3 亿元的预期不变，并新增预测公司 2026 年营收为 98.34 亿元，维持对公司 2024-25 年 11.0/15.0 亿元预测不变，并新增预测 2026 年公司净利为 18.7 亿元，对应 PE 为 17/13/10X，估值性价比显著。维持“买入”评级。

■ 风险提示

海外拓展不及预期；景气复苏不及预期；新产品开发、推向市场不及预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,518	4,515	5,784	7,448	营业收入	5,410	6,942	8,333	9,834
应收票据	13	14	19	22	营业成本	3,773	4,735	5,630	6,588
应收账款	1,516	1,700	2,076	2,536	税金及附加	39	31	41	55
预付账款	60	91	130	128	销售费用	208	257	297	334
存货	1,145	1,589	1,863	2,132	管理费用	333	417	458	531
合同资产	2	1	1	2	研发费用	356	417	467	521
其他流动资产	307	660	621	696	财务费用	-122	-95	-115	-116
流动资产合计	6,559	8,569	10,493	12,961	信用减值损失	-19	-13	-12	-15
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-61	-60	-56	-59
长期股权投资	62	211	247	173	公允价值变动收益	186	50	70	70
固定资产	3,480	2,997	2,592	2,252	投资收益	51	18	23	31
在建工程	720	800	880	960	其他收益	74	53	53	60
无形资产	212	284	349	407	营业利润	1,054	1,285	1,740	2,155
其他非流动资产	1,594	1,225	1,388	1,497	营业外收入	6	18	10	11
非流动资产合计	6,068	5,516	5,456	5,290	营业外支出	19	30	22	24
资产合计	12,627	14,086	15,949	18,251	利润总额	1,041	1,273	1,728	2,142
短期借款	554	781	554	554	所得税	119	151	204	251
应付票据	239	481	531	570	净利润	922	1,122	1,524	1,891
应付账款	1,188	1,433	1,729	2,031	少数股东损益	-2	22	24	21
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	924	1,100	1,500	1,870
合同负债	35	45	55	64	NOPLAT	814	1,039	1,423	1,789
其他应付款	50	40	41	44	EPS (按最新股本摊薄)	1.70	2.03	2.76	3.44
一年内到期的非流动负债	445	183	244	291					
其他流动负债	195	266	273	313	主要财务比率				
流动负债合计	2,708	3,229	3,426	3,866	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	395	527	669	759	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	0.1%	28.3%	20.0%	18.0%
其他非流动负债	838	572	697	702	EBIT增长率	-25.8%	28.1%	36.9%	25.6%
非流动负债合计	1,233	1,099	1,366	1,461	归母公司净利润增长率	-12.8%	19.1%	36.3%	24.7%
负债合计	3,940	4,328	4,792	5,327	获利能力				
归属母公司所有者权益	8,246	9,295	10,670	12,416	毛利率	30.3%	31.8%	32.4%	33.0%
少数股东权益	440	463	487	508	净利率	17.0%	16.2%	18.3%	19.2%
所有者权益合计	8,687	9,758	11,157	12,924	ROE	10.6%	11.3%	13.4%	14.5%
负债和股东权益	12,627	14,086	15,949	18,251	ROIC	10.0%	11.5%	13.8%	14.9%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	31.2%	30.7%	30.0%	29.2%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	25.7%	21.1%	19.4%	17.8%
经营活动现金流	899	1,198	1,498	1,779	流动比率	2.4	2.7	3.1	3.4
现金收益	1,397	1,636	1,959	2,276	速动比率	2.0	2.2	2.5	2.8
存货影响	68	-444	-274	-269	营运能力				
经营性应收影响	-189	-157	-364	-402	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
经营性应付影响	-5	476	346	344	应收账款周转天数	91	83	82	84
其他影响	-372	-313	-169	-170	应付账款周转天数	107	100	101	103
投资活动现金流	-456	-157	-293	-247	存货周转天数	113	104	110	109
资本支出	-1,503	-277	-290	-300	每股指标(元)				
股权投资	404	-148	-36	73	每股收益	1.70	2.03	2.76	3.44
其他长期资产变化	643	268	33	-20	每股经营现金流	1.66	2.21	2.76	3.28
融资活动现金流	1,551	-44	64	132	每股净资产	15.19	17.12	19.65	22.86
借款增加	619	97	-24	137	估值比率				
股利及利息支付	-302	-186	-242	-287	P/E	21	17	13	10
股东融资	1,558	0	0	0	P/B	2	2	2	2
其他影响	-324	45	330	282	EV/EBITDA	37	32	26	22

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。