

2024年04月26日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

方霁 S0630523060001

fangji@longone.com.cn

数据日期	2024/04/25
收盘价	36.18
总股本(万股)	54,301
流通A股/B股(万股)	54,196/0
资产负债率(%)	31.21%
市净率(倍)	2.26
净资产收益率(加权)	12.46
12个月内最高/最低价	46.70/32.48

**相关研究**

1. 扬杰科技(300373): 功率半导体 IDM国内领先, 业务聚焦新能源高启在即——公司深度报告
2. 新能源打开IGBT天花板, 新产能蓄力国产企业新台阶——半导体行业深度报告(三)

扬杰科技(300373.SZ): 2023Q4业绩向好, 产品结构优化及产能扩张并行

——公司简评报告

投资要点

- **事件概述:** 扬杰科技发布2023年度报告, 2023Q4实现营收13.69亿元, 同比为38.92%, 环比为-3.30%; 实现归母净利润3.06亿元, 同比为130.95%, 环比47.71%; 实现扣非归母净利润0.90亿元, 同比为-26.02%。2023年实现营业收入54.10亿元, 同比为0.12%; 实现归母净利润9.24亿元, 同比为-12.85%, 实现扣非归母净利润为7.04亿元, 同比为-28.22%。
- **2023Q4公司光伏二极管、SiC、IGBT营收同比大幅增长带动全年营收同比微升, 叠加公司持续投入MOS、IGBT、三代半等高端器件领域以及产能扩张, 2024年营收有望进一步改善。** 2023年前三季度, 受半导体行情低迷及海外市场去库存状态影响, 公司营收同比为-8.54%, 而第四季度营收同比达38.92%, 环比基本持平, 带动全年营收同比上升0.12%, 主要得益于光伏二极管、SiC、IGBT营收同比大幅增长。1) 高端产品研发方面, 公司在发展中高端MOS、IGBT芯片及器件的同时, 不断加强SiC晶圆、GaN晶圆研发设计, 第三代半导体高温封装以及高端功率器件领域的研发投入。2023年, 公司已开发上市G1、G2系SiC MOS产品, 型号覆盖650V/1200V/1700V 13mΩ-100mΩ, 已实现批量出货; 于Fabless模式的8吋、12吋平台的Trench 1200V IGBT芯片完成了10A-200A全系列的开发。此外, 2023年公司东南大学共同组建“东南大学-扬杰科技宽禁带功率器件技术联合研发中心”, 专注于SiC等第三代半导体的研发。2) 产能扩张方面, 公司2023年新收购了杰楚微30%股权, 累计股权达到70%, 实现控股, 主要为实现在8吋功率半导体芯片生产线的布局目的, 满足市场对MOS、IGBT等高端产品日益增长的需求, 公司至此形成了5吋、6吋、8吋完备的晶圆制造能力, 杰楚微产线目前仍处于研发、产能持续爬坡阶段, 未来产能有望逐步释放。此外, 2023年公司在越南新设子公司, 不仅完善了“MCC”+“YJ”双品牌和双循环布局, 越南生产基地项目建设也处于起步阶段, 海外供应能力有望持续推进, 且随着海外去库存接近尾声, 公司外销也将逐步回归正常水位。总体来说, 受上游代工价格下降以及市场竞争加剧影响, 公司2023年半导体器件单价同比下滑8.81%, 但销量同比上升9.72%, 随着公司产业链自主程度的持续提高, 议价能力有望改善, 加之公司研发水平的不断上升和产能的陆续扩张, 未来营收有望进一步改善。
- **下游需求持续回温, 公司持续发力新能源汽车电子、清洁能源等领域, 对应产品陆续放量。** 公司聚焦新能源汽车和清洁能源领域的市场增长机会, 持续构建市场竞争力。1) 车规方面, 根据中汽协, 2023年我国新能源汽车渗透率已达31.6%, 而根据乘联会的最新数据, 2024年4月上旬我国新零售的新能源车渗透率已达50.39%, 需求热潮未退。2023年, 公司新能源汽车PTC用1200V系列单管通过车规认证, 大批量交付客户; 基于Fabless模式的8吋、12吋G2平台40V SGT MOSFET芯片, 针对汽车电机驱动类应用, 完成了0.6mR~7mR系列布局, 通过车规级可靠性验证, 部分客户测试通过并进入批量阶段; 车载模块方面, 公司自主开发的车载碳化硅模块已经研制出样, 目前已经获得多家Tier1和终端车企的测试及合作意向, 计划于2025年完成全国产主驱碳化硅模块的批量上车。客户方面, 公司重点拓展汽车电子的TOP客户, 2023年取得安波福、博格华纳、联合电子等客户认证及订单。2) 清洁能源方面, 2023年公司利用Trench Field Stop型IGBT技术, 成功推出1200V系列、650V系列TO220、TO247、TO247PLUS封装产品, 性能对标国外主流标杆; 光伏领域, 公司与SMA、SOLAREDGE等客户持续扩大合作, 并成功研制了1200V/160A、650V/400A和450A三电平IGBT模块, 已投放市场。公司不断完善下游应用领域部署, 并在汽车、新能源等中高端市场率先布局, 有利于发挥IDM和一站式产品解决方案的核心优势, 进一步提高市场份额。

- **投资建议:** 公司产品布局全面, 包括材料板块、晶圆板块及封装器件板块, 持续发力MOS、IGBT、第三代半导体 (SiC) 等高端器件领域, 同时不断完善下游应用领域, 重点拓展车规电子、清洁能源等市场, 有望受益于未来下游需求的复苏和公司IDM产能的持续扩张。2023年公司业绩基本符合预期, 但短期内公司仍将受到上游代工降价及市场竞争影响, 且在建产能无法立刻释放, 我们调整了2024-2026年盈利预测, 预计公司2024、2025、2026年归母净利润分别为10.39、15.44、19.31亿元 (2024、2025原预测值分别是12.02、17.01亿元), 当前市值对应2024、2025、2026年PE为19、13、10倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 下游需求复苏不及预期; 2) 研发不及预期; 3) 新客户导入不及预期。

盈利预测与估值简表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4396.59	5403.53	5409.83	6401.58	7597.23	9185.95
同比增速(%)	68.00%	22.90%	0.12%	18.33%	18.68%	20.91%
归母净利润(百万元)	768.10	1060.15	923.93	1039.17	1543.99	1930.82
同比增速(%)	103.06%	38.02%	-12.85%	12.47%	48.58%	25.05%
每股盈利(元)	1.41	1.95	1.74	1.91	2.84	3.56
ROE(%)	15.11%	17.23%	11.20%	11.55%	15.35%	17.22%
PE(倍)	25.51	18.48	21.09	18.85	12.69	10.15

资料来源: 携宁, 东海证券研究所 (截至 2024 年 4 月 25 日)

附录：三大报表预测值

利润表

单位: (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,410	6,402	7,597	9,186
%同比增速	0%	18%	19%	21%
营业成本	3,773	4,204	4,689	5,410
毛利	1,637	2,198	2,909	3,776
%营业收入	30%	34%	38%	41%
税金及附加	39	19	23	28
%营业收入	1%	0%	0%	0%
销售费用	208	256	304	367
%营业收入	4%	4%	4%	4%
管理费用	333	416	456	551
%营业收入	6%	7%	6%	6%
研发费用	356	384	456	551
%营业收入	7%	6%	6%	6%
财务费用	-122	-21	-19	-26
%营业收入	-2%	0%	0%	0%
资产减值损失	-61	-50	-50	-50
信用减值损失	-19	-16	-16	-16
其他收益	74	61	80	0
投资收益	51	67	80	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	186	0	0	0
资产处置收益	1	1	2	0
营业利润	1,054	1,207	1,786	2,238
%营业收入	19%	19%	24%	24%
营业外收支	-13	-14	-13	-22
利润总额	1,041	1,193	1,772	2,216
%营业收入	19%	19%	23%	24%
所得税费用	120	143	213	266
净利润	922	1,050	1,560	1,950
%营业收入	17%	16%	21%	21%
归属于母公司的净利润	924	1,039	1,544	1,931
%同比增速	-13%	12%	49%	25%
少数股东损益	-2	10	16	20
EPS (元/股)	1.74	1.91	2.84	3.56

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	1.74	1.91	2.84	3.56
BVPS	15.23	16.56	18.52	20.64
PE	21.09	18.85	12.69	10.15
PEG	—	1.51	0.26	0.40
PB	2.41	2.18	1.95	1.75
EV/EBITDA	13.61	9.78	6.96	5.61
ROE	11%	12%	15%	17%
ROIC	6%	10%	13%	15%

资产负债表

单位: (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,518	3,158	3,218	3,393
交易性金融资产	42	82	122	162
应收账款及应收票据	1,528	1,599	1,884	2,269
存货	1,145	1,235	1,333	1,503
预付账款	60	84	94	108
其他流动资产	265	354	454	571
流动资产合计	6,559	6,511	7,105	8,007
长期股权投资	62	62	62	62
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	3,480	4,081	4,599	4,912
无形资产	212	216	220	224
商誉	314	314	314	314
递延所得税资产	14	14	14	14
其他非流动资产	1,986	2,069	2,107	2,229
资产总计	12,627	13,267	14,420	15,762
短期借款	554	404	254	104
应付票据及应付账款	1,427	1,401	1,563	1,803
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	165	189	211	243
应交税费	27	32	38	46
其他流动负债	534	542	557	577
流动负债合计	2,708	2,568	2,622	2,773
长期借款	395	395	395	395
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	233	233	233	233
其他非流动负债	605	625	645	665
负债合计	3,940	3,821	3,895	4,066
归属母公司所有者权益	8,246	8,995	10,059	11,210
少数股东权益	440	451	466	486
股东权益	8,687	9,446	10,525	11,696
负债及股东权益	12,627	13,267	14,420	15,762

现金流量表

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	899	1,430	2,020	2,521
投资	-168	-40	-40	-40
资本性支出	-444	-1,328	-1,326	-1,337
其他	156	47	60	-20
投资活动现金流净额	-456	-1,321	-1,307	-1,397
债权融资	397	-130	-130	-130
股权融资	1,558	-12	0	0
支付股利及利息	-302	-379	-524	-818
其他	-103	0	0	0
筹资活动现金流净额	1,551	-521	-654	-948
现金净流量	2,045	-360	60	175

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至 2024 年 4 月 25 日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8621) 20333275
 手机:18221959689
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8610) 59707105
 手机:18221959689
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089