

扬杰科技 (300373.SZ)

库存去化渐尾声，出货量先于毛利率迈向改善区间

买入

核心观点

公司1Q24扣非归母净利润同比增加4.22%。公司主营产品主要分为三大板块：材料板块（单晶硅棒、硅片、外延片）、晶圆板块（5吋、6吋、8吋等各类芯片）及封装器件板块（MOSFET、IGBT、SiC系列产品、整流器件、保护器件、小信号及其他产品系列等），1Q24单季度公司实现营收13.3亿元（YoY+1.3%，QoQ-3.0%），扣非归母净利润1.88亿（YoY+4.22%，QoQ+107.8%），毛利率27.7%（YoY-3.04pct，QoQ-0.79pct），光伏二极管、碳化硅产品、IGBT产品销售量大幅增长，而上述产品毛利率低于公司平均毛利率，导致整体毛利率有所下滑。

一季度产线稼动率逐步提升，汽车与光伏客户持续突破。消费与工业市场需求逐步复苏，产线稼动率提升，公司库存水位有所下降。在新能源应用领域，公司汽车电子与清洁能源行业收入占比持续增长，客户已覆盖国内和国外TOP企业，在光伏领域与SMA、SOLAREDGE等客户持续扩大合作，在汽车领域取得安波福、博格华纳、联合电子等客户认证及订单。随需求复苏与增量扩展，公司出货量先于毛利率进入改善区间。

23年公司海外收入12亿元（占22.5%），随库存去化24年有望步入增长区间。受海外业务库存去化影响，公司23年海外收入同比下降27%，业务短期承压，未来随着海外大厂逐步退出部分中低压产品市场，公司海外业务有望受益。与国内业务不同，进入海外市场须有品牌与渠道，公司15年收购MCC品牌后海外业务加速成长，在此基础上，公司在越南投资增设MCC（越南）公司，建设封测厂，增强海外供应能力。

23年公司研发投入同比增长22%，MOSFET、IGBT与碳化硅产品加速迭代。公司H2业务重点产品MOSFET持续升级：基于Fabless模式的8吋、12吋SGT MOSFET芯片逐步完成车规验证陆续进入批量阶段，SJ MOSFET产品各项性能均有提升；H3业务（IGBT/SiC）产品目前以Fabless为主，产品类型不断拓宽：IGBT新能源汽车PTC用1200V单管批量交付，并研制了750V/820A IGBT模块、1200V/2mΩ SiC模块；光伏IGBT模块已开始投放市场。

投资建议：我们看好公司国内外双循环的业务模式，考虑费用端优化略上调24-25年预期，预计24-26年公司有望实现归母净利润9.3/10.3/11.8亿元（前值：24-25年8.8/9.7亿元），对应24-26年PE分别为22/20/18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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,404	5,410	6,128	6,772	7,458
(+/-%)	22.9%	0.1%	13.3%	10.5%	10.1%
净利润(百万元)	1060	924	930	1027	1176
(+/-%)	38.0%	-12.8%	0.6%	10.4%	14.6%
每股收益(元)	2.07	1.70	1.71	1.89	2.17
EBIT Margin	22.4%	13.0%	13.0%	13.6%	14.2%
净资产收益率(ROE)	17.2%	11.2%	10.5%	10.7%	11.4%
市盈率(PE)	18.4	22.3	22.2	20.1	17.5
EV/EBITDA	14.6	20.0	18.8	16.2	14.3
市净率(PB)	3.16	2.50	2.32	2.16	1.99

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	37.97元
总市值/流通市值	20618/20578百万元
52周最高价/最低价	46.70/32.48元
近3个月日均成交额	403.77百万元

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)-3Q23毛利率环比增加2.76pct，业绩步入改善区间》——2023-11-05

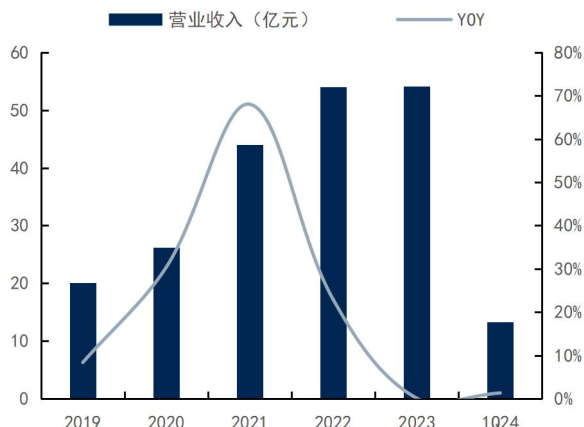
《扬杰科技(300373.SZ)-1H23业绩短期承压，国内外双循环铸就公司长期竞争力》——2023-09-06

《扬杰科技(300373.SZ)-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

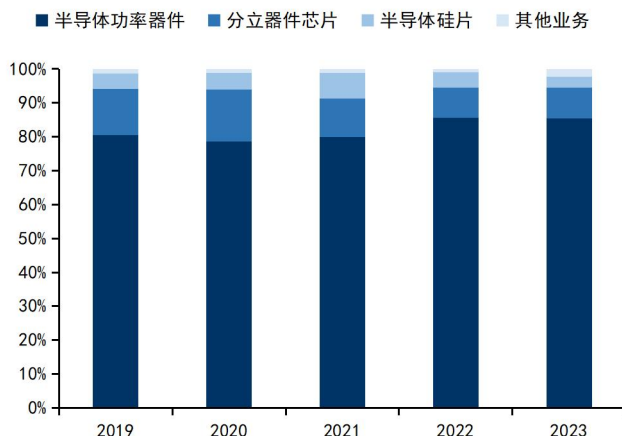
《扬杰科技(300373.SZ)-拟控股楚微半导体，IDM制造能力全面补齐》——2023-02-20

图1: 公司近五年营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



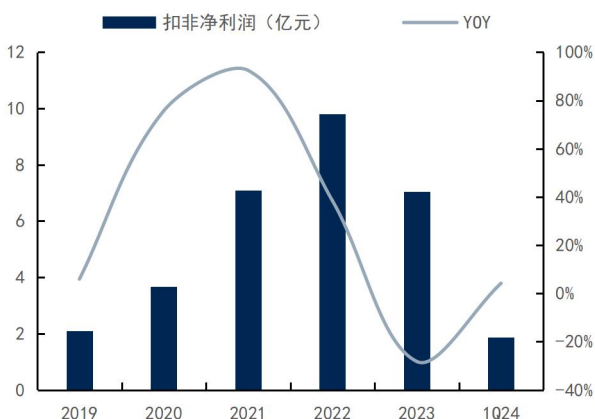
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构 (单位: 亿元)



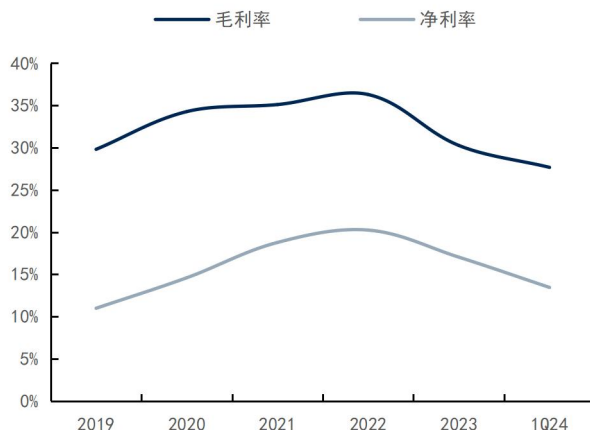
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



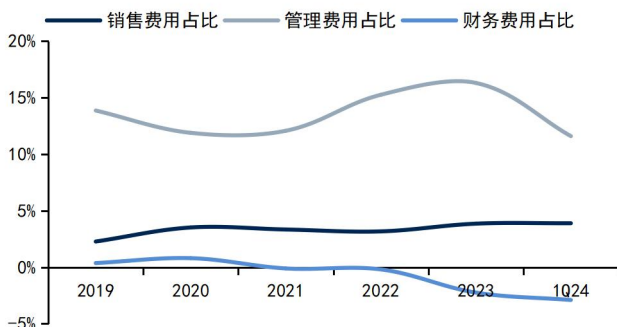
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率与净利率情况 (单位: %、%)



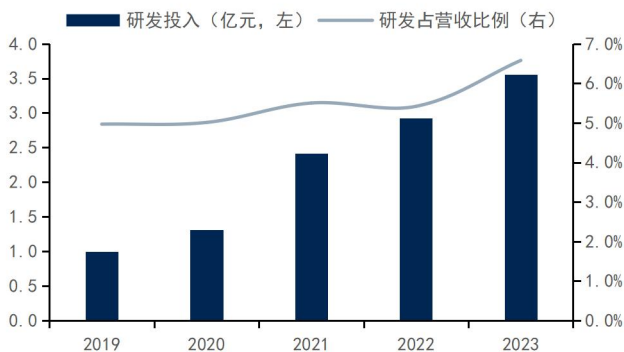
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1457	3518	3327	3911	5044	营业收入	5404	5410	6128	6772	7458
应收款项	1243	1541	1745	1929	2124	营业成本	3442	3773	4265	4723	5164
存货净额	1213	1145	1255	1301	1339	营业税金及附加	16	39	44	49	54
其他流动资产	547	354	473	612	773	销售费用	171	208	236	240	272
流动资产合计	4461	6559	6801	7752	9280	管理费用	271	333	386	405	441
固定资产	3376	4201	4691	4964	4738	研发费用	293	356	403	435	468
无形资产及其他	130	212	203	195	186	财务费用	(11)	(122)	(100)	(63)	(61)
其他长期资产	1050	1594	1594	1594	1594	投资收益	17	51	36	35	40
长期股权投资	467	62	62	62	62	资产减值及公允价值变动	(4)	125	77	101	121
资产总计	9483	12627	13351	14568	15860	其他	28	56	13	7	7
短期借款及交易性金融负债	376	999	600	658	752	营业利润	1263	1054	1021	1126	1288
应付款项	1450	1427	1646	1796	1946	营业外净收支	(12)	(13)	(12)	(12)	(13)
其他流动负债	239	281	324	351	382	利润总额	1250	1041	1008	1113	1275
流动负债合计	2065	2708	2570	2806	3080	所得税费用	157	120	81	89	102
长期借款及应付债券	400	395	395	395	395	少数股东损益	34	(2)	(2)	(3)	(3)
其他长期负债	680	838	1075	1368	1597	归属于母公司净利润	1060	924	930	1027	1176
长期负债合计	1081	1233	1470	1763	1992	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	3145	3940	4041	4568	5072	净利润	1094	922	928	1024	1173
少数股东权益	185	440	438	435	433	资产减值准备	50	80	0	1	1
股东权益	6153	8246	8873	9564	10356	折旧摊销	337	530	518	635	735
负债和股东权益总计	9483	12627	13351	14568	15860	公允价值变动损失	(42)	(186)	(77)	(102)	(122)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	6	(14)	(100)	(63)	(61)
每股收益	2.07	1.70	1.71	1.89	2.17	营运资本变动	(55)	(346)	144	203	136
每股红利	0.25	0.56	0.56	0.62	0.71	其它	(591)	(86)	100	62	60
每股净资产	12.00	15.19	16.34	17.61	19.07	经营活动现金流	798	899	1513	1760	1923
ROIC	18%	9%	8%	9%	11%	资本开支	(837)	(457)	(1000)	(900)	(500)
ROE	17%	11%	10%	11%	11%	其它投资现金流	75	1	0	0	0
毛利率	36%	30%	30%	30%	31%	投资活动现金流	(763)	(456)	(1000)	(900)	(500)
EBIT Margin	22%	13%	13%	14%	14%	权益性融资	42	1558	0	0	0
EBITDA Margin	29%	23%	21%	23%	24%	负债净变化	300	(5)	0	0	0
收入增长	23%	0%	13%	11%	10%	支付股利、利息	(130)	(302)	(304)	(335)	(384)
净利润增长率	38%	-13%	1%	10%	15%	其它融资现金流	71	299	(400)	59	94
资产负债率	35%	35%	34%	34%	35%	融资活动现金流	283	1551	(703)	(277)	(290)
息率	0.6%	1.5%	1.5%	1.6%	1.9%	现金净变动	371	2045	(191)	584	1133
P/E	18.4	22.3	22.2	20.1	17.5	货币资金的期初余额	1059	1429	3475	3284	3868
P/B	3.2	2.5	2.3	2.2	2.0	货币资金的期末余额	1429	3475	3284	3868	5001
EV/EBITDA	14.6	20.0	18.8	16.2	14.3	企业自由现金流	504	347	394	784	1345
						权益自由现金流	875	641	22	882	1496

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所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