

新洁能 (605111.SH)

毛利率连续4个季度环比提升，产品与客户结构不断优化

优于大市

核心观点

2024 营收、毛利率与归母净利润均实现同环比提升。公司主要从事功率器件开发销售，包括 IGBT、屏蔽栅 MOSFET (SGT MOS)、超结 MOSFET (SJ MOS)、沟槽型 MOSFET (Trench MOS) 四大产品工艺平台。2Q24 公司实现营收 5 亿元 (YoY+30.4%, QoQ+35%)，归母净利润 1.18 亿元 (YoY+42.25%, QoQ+17.5%)，毛利率 36.53% (YoY+6.85pct, QoQ+1.77pct)，成本、需求增长与产品结构优化带来毛利率连续 4 个季度环比改善。

汽车与 AI 算力相关产品加速拓展，工控保持稳步提升。1H24 公司工控收入占 42%，AI 算力与通信占 9%，光储占 17%，汽车电子占 13%，光伏储能占 14%。公司汽车电子 24 年上半年同比增长产品数量超 5 成，并有多款型号应用于 OBC、DC 转换等三电电源模块；车规产品与汽车客户数量加速扩展。在 AI 算力领域，公司相关产品已应用于 GPU 领域海外头部客户并实现大批量销售，且更多料号已通过验证，未来有望快速增长。此外，光伏需求受非洲等地区供电不稳定因素影响需求快速增长，逐步走向改善区间。

SGT MOS、Trench MOS 和 SJ MOS 均实现同比增长。24 年上半年，在工控、泛消费与汽车电子需求带动下，Trench MOS 营收 2.55 亿 (YoY+19.64%，占 29.3%)，SGT MOS 营收 3.6 亿 (YoY+40.29%，占 41.44%)，SJ MOS 营收 1.02 亿 (YoY+8.49%，占 11.78%) 均保持同比增长，受光伏影响 IGBT 营收 1.41 亿 (YoY-22.64%，占 16.20%)。SGT MOS 作为主力产品替代国际厂商料号最多，AI 算力服务器应用中，多款产品均为 SGT 系列；SJ MOS 产品 4 代已开始批量交付，下半年将进一步加大在家电、AI 服务器、汽车 OBC 等领域推广。

工艺平台持续升级，上半年研发投入占比约 4.6%。公司第四代超结 MOS (SJ MOS) 平台导通电阻持续优化，第五代 SJ MOS 平台 12 寸流片中；SGT MOS 多个平台完成车规认证，以应用于针对 AI 算力、混动新能源车 48V 系统等领域的 85V 第三代 SGT MOS 为例，产品性能持续提升；SiC MOS 系列新增产品 6 款，部分开始小规模销售；GaN 产品持续开发中。

投资建议：我们看好公司 SGT MOS 等产品的扩容机会与功率 IC 等产品的远期布局，考虑成本与产品结构优化效果好于我们此前预期，基于上半年毛利率改善程度，上调 24-26 年毛利率，预计 24-26 年公司有望实现归母净利润 4.96/5.84/6.67 亿元 (YoY+54%/+18%/+14%) (前值：24-26 年 4.17/4.83/5.20 亿元)，对应 24-26 年 PE 分别为 27/23/20 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期，模块进展不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,811	1,477	1,962	2,351	2,789
(+/-%)	20.9%	-18.5%	32.9%	19.8%	18.6%
净利润(百万元)	435	323	496	584	667
(+/-%)	6.0%	-25.8%	53.6%	17.7%	14.1%
每股收益(元)	2.04	1.08	1.20	1.41	1.61
EBIT Margin	25.0%	20.2%	24.7%	24.8%	24.4%
净资产收益率 (ROE)	12.9%	8.9%	12.4%	13.3%	13.7%
市盈率 (PE)	15.5	29.3	26.5	22.5	19.8
EV/EBITDA	15.3	30.7	25.9	20.7	17.4
市净率 (PB)	2.01	2.60	3.30	2.99	2.71

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

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	30.68 元
总市值/流通市值	12742/12742 百万元
52 周最高价/最低价	45.33/25.70 元
近 3 个月日均成交额	603.67 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

《新洁能 (605111.SH) -4Q23 归母净利润环比增长 61%，数据中心与汽车应用加速拓展》——2024-04-22

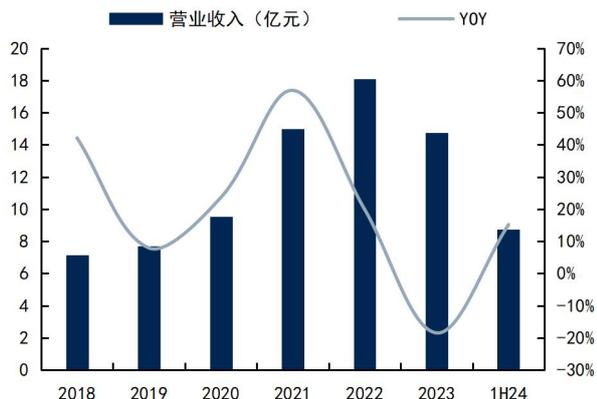
《新洁能 (605111.SH) -3Q23 毛利率逐步企稳，产品与客户结构持续优化 b》——2023-11-07

《新洁能 (605111.SH) -2Q23 归母净利润环比改善，客户结构持续优化》——2023-09-12

《新洁能 (605111.SH) -22 年营收增长近 20%，光储 IGBT 模块将成重要增长极》——2023-03-23

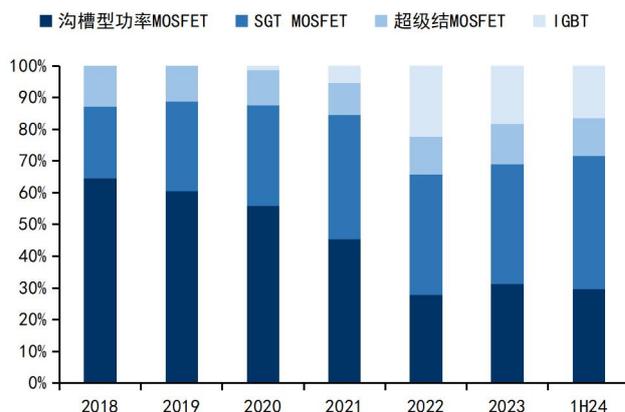
《新洁能 (605111.SH) -国内功率器件代表性设计厂商》——2023-03-17

图1: 公司近五年营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



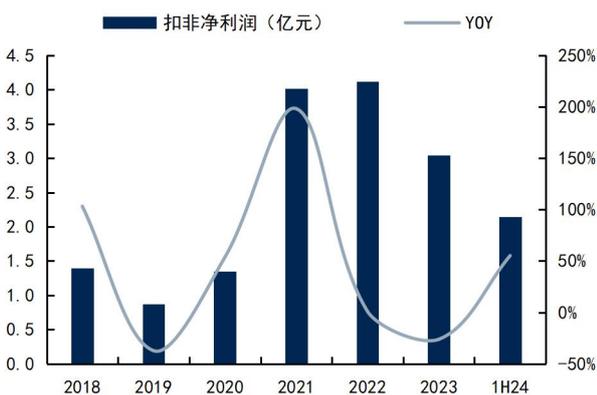
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构 (单位: 亿元)



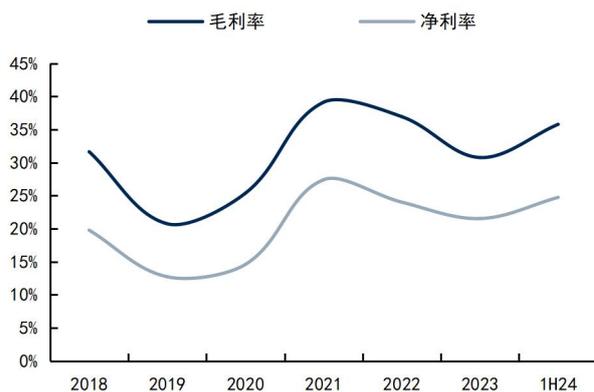
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年扣非归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



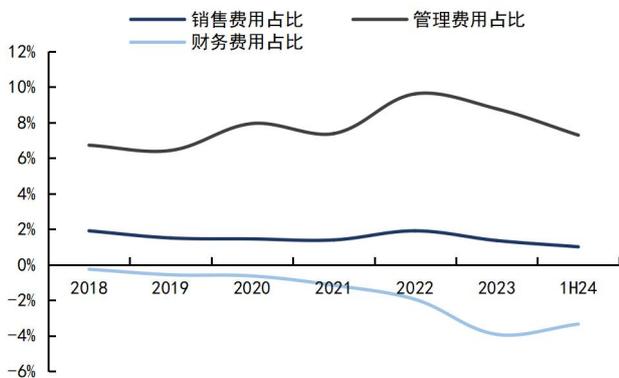
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2566	2668	2668	2634	2651	营业收入	1811	1477	1962	2351	2789
应收款项	276	275	365	437	519	营业成本	1142	1022	1269	1550	1849
存货净额	441	454	554	662	779	营业税金及附加	7	6	9	10	12
其他流动资产	185	219	281	336	395	销售费用	34	20	30	31	38
流动资产合计	3469	3615	3869	4069	4344	管理费用	73	42	60	63	73
固定资产	246	418	747	1110	1431	研发费用	101	87	109	115	138
无形资产及其他	60	63	60	58	55	财务费用	(36)	(58)	(65)	(62)	(63)
其他长期资产	190	217	202	188	169	投资收益	2	1	1	1	1
长期股权投资	25	27	27	27	27	资产减值及公允价值变动	5	(23)	(7)	(4)	(10)
资产总计	3989	4340	4906	5452	6027	其他	11	16	11	11	10
短期借款及交易性金融负债	1	1	89	94	59	营业利润	507	350	554	653	745
应付款项	279	432	527	629	741	营业外净收支	0	(0)	0	0	(0)
其他流动负债	208	121	150	177	209	利润总额	507	349	554	653	745
流动负债合计	488	553	766	900	1009	所得税费用	72	32	67	78	89
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	(5)	(9)	(10)	(11)
其他长期负债	50	55	70	83	94	归属于母公司净利润	435	323	496	584	667
长期负债合计	50	55	70	83	94	现金流量表 (百万元)					
负债合计	538	609	836	983	1103	净利润	435	318	488	574	655
少数股东权益	89	88	80	70	58	资产减值准备	9	34	15	15	19
股东权益	3363	3643	3990	4399	4866	折旧摊销	24	29	56	100	141
负债和股东权益总计	3989	4340	4906	5452	6027	公允价值变动损失	(13)	(11)	(8)	(11)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	(2)	(0)	(65)	(62)	(63)
每股收益	2.04	1.08	1.20	1.41	1.61	营运资本变动	(185)	85	(92)	(67)	(75)
每股红利	0.39	0.29	0.36	0.42	0.48	其它	7	20	50	47	43
每股净资产	15.79	12.22	9.61	10.59	11.72	经营活动现金流	273	475	443	596	711
ROIC	17%	9%	13%	13%	14%	资本开支	(86)	(192)	(383)	(460)	(460)
ROE	13%	9%	12%	13%	14%	其它投资现金流	26	(95)	0	0	0
毛利率	37%	31%	35%	34%	34%	投资活动现金流	(60)	(286)	(383)	(460)	(460)
EBIT Margin	25%	20%	25%	25%	24%	权益性融资	1547	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	22%	28%	29%	29%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	21%	-18%	33%	20%	19%	支付股利、利息	(82)	(87)	(149)	(175)	(200)
净利润增长率	6%	-26%	54%	18%	14%	其它融资现金流	(1)	(2)	89	5	(35)
资产负债率	16%	16%	19%	19%	19%	融资活动现金流	1465	(89)	(60)	(171)	(235)
息率	0.9%	0.9%	1.6%	1.9%	2.1%	现金净变动	1680	100	0	(34)	17
P/E	15.5	29.3	26.5	22.5	19.8	货币资金的期初余额	874	2554	2654	2654	2620
P/B	2.0	2.6	3.3	3.0	2.7	货币资金的期末余额	2554	2654	2654	2620	2637
EV/EBITDA	15.3	30.7	25.9	20.7	17.4	企业自由现金流	141	194	7	86	205
						权益自由现金流	141	192	153	145	226

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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提及的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