

扬杰科技(300373.CH): 基本面持续上扬, 盈利加速改善

我们略微调整扬杰科技 2024 年、2025 年盈利预测, 维持目标价为人民币 43.4 元, 潜在升幅 21%, 维持“买入”评级。

• **重申扬杰科技的“买入”评级:** 今年上半年, 扬杰科技的多个下游领域都展现出比较强劲的复苏态势, 包括汽车、工控、消费等。这带动扬杰产能利用率保持较高水位, 从而推动营收的增长以及利润率的上升。我们认为扬杰科技正处于半导体基本面上行周期中, 并将在下半年维持上行。长期来看, 扬杰重点投入汽车领域以及打造海外基地, 有望打开成长空间。目前, 扬杰科技市盈率为 25x, 估值具备吸引力, 重申“买入”评级。

• **二季度基本面改善明显:** 今年二季度, 扬杰科技营收、毛利率、费用率均有同比环比的增长和改善。营收为 15.4 亿元, 环比增长 16%, 同比增长 17%, 且同比增速较一季度上升。公司毛利率为 31.3%, 同比增长 1.8 个百分点, 环比增长 3.6 个百分点。公司二季度营业费用率为 15.5%, 同比下降 0.6 个百分点, 环比下降 0.8 个百分点。营业利润因此同比增长 37%, 环比增长 61%, 增速显著高于收入增速。公司二季度利润同比增长 7%, 环比增长 35%; 扣非净利润同比增长 2.1%, 环比增长 24.7%。我们略微调整 2024 年和 2025 年 EPS 预测至 1.71 元和 2.19 元。

• **业绩会要点及展望:** 1) 从公司下游应用看, 家电、手机等消费以及通讯复苏良好, 工控及汽车电子增长较快, 光伏仍然有压力。2) 预计三四季度产品价格有望维持大体稳定, 借助降本措施, 有望继续改善毛利率。3) 海外大客户积极切换低成本的供应链, 推动海外成长。4) 越南工厂于 7 月底封顶, 推进速度加快, 有望于今年年底投产。5) 公司积极投入汽车领域, 开拓头部车企及 Tier 1 客户, 打开成长空间。

• **估值:** 我们使用 DCF 估值, 采用 2.7% 的无风险利率, 并假设扬杰科技 2029-2032 年的成长率为 20%-15%, 永久增长率为 3%, WACC 是 11.5%。我们维持目标价人民币 43.4 元, 潜在升幅 21%。

• **投资风险:** 消费、工业、新能源等下游需求复苏及增长不及预期; 海外半导体拉货动能不足; 功率半导体产能扩张, 供过于求; 功率器件价格持续下行; 行业竞争拖累利润; 公司产能扩张带来的折旧影响利润; 高端功率器件成长速度较慢。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2022-2026E)

人民币百万	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,404	5,410	6,332	7,524	9,110
营收同比增速	23%	0%	17%	19%	21%
毛利率	36.3%	30.3%	30.9%	31.9%	32.1%
净利润	1,060	924	923	1,185	1,466
净利润增速	38%	(13%)	(0%)	28%	24%
基本每股收益(元)	2.07	1.80	1.71	2.19	2.71

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

马智焱

科技分析师

ivy_ma@spdbi.com

(852) 2809 0300

黄佳琦

科技分析师

sia_huang@spdbi.com

(852) 2809 0355

2024 年 8 月 26 日

评级

买入

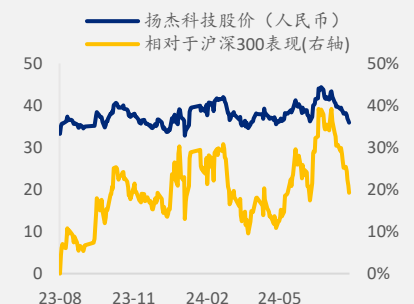
目标价(人民币)	43.4
潜在升幅/降幅	+21%
目前股价(人民币)	35.9
52 周内股价区间(人民币)	31.9-45.0
总市值(百万人民币)	19,515
近 90 日日均成交额(百万人民币)	371

注: 截至 2024 年 8 月 23 日收盘价

市场预期区间



股价相对表现



注: 截至 2024 年 8 月 23 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表						资产负债表					
人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,404	5,410	6,332	7,524	9,110	货币资金	1,457	3,518	5,441	7,400	9,437
营业成本	(3,442)	(3,773)	(4,376)	(5,126)	(6,189)	短期投资	63	42	49	58	70
毛利润	1,961	1,637	1,956	2,398	2,921	应收账款和应收票据	1,221	1,528	1,789	2,126	2,574
经营支出	(735)	(897)	(986)	(1,136)	(1,333)	存货	1,213	1,145	1,328	1,556	1,879
销售费用	(171)	(208)	(236)	(276)	(329)	其他流动负债	506	325	380	452	547
管理费用	(271)	(333)	(327)	(382)	(455)	流动资产合计	4,461	6,559	8,988	11,592	14,507
研发费用	(293)	(356)	(422)	(477)	(548)	物业、厂房及设备	3,376	4,201	4,052	4,026	4,133
经营利润	1,226	740	970	1,263	1,588	使用权资产	7	118	118	118	118
非经营收入	24	301	106	105	106	无形资产	130	212	83	33	13
财务费用	11	122	77	77	77	长期投资收益	467	62	69	75	83
投资收益	17	51	1	1	1	商誉	164	314	314	314	314
其他	(4)	129	27	27	27	其他非流动资产	879	1,162	1,162	1,162	1,162
税前利润	1,250	1,041	1,075	1,368	1,694	总资产	9,483	12,627	14,785	17,319	20,329
税务费用	(157)	(120)	(155)	(185)	(229)	短期借贷	273	554	648	770	933
税后利润含少数股东权益	1,094	922	921	1,184	1,465	应付账款和应付票据	1,450	1,427	1,656	1,939	2,342
少数股东权益	34	(2)	(3)	(1)	(1)	其他流动负债	341	726	871	1,046	1,255
净利润	1,060	924	923	1,185	1,466	流动负债合计	2,065	2,708	3,176	3,756	4,530
基本股数(百万)	512	512	541	541	541	长期借款	400	395	395	395	395
摊销股数(百万)	512	512	541	541	541	其他非流动负债	680	838	838	838	838
基本每股收益(元)	2.07	1.80	1.71	2.19	2.71	总负债	3,145	3,940	4,408	4,988	5,762
摊销每股收益(元)	2.07	1.80	1.71	2.19	2.71	股本	513	543	2,101	3,659	5,218
						储备	2,585	4,059	4,192	4,587	5,265
						少数股东权益	185	440	440	440	440
						其他	3,056	3,644	3,644	3,644	3,644
						股东权益总额	6,338	8,687	10,377	12,331	14,567
						总负债和股东权益	9,483	12,627	14,785	17,319	20,329

现金流量表						主要财务比率					
人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	798	899	1,577	1,686	1,856	营运指标增速					
税前利润	1,094	922	921	1,184	1,465	营业收入增速	23%	0%	17%	19%	21%
折旧	330	536	667	644	640	毛利润增速	27%	(17%)	19%	23%	22%
摊销	43	79	129	50	20	营业利润增速	32%	(40%)	31%	30%	26%
营运资金变动	(211)	304	(125)	(178)	(255)	净利润增速	38%	(13%)	(0%)	28%	24%
应收账款减少(增加)	(195)	(307)	(260)	(337)	(448)	盈利能力					
库存减少(增加)	(216)	68	(183)	(228)	(323)	净资产收益率	18.3%	12.3%	9.7%	10.4%	10.9%
应付账款增加(减少)	271	(23)	228	284	402	总资产报酬率	12.6%	8.4%	6.7%	7.4%	7.8%
其他经营资金变动	(71)	566	90	103	114	投入资本回报率	15.3%	6.8%	7.3%	8.1%	8.6%
利息收入(支出)	6	(14)	(14)	(14)	(14)	利润率					
其他	(463)	(927)	-	-	-	毛利率	36.3%	30.3%	30.9%	31.9%	32.1%
投资活动现金流	(763)	(456)	(533)	(633)	(767)	营业利润率	22.7%	13.7%	15.3%	16.8%	17.4%
资本支出	(826)	(444)	(519)	(617)	(747)	净利率率	19.6%	17.1%	14.6%	15.7%	16.1%
取得或购买长期投资	(363)	404	(6)	(7)	(8)	营运能力					
短期投资	450	21	(7)	(9)	(12)	现金循环周期	54	68	70	70	69
其他	(23)	(438)	-	-	-	应收账款周转天数	76	93	96	95	94
融资活动现金流	283	1,551	879	906	948	存货周转天数	117	114	103	103	101
借款	317	397	94	122	162	应付账款周转天数	139	139	129	128	126
发行股份	42	1,558	1,558	1,558	1,558	净债务(净现金)	(784)	(2,569)	(4,398)	(6,235)	(8,109)
发行债券	-	-	-	-	-	自由现金流	409	1,130	982	992	1,032
现金股利	(1,124)	(1,124)	(774)	(774)	(773)						
其他	1,049	720	-	-	-						
外汇损益	52	51	-	-	-						
现金及现金等价物净流量	371	2,045	1,923	1,959	2,037						
期初现金及现金等价物	1,059	1,429	3,475	5,398	7,357						
期末现金及现金等价物	1,429	3,475	5,398	7,357	9,393						

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

● 业绩回顾及预测调整

图表 2: 扬杰科技 2Q24 业绩详情

人民币百万	2Q24	2Q23	同比	1Q24	环比
营业收入	1,537	1,314	17%	1,328	16%
毛利润	481	388	24%	367	31%
营业利润	244	177	37%	152	61%
净利润	244	229	7%	181	35%
基本每股收益 (元)	0.45	0.43	6%	0.34	34%

利润率	2Q24	2Q23	同比 百分点	1Q24	环比 百分点
毛利率	31.3%	29.5%	1.8	27.7%	3.6
营业费用率	15.5%	16.0%	(0.6)	16.3%	(0.8)
营业利润率	15.8%	13.5%	2.4	11.4%	4.4
归母净利率	15.9%	17.4%	(1.5)	13.6%	2.3

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 3: 扬杰科技盈利预测调整

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	6,332	6,528	(3%)	7,524	7,435	1%	9,110		
毛利润	1,956	2,154	(9%)	2,398	2,470	(3%)	2,921		
营业利润	970	1,153	(16%)	1,263	1,365	(7%)	1,588		
净利润	923	934	(1%)	1,185	1,119	6%	1,466		
基本每股收益 (元)	1.71	1.74	(2%)	2.19	2.09	5%	2.71		

利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	30.9%	33.0%	(2.1)	31.9%	33.2%	(1.3)	32.1%		
费用率	15.6%	15.3%	0.2	15.1%	14.9%	0.2	14.6%		
经营利润率	15.3%	17.7%	(2.3)	16.8%	18.4%	(1.6)	17.4%		
净利率	14.6%	14.3%	0.3	15.7%	15.0%	0.7	16.1%		

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 4: 扬杰科技当前远期市盈率 19x, 历史均值 27x, 均值以下一倍标准差 18x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 扬杰科技



注: 截至 2024 年 8 月 23 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	18.8	买入	23.6	13/5/2024	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	84.9	买入	179.4	26/2/2024	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	30.2	买入	36.7	1/3/2024	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	25.1	买入	37.1	14/5/2024	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	37.9	买入	34.5	24/10/2023	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	17.3	买入	18.6	7/6/2024	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	32.8	买入	28.8	25/3/2024	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	47.7	买入	57.0	26/8/2024	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	5.0	买入	5.1	13/8/2024	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	90.5	买入	108.4	20/8/2024	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	4.1	买入	5.9	7/6/2024	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	31.4	买入	48.5	7/6/2024	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	7.0	买入	8.5	21/8/2024	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	27.2	买入	33.2	21/8/2024	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	21.2	买入	24.5	7/6/2024	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	82.9	买入	95.6	7/6/2024	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	20.3	买入	28.5	16/8/2024	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	220.3	持有	210.8	24/7/2024	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	226.2	买入	232.2	28/3/2024	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	239.3	买入	248.4	28/3/2024	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	16.3	买入	19.3	12/8/2024	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	47.1	买入	56.7	12/8/2024	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	17.0	买入	23.3	9/8/2024	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	29.5	买入	43.7	9/8/2024	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	949.0	买入	1,167.7	26/7/2024	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	171.3	买入	197.6	26/7/2024	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	34.1	买入	64.9	20/9/2023	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	18.2	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	35.9	买入	43.4	26/8/2024	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	56.8	买入	53.4	27/10/2023	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	31.3	买入	38.7	27/10/2023	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	74.9	买入	230.6	20/9/2023	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	27.8	买入	38.7	14/8/2024	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	12.6	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	129.4	买入	147.6	2/7/2024	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	173.5	买入	240.7	5/8/2024	AI 芯片

注: 截至 2024 年 8 月 23 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

