

扬杰科技 (300373.SZ)

优于大市

2024 毛利率环比提升 3.65pct, 海外库存去化结束

核心观点

公司 2024 营收、毛利率及扣非归母净利润均实现环比提升。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），随需求回暖，公司 2024 年营收 15.4 亿元 (YoY +17.0%, QoQ+15.8%)，扣非归母净利润 2.34 亿元 (YoY+2.1%, QoQ+24.66%)，毛利率 31.32% (YoY+1.80pct, QoQ+3.65pct)。

汽车份额渗透叠加工业、消费需求回暖推动营收增长，成本端逐步优化。1H24 公司在国内汽车电子应用中份额渗透，在消费电子应用端需求旺盛，工业市场逐步改善，因此随下游温和复苏，上半年公司半导体器件收入同比增长 11.3%。在成本优化方面，公司直接人效同比提升 11%，设备综合利用率同比提升 5.8%，标准成本及失效成本合计降本金额超 1.8 亿元。

1H24 公司海外收入 6.2 亿元 (占 21.5%)，毛利率达 45.62%。二季度随着海外市场去库存阶段结束，海外销售收入环比增长，带动公司整体毛利水平相应提升。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，公司越南封测厂加快建设，为未来市场份额进一步提升提供保障。

1H24 公司研发投入同比增长 19%，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 芯片多个平台加速完成开发，系列化逐步全面；H3 业务 (IGBT/SiC) 产品目前以 Fabless 为主，产品类型不断拓宽：公司新能源汽车 PTC 用 1200V 系列单管大批量交付车企客户；光伏 IGBT 模块投放市场；针对新能源汽车控制器研制了 750V/820A IGBT 模块、1200V/2mΩ 三相桥 SiC 模块。

投资建议：我们看好公司国内外双循环的业务模式，考虑费用端优化与海外毛利率带来的平均毛利率提升，上调 24-26 年预期，预计 24-26 年公司有望实现归母净利润 9.9/11.6/14.2 亿元 (前值：9.3/10.3/11.8 亿元)，对应 24-26 年 PE 分别为 17/15/12 倍，维持“优于大市”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	6,262	7,366	8,647
(+/-%)	22.9%	0.1%	15.8%	17.6%	17.4%
净利润 (百万元)	1060	924	987	1163	1421
(+/-%)	38.0%	-12.8%	6.9%	17.8%	22.2%
每股收益 (元)	2.07	1.70	1.82	2.14	2.61
EBIT Margin	22.4%	13.0%	14.5%	15.0%	15.9%
净资产收益率 (ROE)	17.2%	11.2%	11.1%	12.0%	13.3%
市盈率 (PE)	18.4	22.3	20.9	17.7	14.5
EV/EBITDA	14.6	20.0	17.4	14.6	12.3
市净率 (PB)	3.16	2.50	2.31	2.12	1.93

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：胡慧 021-60871321 huhui2@guosen.com.cn S0980521080002
证券分析师：叶子 0755-81982153 yezi3@guosen.com.cn S0980522100003	证券分析师：詹浏洋 010-88005307 zhanliuyang@guosen.com.cn S0980524060001
联系人：连欣然 010-88005482 lianxinran@guosen.com.cn	联系人：李书颖 0755-81982362 lishuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	35.90 元
总市值/流通市值	19506/19463 百万元
52 周最高价/最低价	45.00/32.48 元
近 3 个月日均成交额	381.78 百万元

市场走势

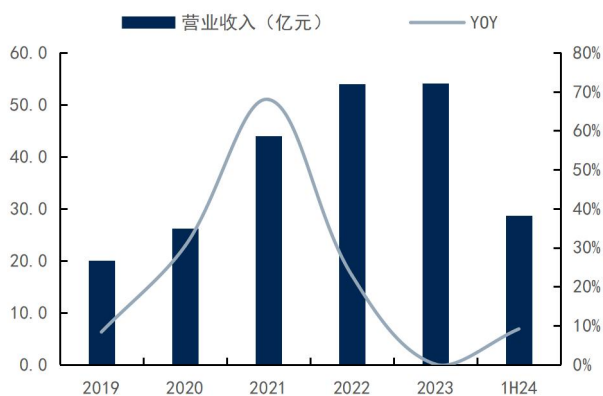


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

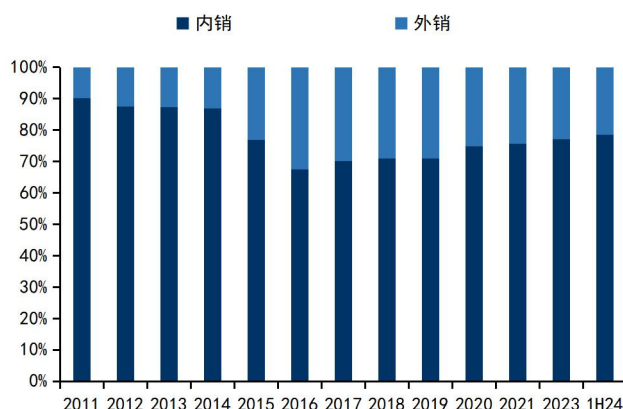
- 《扬杰科技 (300373.SZ) - 库存去化渐尾声，出货量先于毛利率迈向改善区间》——2024-05-04
- 《扬杰科技 (300373.SZ) - 3Q23 毛利率环比增加 2.76pct，业绩步入改善区间》——2023-11-05
- 《扬杰科技 (300373.SZ) - 1H23 业绩短期承压，国内外双循环铸就公司长期竞争力》——2023-09-06
- 《扬杰科技 (300373.SZ) - 一季度营收环比增长 33.0%，扣非归母净利润环比增长 47.5%》——2023-05-04
- 《扬杰科技 (300373.SZ) - 22 年归母净利润同比增长 38.17%，新产品成长迅速》——2023-03-31

图1: 公司近五年营业收入及增速 (亿元、%)



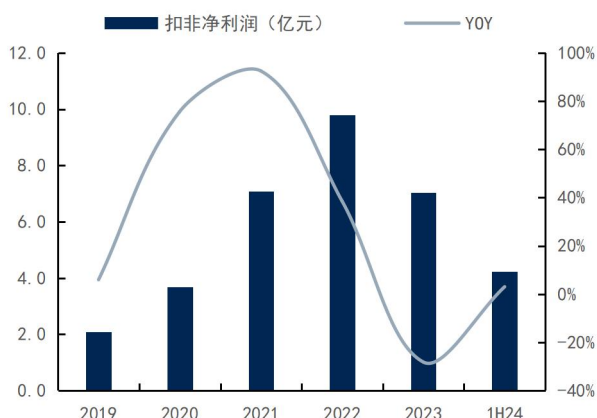
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构



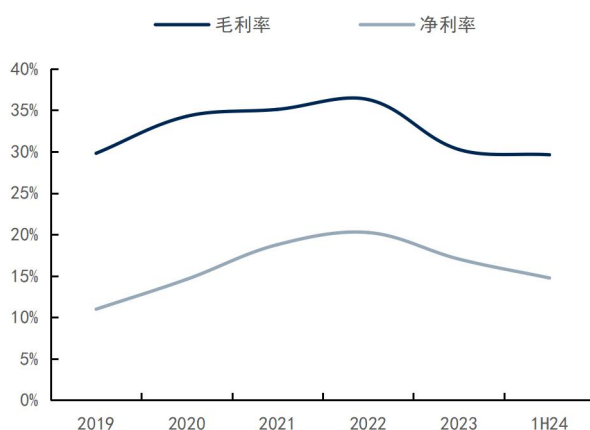
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年扣非净利润及增速 (亿元、%)



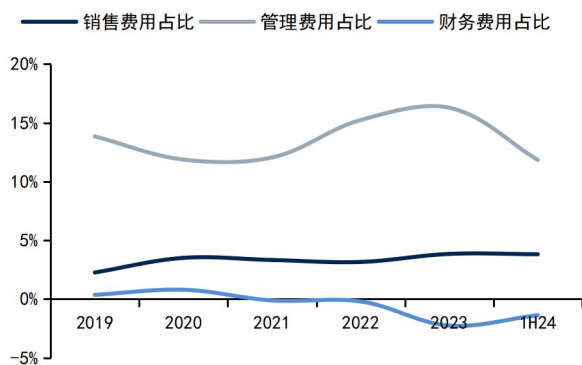
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率与净利率情况 (%、%)



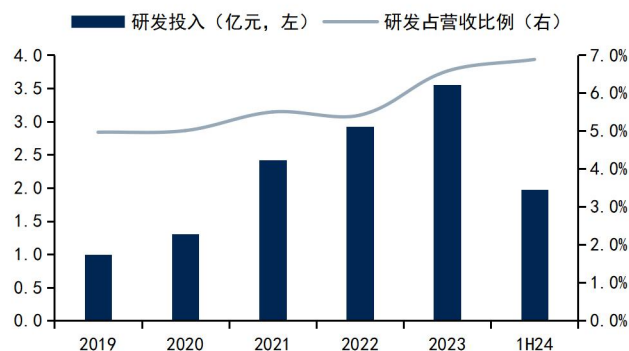
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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	1457	3518	3404	4020	5257	营业收入	5404	5410	6262	7366	8647
应收款项	1243	1541	1784	2098	2463	营业成本	3442	3773	4324	5049	5850
存货净额	1213	1145	1275	1404	1546	营业税金及附加	16	39	45	53	62
其他流动资产	547	354	419	544	680	销售费用	171	208	242	284	334
流动资产合计	4461	6559	6881	8066	9946	管理费用	271	333	308	357	417
固定资产	3376	4201	4691	4964	4738	研发费用	293	356	439	516	606
无形资产及其他	130	212	203	195	186	财务费用	(11)	(122)	(101)	(65)	(65)
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	15	61	61
资产总计	9483	12627	13432	14881	16526	其他	28	56	26	5	9
短期借款及交易性金融负债	376	999	600	658	752	营业利润	1263	1054	1083	1273	1553
应付款项	1450	1427	1672	1939	2247	营业外净收支	(12)	(13)	(12)	(12)	(13)
其他流动负债	239	281	323	375	435	利润总额	1250	1041	1071	1261	1540
流动负债合计	2065	2708	2595	2972	3435	所得税费用	157	120	86	101	123
长期借款及应付债券	400	395	395	395	395	少数股东损益	34	(2)	(2)	(3)	(4)
其他长期负债	680	838	1075	1368	1597	归属于母公司净利润	1060	924	987	1163	1421
长期负债合计	1081	1233	1470	1763	1992	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3145	3940	4066	4735	5427	净利润	1094	922	985	1160	1417
少数股东权益	185	440	438	435	431	资产减值准备	50	80	0	1	1
股东权益	6153	8246	8928	9711	10668	折旧摊销	337	530	518	635	735
负债和股东权益总计	9483	12627	13432	14881	16526	公允价值变动损失	(42)	(186)	(15)	(62)	(62)
关键财务与估值指标						财务费用	6	(14)	(101)	(65)	(65)
每股收益	2.07	1.70	1.82	2.14	2.61	营运资本变动	(55)	(346)	104	103	17
每股红利	0.25	0.56	0.59	0.70	0.85	其它	(591)	(86)	101	65	64
每股净资产	12.00	15.19	16.43	17.87	19.63	经营活动现金流	798	899	1591	1837	2108
ROIC	18%	9%	9%	11%	14%	资本开支	(837)	(457)	(1000)	(900)	(500)
ROE	17%	11%	11%	12%	13%	其它投资现金流	75	1	0	0	0
毛利率	36%	30%	31%	31%	32%	投资活动现金流	(763)	(456)	(1000)	(900)	(500)
EBIT Margin	22%	13%	14%	15%	16%	权益性融资	42	1558	17	0	0
EBITDA Margin	29%	23%	23%	24%	24%	负债净变化	300	(5)	0	0	0
收入增长	23%	0%	16%	18%	17%	支付股利、利息	(130)	(302)	(323)	(380)	(464)
净利润增长率	38%	-13%	7%	18%	22%	其它融资现金流	71	299	(400)	59	94
资产负债率	35%	35%	34%	35%	35%	融资活动现金流	283	1551	(705)	(321)	(370)
息率	0.6%	1.5%	1.6%	1.8%	2.3%	现金净变动	371	2045	(114)	615	1238
P/E	18.4	22.3	20.9	17.7	14.5	货币资金的期初余额	1059	1429	3475	3361	3976
P/B	3.2	2.5	2.3	2.1	1.9	货币资金的期末余额	1429	3475	3361	3976	5214
EV/EBITDA	14.6	20.0	17.4	14.6	12.3	企业自由现金流	504	347	454	857	1519
						权益自由现金流	875	641	83	957	1673

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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