

2024年08月29日

买入（维持）

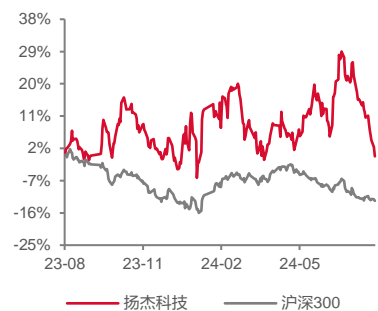
报告原因：业绩点评

证券分析师

方霁 S0630523060001

fangji@longone.com.cn

| | |
|-------------|-------------|
| 数据日期 | 2024/08/28 |
| 收盘价 | 34.75 |
| 总股本(万股) | 54,301 |
| 流通A股/B股(万股) | 54,189/0 |
| 资产负债率(%) | 34.03% |
| 市净率(倍) | 2.16 |
| 净资产收益率(加权) | 5.03 |
| 12个月内最高/最低价 | 45.00/32.48 |

**相关研究**

1. 扬杰科技 (300373): 2023Q4业绩向好, 产品结构优化及产能扩张并行——公司简评报告
2. 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
3. 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): 加大投入汽车电子, 海外布局不断深化

——公司简评报告

投资要点

- **事件概述:** 扬杰科技发布2024年半年度报告, 2024Q2公司实现营业收入15.37亿元 (yoy+16.96%, qoq+15.75%), 实现归母净利润2.44亿元 (yoy+6.75%, qoq+35.36%), 实现扣非归母净利润2.34亿元 (yoy+2.11%, qoq+24.66%), 综合毛利率31.32% (yoy+1.80pct, qoq+3.65pct)。2024上半年公司实现营业收入28.65亿元 (yoy+9.16%), 实现归母净利润4.25亿元 (yoy+3.43%), 实现扣非归母净利润4.22亿元 (yoy+3.04%), 综合毛利率29.63% (yoy-0.48pct)。
- **下游需求温和复苏, 加速拓宽汽车电子布局。** 公司产品下游主要包括汽车电子、清洁能源、工业、消费类电子、5G通讯、安防等诸多领域, 尽管以光伏为代表的清洁能源受客户去库存影响, 需求尚未恢复至同比高点, 以及部分细分市场价格竞争较为激烈, 但在整个半导体市场温和复苏的背景下, 公司上半年在工控、消费、汽车电子等领域仍然实现了营收的同比增长。汽车电子作为公司的增量业务, 公司投入力度较大, 目前扬州车规级晶圆和封装工厂建设项目进度不断加快, 公司上半年自主开发的车载碳化硅模块也已研制出样, 已经获得多家Tier1和终端车企的测试及合作意向, 并计划于2025年完成全国产主驱碳化硅模块的批量上车, 未来有望在海内外车规级功率半导体市场不断提升品牌知名度和行业影响力。
- **产能持续扩张, 产品结构改善, 主要产品线稼动率水平高企, 降本增效成效显著。** 二季度公司实现了净利润和综合毛利率的同、环比双增, 一方面得益于公司充分发挥自身“IDM+Fabless”生产模式并行的优势, 产能持续扩张, 产线稼动率逐步回升至满产状态, 良率也在不断提升, 展望全年有望发挥显著的规模效应; 另一方面, 公司产品结构持续优化, 毛利率相对较低的光伏板块营收占比在上半年明显下降, 消费、工控、汽车等其他板块营收占比有所提升; 此外, 公司持续进行科学的降本增效, 除了原材料采购端以及上游代工端的成本优化, 上半年公司直接人效较去年同期提升11%, 设备综合利用率较去年同期提升5.8%, 标准成本及失效成本合计降本金额超1.8亿元, 对毛利率有积极的维护作用。展望下半年, 这些因素有望为打造毛利率上行曲线持续做出贡献。
- **海外市场去库存结束, “MCC”品牌销售强劲, 越南工厂建设进展加快。** 公司实行“双品牌”+“双循环”及品牌产品差异化的业务模式。在欧美市场, 公司主推“MCC”品牌产品, 对标安森美等国际第一梯队公司。上半年, 公司逐步转化海外业务逻辑, 将MCC打造成属地化的服务品牌, 建立和海外客户的直接联系, 把握海外替代机遇, 不断提升海外市场市占率。2024年上半年, 随着海外市场去库存阶段结束, 公司海外业务销售收入环比增长, 带动公司整体毛利水平提升。海外生产基地建设方面, 公司越南工厂建设进程加快, 有望提前投产。
- **投资建议:** 盈利预测维持“买入”评级。随着海内外下游需求回温, 公司产能持续爬坡, 海内外双循环管理进一步优化, 期待未来业绩有望稳步上升。我们预计公司2024、2025、2026年营收分别为64.56、79.16、96.88亿元 (2024、2025、2026年原预测值分别是64.02、75.97、91.86亿元), 预计公司2024、2025、2026年归母净利润分别为9.63、13.02、18.23亿元 (2024、2025、2026年原预测值分别是10.39、15.44、19.31亿元), 当前市值对应2024、2025、2026年PE为20、15、10倍。
- **风险提示:** 1) 下游需求复苏不及预期; 2) 产能扩张不及预期; 3) 客户验证不及预期。

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 | 6,456.24 | 7,916.37 | 9,688.32 |
| 同比增速(%) | 68.00% | 22.90% | 0.12% | 19.34% | 22.62% | 22.38% |
| 归母净利润(百万元) | 768.10 | 1060.15 | 923.93 | 962.92 | 1301.76 | 1823.03 |
| 同比增速(%) | 103.06% | 38.02% | -12.85% | 4.22% | 35.19% | 40.04% |
| 每股盈利(元) | 1.41 | 1.95 | 1.70 | 1.77 | 2.40 | 3.36 |
| ROE(%) | 15.11% | 17.23% | 11.20% | 10.81% | 13.38% | 16.92% |
| PE(倍) | 24.58 | 17.81 | 20.44 | 19.61 | 14.50 | 10.36 |

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2024 年 8 月 28 日）

附录：三大报表预测值

| 利润表 | | | | | 资产负债表 | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 单位: (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业总收入 | 5,410 | 6,456 | 7,916 | 9,688 | 货币资金 | 3,518 | 3,582 | 3,958 | 4,786 |
| %同比增速 | 0% | 19% | 23% | 22% | 交易性金融资产 | 42 | 32 | 27 | 22 |
| 营业成本 | 3,773 | 4,570 | 5,425 | 6,443 | 应收账款及应收票据 | 1,528 | 1,805 | 1,971 | 2,129 |
| 毛利 | 1,637 | 1,886 | 2,491 | 3,246 | 存货 | 1,145 | 1,391 | 1,497 | 1,596 |
| %营业收入 | 30% | 29% | 31% | 34% | 预付账款 | 60 | 46 | 54 | 64 |
| 税金及附加 | 39 | 48 | 47 | 48 | 其他流动资产 | 265 | 370 | 474 | 594 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% | 流动资产合计 | 6,559 | 7,225 | 7,980 | 9,192 |
| 销售费用 | 208 | 258 | 301 | 349 | 长期股权投资 | 62 | 63 | 63 | 63 |
| %营业收入 | 4% | 4% | 4% | 4% | 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 管理费用 | 333 | 291 | 340 | 397 | 固定资产合计 | 3,480 | 3,447 | 3,493 | 3,483 |
| %营业收入 | 6% | 5% | 4% | 4% | 无形资产 | 212 | 204 | 199 | 199 |
| 研发费用 | 356 | 420 | 515 | 630 | 商誉 | 314 | 314 | 314 | 314 |
| %营业收入 | 7% | 7% | 7% | 7% | 递延所得税资产 | 14 | 16 | 16 | 16 |
| 财务费用 | -122 | -6 | -2 | -16 | 其他非流动资产 | 1,986 | 2,282 | 2,509 | 2,621 |
| %营业收入 | -2% | 0% | 0% | 0% | 资产总计 | 12,627 | 13,551 | 14,573 | 15,888 |
| 资产减值损失 | -61 | -5 | -5 | -5 | 短期借款 | 554 | 834 | 684 | 534 |
| 信用减值损失 | -19 | -15 | -15 | -15 | 应付票据及应付账款 | 1,427 | 1,523 | 1,808 | 2,148 |
| 其他收益 | 74 | 161 | 119 | 145 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 51 | 67 | 80 | 97 | 应付职工薪酬 | 165 | 206 | 244 | 290 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应交税费 | 27 | 32 | 40 | 48 |
| 公允价值变动收益 | 186 | 0 | 0 | 0 | 其他流动负债 | 534 | 448 | 465 | 486 |
| 资产处置收益 | 1 | 2 | 2 | 3 | 流动负债合计 | 2,708 | 3,043 | 3,241 | 3,506 |
| 营业利润 | 1,054 | 1,086 | 1,471 | 2,062 | 长期借款 | 395 | 495 | 495 | 495 |
| %营业收入 | 19% | 17% | 19% | 21% | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收支 | -13 | 5 | 5 | 5 | 递延所得税负债 | 233 | 242 | 242 | 242 |
| 利润总额 | 1,041 | 1,091 | 1,476 | 2,067 | 其他非流动负债 | 605 | 426 | 431 | 441 |
| %营业收入 | 19% | 17% | 19% | 21% | 负债合计 | 3,940 | 4,206 | 4,409 | 4,684 |
| 所得税费用 | 120 | 131 | 177 | 248 | 归属母公司所有者权益 | 8,246 | 8,907 | 9,729 | 10,772 |
| 净利润 | 922 | 960 | 1,299 | 1,819 | 少数股东权益 | 440 | 437 | 435 | 431 |
| %营业收入 | 17% | 15% | 16% | 19% | 股东权益 | 8,687 | 9,345 | 10,164 | 11,203 |
| 归属于母公司的净利润 | 924 | 963 | 1,302 | 1,823 | 负债及股东权益 | 12,627 | 13,551 | 14,573 | 15,888 |
| %同比增速 | -13% | 4% | 35% | 40% | 现金流量表 | | | | |
| 少数股东损益 | -2 | -3 | -3 | -4 | 单位: 百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| EPS (元/股) | 1.74 | 1.77 | 2.40 | 3.36 | 经营活动现金流净额 | 899 | 1,060 | 1,890 | 2,518 |
| 主要财务比率 | | | | | 投资 | -168 | 10 | 5 | 5 |
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 资本性支出 | -444 | -996 | -899 | -803 |
| EPS | 1.70 | 1.77 | 2.40 | 3.36 | 其他 | 156 | 235 | 70 | 87 |
| BVPS | 15.18 | 16.39 | 17.91 | 19.83 | 投资活动现金流净额 | -456 | -752 | -824 | -712 |
| PE | 20.44 | 19.61 | 14.50 | 10.36 | 债权融资 | 397 | 270 | -145 | -140 |
| PEG | — | 4.65 | 0.41 | 0.26 | 股权融资 | 1,558 | 11 | 0 | 0 |
| PB | 2.29 | 2.12 | 1.94 | 1.75 | 支付股利及利息 | -302 | -390 | -544 | -838 |
| EV/EBITDA | 13.61 | 10.24 | 7.79 | 5.62 | 其他 | -103 | -153 | 0 | 0 |
| ROE | 11% | 11% | 13% | 17% | 筹资活动现金流净额 | 1,551 | -262 | -689 | -978 |
| ROIC | 6% | 9% | 11% | 14% | 现金净流量 | 2,045 | 63 | 376 | 828 |

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至 2024 年 8 月 28 日

一、评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--------|----|-------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% |
| | 看平 | 未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 |
| | 看空 | 未来 6 个月内上证综指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上证指数达到或超过 10% |
| | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 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)
 电话:(8621) 20333619
 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)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089