

扬杰科技 (300373.SZ)

优于大市

3Q24 毛利率环比提升 2.27pct, 汽车业务高速增长

核心观点

公司 3Q24 毛利率环比提升 2.27pct。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 3Q24 单季度实现营收 15.6 亿元 (YoY+10.06%, QoQ+1.38%)，归母净利润 2.44 亿元 (YoY+17.9%, QoQ-0.03%)，扣非归母净利润 2.31 亿元 (YoY+13.74%, QoQ-1.30%)，毛利率 33.59% (YoY+1.31pct, QoQ+2.27pct)。

汽车收入持续提升，工业、消费需求回暖推动营收增长。1-3Q24 公司实现汽车电子收入同比增长 60%，消费类电子及工业市场需求逐步回升，对应板块收入同比增长均超 20%。目前汽车 MOS 及二极管等中低压功率器件国产化率仍低，公司从内部质量评审体系、供应链管理等多个维度建立车规质量体系，获得了多家汽车电子的认证，经过客户认证与产品组合陆续导入，公司汽车电子业务逐步进入加速成长阶段。

海外市场步入复苏阶段，毛利率结构逐步优化。三季度海外市场进入复苏阶段，随海外收入增加公司整体毛利水平改善，此前 1H24 公司海外收入 6.2 亿元 (占 21.5%)，毛利率 45.62%。目前公司在全球多个国家/地区设立了在地化研发、制造与销售网络，其中研发中心 6 个、晶圆与封测工厂 15 个，可以满足本土客户的定制化要求。此外，受限于成本竞争力等因素，海外大厂逐步退出部分中低压产品市场，公司海外业务中长期有望受益；预计随公司越南封测厂加速投产，未来海外市场收入有望加速提升。

公司降本增效效果明显，推动毛利率持续修复。公司在供应链、市场营销及运营管理方面持续优化：供应链集成化，通过生产策略升级为 MPS/MTS/ATO，缩短生产周期，升级响应客户需求等；截至 1H24 公司实现直接人效同比提升 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；在此背景下，公司毛利率实现环比提升。

投资建议：我们看好公司国内外双循环的业务模式及中长期 IDM 产品与产能的规模优势；短期考虑光伏需求疲软，略下调 24 年收入预期，结合越南工厂投产带来的费用增加，略上调 25-26 年费用率，预计 24-26 年公司有望实现归母净利润 9.2/10.6/12.8 亿元 (前值：9.9/11.6/14.2 亿元)，对应 24-26 年 PE 分别为 29/25/21 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	6,011	6,916	8,116
(+/-%)	22.9%	0.1%	11.1%	15.1%	17.3%
净利润(百万元)	1060	924	920	1055	1282
(+/-%)	38.0%	-12.8%	-0.4%	14.6%	21.5%
每股收益(元)	2.07	1.70	1.69	1.94	2.36
EBIT Margin	22.4%	13.0%	14.8%	15.1%	15.9%
净资产收益率 (ROE)	17.2%	11.2%	10.4%	11.0%	12.3%
市盈率 (PE)	23.5	28.6	28.7	25.0	20.6
EV/EBITDA	18.1	24.7	21.5	18.4	15.6
市净率 (PB)	4.05	3.20	2.97	2.75	2.53

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：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

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

联系人：连欣然

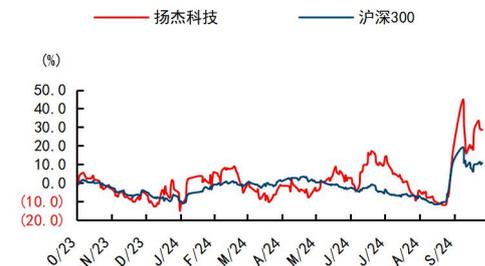
010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	48.39 元
总市值/流通市值	26293/26235 百万元
52 周最高价/最低价	54.48/32.48 元
近 3 个月日均成交额	501.90 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) -2024 毛利率环比提升 3.65pct, 海外库存去化结束》——2024-08-26

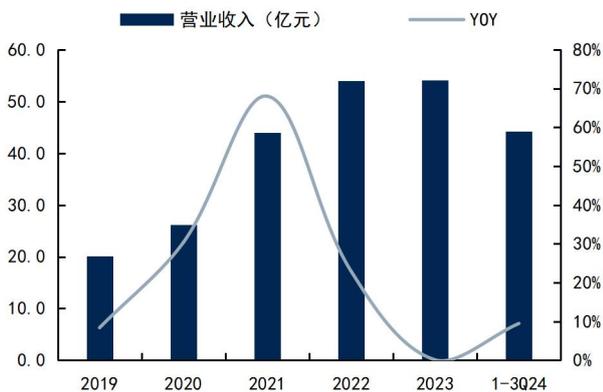
《扬杰科技 (300373.SZ) -库存去化渐尾声, 出货量先于毛利率迈向改善区间》——2024-05-04

《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

图1: 公司近五年营业收入及增速 (亿元、%)



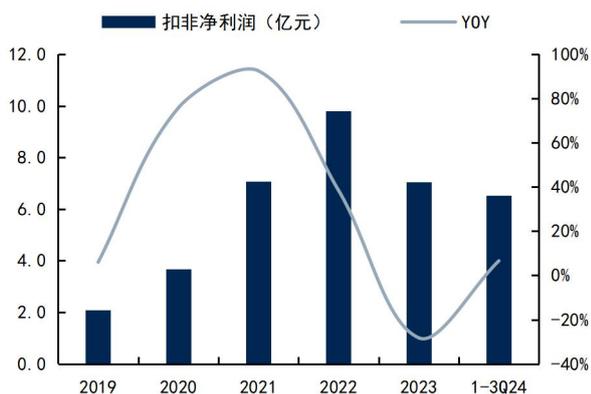
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构



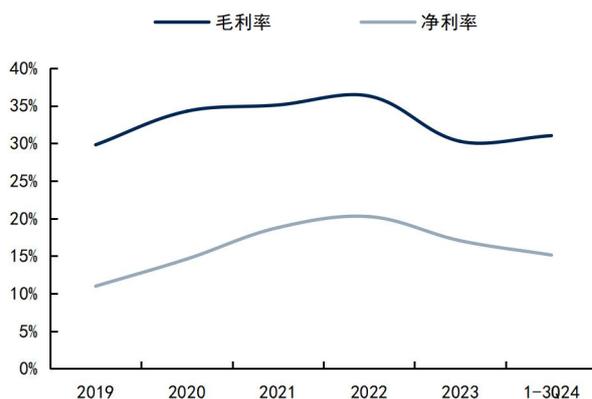
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年扣非净利润及增速 (亿元、%)



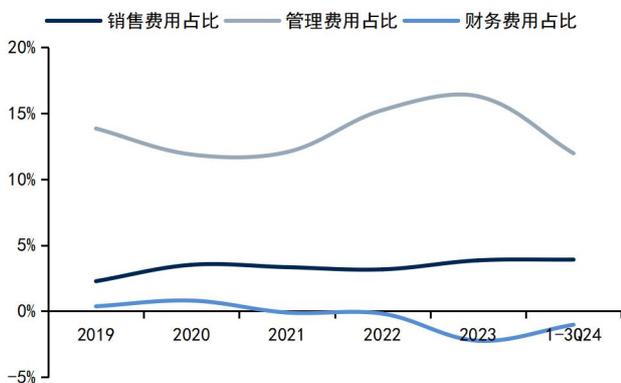
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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	3422	4009	5169	营业收入	5404	5410	6011	6916	8116
应收款项	1243	1541	1712	1970	2312	营业成本	3442	3773	4108	4714	5465
存货净额	1213	1145	1203	1298	1430	营业税金及附加	16	39	43	50	59
其他流动资产	547	354	389	499	626	销售费用	171	208	245	282	331
流动资产合计	4461	6559	6726	7776	9536	管理费用	271	333	298	338	395
固定资产	3376	4201	4691	4964	4738	研发费用	293	356	424	488	573
无形资产及其他	130	212	203	195	186	财务费用	(11)	(122)	(101)	(65)	(64)
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	(0)	57	57
资产总计	9483	12627	13276	14591	16116	其他	28	56	27	7	11
短期借款及交易性金融负债	376	999	600	658	752	营业利润	1263	1054	1056	1208	1466
应付款项	1450	1427	1578	1793	2079	营业外净收支	(12)	(13)	(12)	(12)	(13)
其他流动负债	239	281	307	349	405	利润总额	1250	1041	1043	1196	1453
流动负债合计	2065	2708	2485	2800	3236	所得税费用	157	120	125	143	174
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	920	1055	1282
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	3955	4562	5228	净利润	1094	922	918	1052	1279
少数股东权益	185	440	438	435	432	资产减值准备	50	80	0	1	1
股东权益	6153	8246	8883	9594	10457	折旧摊销	337	530	518	635	735
负债和股东权益总计	9483	12627	13276	14591	16116	公允价值变动损失	(42)	(186)	0	(58)	(58)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	6	(14)	(101)	(65)	(64)
每股收益	2.07	1.70	1.69	1.94	2.36	营运资本变动	(55)	(346)	151	143	29
每股红利	0.25	0.56	0.55	0.63	0.77	其它	(591)	(86)	101	65	63
每股净资产	12.00	15.19	16.35	17.66	19.25	经营活动现金流	798	899	1587	1773	1985
ROIC	18%	9%	9%	10%	13%	资本开支	(837)	(457)	(1000)	(900)	(500)
ROE	17%	11%	10%	11%	12%	其它投资现金流	75	1	0	0	0
毛利率	36%	30%	32%	32%	33%	投资活动现金流	(763)	(456)	(1000)	(900)	(500)
EBIT Margin	22%	13%	15%	15%	16%	权益性融资	42	1558	17	0	0
EBITDA Margin	29%	23%	23%	24%	25%	负债净变化	300	(5)	0	0	0
收入增长	23%	0%	11%	15%	17%	支付股利、利息	(130)	(302)	(301)	(345)	(419)
净利润增长率	38%	-13%	-0%	15%	22%	其它融资现金流	71	299	(400)	59	94
资产负债率	35%	35%	33%	34%	35%	融资活动现金流	283	1551	(683)	(286)	(325)
息率	0.5%	1.1%	1.1%	1.3%	1.6%	现金净变动	371	2045	(96)	587	1160
P/E	23.5	28.6	28.7	25.0	20.6	货币资金的期初余额	1059	1429	3475	3379	3966
P/B	4.1	3.2	3.0	2.8	2.5	货币资金的期末余额	1429	3475	3379	3966	5126
EV/EBITDA	18.1	24.7	21.5	18.4	15.6	企业自由现金流	504	347	454	798	1402
						权益自由现金流	875	641	82	896	1552

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