

## 营收同环比增长，毛利率环比改善

### 核心观点

- 公司三季度营收 27.1 亿元，同环比分别增长 8%和 3%，毛利润 7.7 亿元，环比增长 11%，毛利率 28.43%，环比改善 2.09 个百分点。归母净利润 2.19 亿元，同比下滑 21%，主要受行业景气度影响。公司保持高研发强度，三季度研发费用 3.15 亿元，仅次于 3Q23 的 3.22 亿元。
- **产品与方案各产品线进展顺利。**重点产品终端领域转型升级方面，MOSFET 市场在汽车、通信、工控等中高端领域份额持续提升，预计 25 年将继续增长；IGBT 产品在工业和汽车电子领域的销售占比超 70%，其中电机驱动营收大幅增长，车规产品稳定上量；第三代半导体持续向中高端应用推广，SiC JBS 和 SiC MOS 产品围绕汽车电子、充电桩、光伏逆变、服务器电源等领域全面推广上量；氮化镓在手机快充、LED 电源应用外，不断拓展工控、通讯领域，产品系列丰富，性能显著提升。
- **汽车和 AI 应用带来需求增量。**公司汽车业务的目标是更多产品进入主驱、电机控制等核心应用，通过产品组合形成解决方案，不断提升市场份额和综合竞争力。除了汽车功率器件，汽车功率 IC 及 MCU 等产品的国产化应用趋势也给公司带来机遇。公司中低压 MOS、高压 MOS、SiC 产品可应用于 AI 设备、算力设备及大型服务器场景中，正处于快速上量阶段。
- **代工业务应用丰富。**公司代工业务受益于 BCD 特色工艺优势、客户基础稳定等因素，同时积极调整产品结构，高等级产品销售占比稳步提升，在 BMS、隔离器、POE、IOT 等多个领域实现突破，并在代工工艺平台实现汽车级产品验证，公司 0.11um BCD、0.15um 高性能 BCD、新一代 HVIC、CMOS-MEMS 单芯片集成喷墨打印头等多平台技术产品进入风险量产。自今年二季度起，6、8 吋产能利用率均在 90%以上，四季度基本保持满载状态。今年的产能增长主要来自于重庆 12 吋线，年底实现满产；2025 年起增量主要依靠深圳 12 吋线，预计今年年底通线，明后两年逐步爬坡。公司预计明年行业景气度将好于今年，市场需求有望增加。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 24-26 年每股净资产为 16.78/17.46/18.40 元（原 24-25 年预测为 17.58/19.48 元，主要下调了营收、毛利率和投资收益，上调研发费用率），选择可比公司 24 年平均 3.87 倍 PB 进行估值，对应目标价为 64.93 元，维持买入评级。

### 风险提示

- 新业务进展不及预期；下游市场景气度复苏不及预期；投资收益波动风险。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,060	9,901	10,985	12,799	14,927
同比增长(%)	9%	-2%	11%	17%	17%
营业利润(百万元)	2,537	1,667	890	1,127	1,583
同比增长(%)	8%	-34%	-47%	27%	40%
归属母公司净利润(百万元)	2,617	1,479	783	977	1,352
同比增长(%)	15%	-43%	-47%	25%	38%
每股收益(元)	1.98	1.12	0.59	0.74	1.02
毛利率(%)	36.7%	32.2%	27.4%	28.2%	28.8%
净利率(%)	26.0%	14.9%	7.1%	7.6%	9.1%
净资产收益率(%)	14.0%	7.1%	3.6%	4.3%	5.7%
市盈率	28.4	50.2	94.9	76.1	55.0
市净率	3.7	3.4	3.3	3.2	3.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2024年11月12日）	56.13 元
目标价格	64.93 元
52 周最高价/最低价	65/33.06 元
总股本/流通 A 股（万股）	132,352/132,352
A 股市值（百万元）	74,289
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2024 年 11 月 14 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	9.67	7.84	52.49	8.08
相对表现%	8.65	2.73	29.64	-5.84
沪深 300%	1.02	5.11	22.85	13.92



### 证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

### 联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
----	--------------------------

### 相关报告

大力投入研发，新产品进展顺利	2023-11-03
----------------	------------

## 盈利预测与投资建议

我们预测公司 24-26 年每股净资产为 16.78、17.46、18.40 元（原 24-25 年预测为 17.58、19.48 元），主要受行业景气度影响，根据 24 年半年报和三季报情况，下调了公司主营业务收入、毛利率和投资收益，上调了研发费用率。我们选择可比公司 24 年平均 3.87 倍 PB 进行估值，对应目标价为 64.93 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股净资产(元)				一致预期 PB			
			2024/11/12	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E
时代电气	688187	51.45	26.12	28.72	31.28	34.32	1.97	1.79	1.64	1.50
士兰微	600460	33.30	7.22	7.27	7.48	7.84	4.61	4.58	4.45	4.25
扬杰科技	300373	50.38	15.18	16.45	18.17	20.37	3.32	3.06	2.77	2.47
新洁能	605111	38.48	8.77	9.70	10.88	12.36	4.39	3.97	3.54	3.11
中芯国际	688981	101.11	17.87	18.92	19.61	20.43	5.66	5.34	5.16	4.95
	最大值						5.66	5.34	5.16	4.95
	最小值						1.97	1.79	1.64	1.50
	平均数						3.99	3.75	3.51	3.26
	调整后平均						4.11	3.87	3.59	3.28

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 风险提示

新业务进展不及预期；下游市场景气度复苏不及预期；投资收益波动风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	12,700	11,737	11,266	11,937	13,164	营业收入	10,060	9,901	10,985	12,799	14,927
应收票据、账款及款项融资	1,903	2,226	2,470	2,878	3,356	营业成本	6,367	6,710	7,971	9,185	10,622
预付账款	61	63	70	81	95	销售费用	168	167	153	159	162
存货	1,876	1,966	2,335	2,691	3,112	管理费用	548	655	665	733	825
其他	109	116	118	121	125	研发费用	921	1,154	1,176	1,326	1,494
<b>流动资产合计</b>	<b>16,649</b>	<b>16,107</b>	<b>16,258</b>	<b>17,708</b>	<b>19,852</b>	财务费用	(301)	(245)	(176)	(178)	(197)
长期股权投资	1,498	3,922	3,922	3,922	3,922	资产、信用减值损失	58	33	32	25	25
固定资产	4,760	6,541	6,999	6,704	6,262	公允价值变动收益	125	(7)	0	0	0
在建工程	1,568	765	1,060	1,118	1,032	投资净收益	85	86	(470)	(630)	(632)
无形资产	498	361	316	270	225	其他	27	163	197	207	220
其他	1,485	1,520	1,549	1,537	1,537	<b>营业利润</b>	<b>2,537</b>	<b>1,667</b>	<b>890</b>	<b>1,127</b>	<b>1,583</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,809</b>	<b>13,108</b>	<b>13,846</b>	<b>13,550</b>	<b>12,978</b>	营业外收入	121	23	24	24	24
<b>资产总计</b>	<b>26,458</b>	<b>29,215</b>	<b>30,104</b>	<b>31,258</b>	<b>32,830</b>	营业外支出	5	3	3	4	3
短期借款	0	22	22	22	22	<b>利润总额</b>	<b>2,653</b>	<b>1,687</b>	<b>911</b>	<b>1,147</b>	<b>1,604</b>
应付票据及应付账款	1,344	1,182	1,405	1,618	1,872	所得税	53	249	128	161	225
其他	3,125	3,063	3,082	3,114	3,152	<b>净利润</b>	<b>2,599</b>	<b>1,438</b>	<b>784</b>	<b>987</b>	<b>1,379</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4,469</b>	<b>4,268</b>	<b>4,509</b>	<b>4,755</b>	<b>5,046</b>	少数股东损益	(18)	(41)	1	10	28
长期借款	927	907	907	907	907	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,617</b>	<b>1,479</b>	<b>783</b>	<b>977</b>	<b>1,352</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	1.98	1.12	0.59	0.74	1.02
其他	367	410	410	410	410						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,294</b>	<b>1,317</b>	<b>1,317</b>	<b>1,317</b>	<b>1,317</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>5,762</b>	<b>5,585</b>	<b>5,826</b>	<b>6,072</b>	<b>6,363</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	715	2,072	2,073	2,083	2,111	成长能力					
实收资本 (或股本)	1,218	1,218	1,221	1,221	1,221	营业收入	9%	-2%	11%	17%	17%
资本公积	13,840	14,205	14,202	14,202	14,202	营业利润	8%	-34%	-47%	27%	40%
留存收益	4,583	5,797	6,443	7,342	8,596	归属于母公司净利润	15%	-43%	-47%	25%	38%
其他	340	338	338	338	338	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>20,696</b>	<b>23,630</b>	<b>24,278</b>	<b>25,186</b>	<b>26,468</b>	毛利率	36.7%	32.2%	27.4%	28.2%	28.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26,458</b>	<b>29,215</b>	<b>30,104</b>	<b>31,258</b>	<b>32,830</b>	净利率	26.0%	14.9%	7.1%	7.6%	9.1%
						ROE	14.0%	7.1%	3.6%	4.3%	5.7%
						ROIC	10.9%	5.2%	2.5%	3.2%	4.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	21.8%	19.1%	19.4%	19.4%	19.4%
净利润	2,599	1,438	784	987	1,379	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	755	730	1,013	1,098	1,175	流动比率	3.73	3.77	3.61	3.72	3.93
财务费用	(301)	(245)	(176)	(178)	(197)	速动比率	3.25	3.26	3.02	3.09	3.24
投资损失	(85)	(86)	470	630	632	营运能力					
营运资金变动	215	(591)	(426)	(576)	(677)	应收账款周转率	9.9	8.5	8.4	8.6	8.6
其它	(125)	491	(703)	43	51	存货周转率	3.3	3.1	3.3	3.3	3.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,058</b>	<b>1,738</b>	<b>962</b>	<b>2,004</b>	<b>2,363</b>	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
资本支出	(2,180)	(1,537)	(1,003)	(803)	(603)	每股指标 (元)					
长期投资	(210)	(2,342)	0	0	0	每股收益	1.98	1.12	0.59	0.74	1.02
其他	335	(2,526)	(470)	(630)	(632)	每股经营现金流	2.51	1.43	0.79	1.64	1.94
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,056)</b>	<b>(6,405)</b>	<b>(1,473)</b>	<b>(1,433)</b>	<b>(1,235)</b>	每股净资产	15.10	16.29	16.78	17.46	18.40
债权融资	56	(13)	0	0	0	估值比率					
股权融资	109	365	(0)	0	0	市盈率	28.4	50.2	94.9	76.1	55.0
其他	125	3,299	39	99	99	市净率	3.7	3.4	3.3	3.2	3.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>290</b>	<b>3,651</b>	<b>39</b>	<b>99</b>	<b>99</b>	EV/EBITDA	21.9	30.5	38.0	32.1	25.6
汇率变动影响	163	53	-0	-0	-0	EV/EBIT	29.4	46.2	91.8	69.1	47.3
<b>现金净增加额</b>	<b>1,456</b>	<b>(963)</b>	<b>(471)</b>	<b>671</b>	<b>1,227</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。