着力新能源汽车市场，SiC 项目进展顺利

核心观点

- **着力新能源市场，车规级 IGBT 模块持续放量。**2024 年，公司基于第七代微沟槽 Trench Field Stop 技术的 750V 的车规级 IGBT 模块在 2023 年开始大批装车的基础上持续放量配套更多的整车品牌，1200V 车规级 IGBT 模块开始批量装车，同时新增多个 800V 系统车型的主电机控制器项目定点。公司和深蓝汽车战略深入合作，合资公司重庆安达半导体将围绕 IGBT、SiC 等车规级功率模块开展工作，共同推进下一代功率半导体在新能源汽车领域的商业化应用，目前处于项目建设阶段，进展顺利。
- **SiC 业务顺利开展。**公司 SiC 业务进展顺利，23 年上半年公司应用于乘用车主电机控制器的 SiC MOSFET 模块持续放量，同时公司新增多个使用车规级 SiC MOSFET 模块的 800V 系统的主电机控制器项目定点，对未来该模块销售增长提供持续动力；另一方面，公司使用自主 SiC MOSFET 芯片的车规级 SiC MOSFET 模块在主电机控制器客户完成验证并小批量出货。公司高压特色工艺功率芯片研发及产业化项目亦顺利开展，目前处于建设阶段。
- **重视海外市场的发展,海外市场进展顺利。**公司车规级 IGBT 模块继续在欧洲、印度、北美等国家和地区持续大批量稳定交付，并保持快速增长趋势。此外,公司还获得了美国德纳公司颁发的“2023 Lead Electric Propulsion”奖项；在工业控制行业，公司也得到了多家海外头部工控客户的认可。2024 年公司获得了施耐德颁发的“2023 年度优秀新晋供应商奖”、丹佛斯颁发的“2023 Best VAVE Supplier”等。公司将持续加大海外市场开拓力度,开发更多海外客户，助力公司实现更好的发展。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 6.43、8.56、10.84 亿元（原预测 24-25 年为 11.99、14.79 亿元，主要根据行业景气度下调了主营业务营业收入和毛利率水平，上调了费用率水平），根据可比公司 25 年平均 35 倍 PE 估值水平，对应 125.30 元人民币目标价，维持买入评级。

风险提示

- 下游需求增长不及预期、行业竞争格局不及预期、产品研发和放量进展不及预期。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,705	3,663	3,485	4,434	5,318
同比增长(%)	*59%*	*35%*	*-5%*	*27%*	*20%*
营业利润(百万元)	927	1,057	736	980	1,241
同比增长(%)	*106%*	*14%*	*-30%*	*33%*	*27%*
归属母公司净利润(百万元)	818	911	643	856	1,084
同比增长(%)	*105%*	*11%*	*-29%*	*33%*	*27%*
每股收益（元）	3.41	3.80	2.69	3.58	4.53
毛利率(%)	40.3%	37.5%	32.1%	33.9%	34.8%
净利率(%)	30.2%	24.9%	18.5%	19.3%	20.4%
净资产收益率(%)	15.2%	15.0%	9.7%	12.0%	13.7%
市盈率	25.2	22.6	32.0	24.0	19.0
市净率	3.6	3.2	3.0	2.8	2.5

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.

投资评级

	买入 （维持）
股价（2025年01月24日）	85.93 元
目标价格	125.30 元
52 周最高价/最低价	118.66/66.66 元
总股本/流通 A 股（万股）	23,947/23,947
A 股市值（百万元）	20,578
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 01 月 30 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.51	-10.23	-12.55	-25.32
相对表现%	-1.05	-6.44	-10.11	-42.28
沪深 300%	0.54	-3.79	-2.44	16.96

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

新能源市场份额持续提升，SiC 业务顺利开展 2023-12-01

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。

盈利预测与投资建议

我们预测公司 24-26 年每股收益分别 6.43、8.56、10.84 亿元（原预测 24-25 年为 11.99、14.79 亿元），主要根据行业景气度情况，下调了主营业务营业收入和毛利率水平，上调了费用率水平。根据可比公司 25 年平均 35 倍 PE 估值水平，对应 125.30 元人民币目标价，维持买入评级。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2025/1/24	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
宏微科技	688711	16.58	0.55	0.22	0.48	0.76	30.38	76.34	34.72	21.81
东微半导	688261	40.05	1.14	0.60	1.04	1.63	35.05	66.77	38.57	24.50
士兰微	600460	25.85	-0.02	0.07	0.28	0.44	-1202.33	391.67	93.76	59.33
三安光电	600703	11.65	0.07	0.21	0.35	0.52	158.50	56.72	32.97	22.43
扬杰科技	300373	44.13	1.70	1.74	2.13	2.67	25.95	25.40	20.67	16.55
	最大值						157.82	391.67	93.76	59.33
	最小值						-1183.26	25.40	20.67	16.55
	平均数						-186.89	123.38	44.14	28.92
	调整后平均						30.33	66.61	35.42	22.91

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

下游需求增长不及预期、行业竞争格局不及预期、产品研发和放量进展不及预期。

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。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,868	1,911	2,773	2,931	3,262
应收票据、账款及款项融资	767	1,103	683	864	1,027
预付账款	10	37	22	30	41
存货	702	1,261	1,066	1,402	1,711
其他	812	54	352	363	349
流动资产合计	**5,159**	**4,366**	**4,895**	**5,590**	**6,390**
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	668	1,506	1,355	1,205	1,054
在建工程	958	1,668	2,186	2,489	2,792
无形资产	90	105	100	96	91
其他	254	839	404	505	583
非流动资产合计	**1,969**	**4,117**	**4,045**	**4,294**	**4,520**
资产总计	**7,128**	**8,484**	**8,940**	**9,885**	**10,910**
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	479	568	573	769	870
其他	100	124	93	90	97
流动负债合计	**579**	**691**	**667**	**859**	**967**
长期借款	664	1,042	1,248	1,308	1,368
应付债券	0	0	0	0	0
其他	144	255	161	175	185
非流动负债合计	**808**	**1,297**	**1,409**	**1,483**	**1,554**
负债合计	**1,387**	**1,989**	**2,075**	**2,342**	**2,520**
少数股东权益	3	59	61	62	65
实收资本（或股本）	171	171	239	239	239
资本公积	3,989	4,019	3,951	3,951	3,951
留存收益	1,579	2,244	2,614	3,290	4,134
其他	(1)	1	0	0	0
股东权益合计	**5,741**	**6,495**	**6,865**	**7,543**	**8,389**
负债和股东权益总计	**7,128**	**8,484**	**8,940**	**9,885**	**10,910**

现金流量表

单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	821	921	644	858	1,086
折旧摊销	61	109	155	155	155
财务费用	(102)	(70)	28	29	29
投资损失	(12)	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(281)	(729)	583	(347)	(361)
其它	181	154	335	(92)	(71)
经营活动现金流	**668**	**383**	**1,743**	**601**	**837**
资本支出	(1,092)	(1,666)	(518)	(303)	(303)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	(132)	155	(266)	8	7
投资活动现金流	**(1,225)**	**(1,511)**	**(784)**	**(295)**	**(296)**
债权融资	563	380	204	61	60
股权融资	43	31	(0)	0	0
其他	(153)	(241)	(301)	(209)	(269)
筹资活动现金流	**452**	**170**	**(97)**	**(148)**	**(209)**
汇率变动影响	1	2	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**(103)**	**(957)**	**862**	**158**	**332**

利润表

单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	**2,705**	**3,663**	**3,485**	**4,434**	**5,318**
营业成本	1,615	2,289	2,365	2,930	3,468
销售费用	31	38	29	36	42
管理费用	71	81	96	117	129
研发费用	189	287	312	384	456
财务费用	(102)	(70)	28	29	29
资产、信用减值损失	11	13	(0)	1	1
公允价值变动收益	8	4	4	6	5
投资净收益	12	2	2	2	2
其他	18	25	75	35	40
营业利润	**927**	**1,057**	**736**	**980**	**1,241**
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	13	0	0	0
利润总额	**927**	**1,044**	**736**	**980**	**1,241**
所得税	106	123	92	123	155
净利润	**821**	**921**	**644**	**858**	**1,086**
少数股东损益	3	10	1	2	2
归属于母公司净利润	**818**	**911**	**643**	**856**	**1,084**
每股收益（元）	3.41	3.80	2.69	3.58	4.53

主要财务比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	59%	35%	-5%	27%	20%
营业利润	106%	14%	-30%	33%	27%
归属于母公司净利润	105%	11%	-29%	33%	27%
获利能力					
毛利率	40.3%	37.5%	32.1%	33.9%	34.8%
净利率	30.2%	24.9%	18.5%	19.3%	20.4%
ROE	15.2%	15.0%	9.7%	12.0%	13.7%
ROIC	12.7%	12.5%	8.5%	10.4%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	19.5%	23.4%	23.2%	23.7%	23.1%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	8.91	6.31	7.34	6.51	6.61
速动比率	7.69	4.49	5.74	4.87	4.84
营运能力					
应收账款周转率	6.1	5.9	5.1	5.7	5.6
存货周转率	2.9	2.3	2.0	2.4	2.2
总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5
每股指标（元）					
每股收益	3.41	3.80	2.69	3.58	4.53
每股经营现金流	3.91	2.24	7.28	2.51	3.49
每股净资产	23.96	26.87	28.41	31.24	34.76
估值比率					
市盈率	25.2	22.6	32.0	24.0	19.0
市净率	3.6	3.2	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	23.7	19.1	22.8	18.0	14.7
EV/EBIT	25.4	21.3	27.4	20.8	16.5

资料来源：东方证券研究所

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。

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

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。