

扬杰科技 (300373)

证券研究报告

2025年04月13日

需求回暖带动营收向上，收购协同有望加速业务发展

24年下游需求回升，结构优化带动盈利能力提升

扬杰科技实行多品牌 + 双循环及品牌产品差异化的业务模式，YJ品牌产品主攻国内和亚太市场，MCC品牌产品主打欧美市场，实现了多品牌产品的全球市场渠道覆盖。公司发布2024年年报，2024年公司实现营收60.33亿，同比增长11.53%；归母净利润10.02亿，同比增长8.5%。24Q4单季度毛利率38.75%，环比+5.16个百分点；单季度净利率20.59%，环比+4.78个百分点。核心增长驱动包括：汽车电子营收增超60%，工业与消费电子均增超20%；新产品扩展与降本增效推动毛利率持续改善，叠加全球半导体行业复苏及新客户与新品上量，公司整体竞争力进一步增强。

收购拓展产品矩阵，协同效应有望加速提升竞争力

扬杰科技自2015年起通过一系列战略收购加速产业链整合与技术升级，形成了覆盖功率半导体全链条的核心竞争力。2015-2017年，公司通过收购国宇电子、全资收购美微科及控股成都青洋，完成双品牌矩阵搭建与上游材料布局；2018-2024年，与东晨电子成立杰芯半导体强化MOS/IGBT技术协同，2022-2023年陆续共计收购楚微半导体70%股权，2025年拟收购贝特电子100%股权，拓展电力电子保护元件业务，与现有功率器件形成协同，布局新能源汽车等场景的电路保护解决方案。

2025年公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买贝特电子100%股份

公司通过收购标的公司贝特电子，将进一步完善在电力电子保护领域的战略布局。协同效应包含：1) 拓展产品线矩阵，强化上市公司在电力电子领域的综合服务能力；2) 下游客户方面具有高度的市场协同性，有利于为客户提供多品类的产品、服务以及全面的电子电路保护解决方案；3) 通过共享研发成果，推动技术整合，进一步提升研发能力与技术积累。双方有望在产品布局、研发创新、客户服务及渠道网络等方面形成深度协同，显著提升上市公司在功率半导体领域的综合竞争力。

投资建议：公司产品广泛应用于消费类电子、安防、工控、汽车电子、新能源等领域，随着下游应用需求复苏带动公司业务增长。我们预计公司2025~2027归母净利润分别为12.56、14.85、17.28亿元。可比公司方面，根据wind一致预测，25年平均PE为29.8倍，给予公司28倍PE，对应市值为351.68亿元，对应价格64.68元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险、行业竞争加剧风险、技术迭代不如预期风险、国际政治经济环境风险、交易审批风险、交易调整与收购整合风险

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,409.83	6,033.38	7,268.73	8,458.55	9,626.05
增长率(%)	0.12	11.53	20.48	16.37	13.80
EBITDA(百万元)	1,883.96	2,058.38	2,014.99	2,292.47	2,599.98
归属母公司净利润(百万元)	923.93	1,002.45	1,256.37	1,484.94	1,727.50
增长率(%)	(12.85)	8.50	25.33	18.19	16.33
EPS(元/股)	1.71	1.84	2.31	2.73	3.18
市盈率(P/E)	27.43	25.37	20.24	17.12	14.72
市净率(P/B)	3.07	2.90	2.61	2.34	2.08
市销率(P/S)	4.68	4.21	3.50	3.01	2.64
EV/EBITDA	8.95	10.07	11.34	9.79	8.66

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/半导体
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	46.8元
目标价格	64.68元

基本数据

A股总股本(百万股)	543.35
流通A股股本(百万股)	542.15
A股总市值(百万元)	25,428.68
流通A股市值(百万元)	25,372.52
每股净资产(元)	16.13
资产负债率(%)	35.80
一年内最高/最低(元)	54.48/33.20

作者

潘暾	分析师
SAC执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
程如莹	分析师
SAC执业证书编号：S1110521110002	
chengruiying@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《扬杰科技-半年报点评:22H1维持高速增长,IGBT+SiC掘金新能源旺盛需求》
2022-08-14
- 《扬杰科技-季报点评:22Q1超预期,新能源&海外需求带动业务快速增长》
2022-05-09
- 《扬杰科技-首次覆盖报告:光伏IGBT领先者,功率长跑健将开启新一轮成长》
2022-03-05

内容目录

1. 下游需求回升，结构优化带动盈利能力提升.....	3
2. 收购拓展产品矩阵，协同效应有望加速提升竞争力.....	4
3. 投资建议.....	6
4. 风险提示.....	7

图表目录

图 1：公司产品线布局齐全	3
图 2：公司营业收入拆分（单位：亿元）	3
图 3：公司营业收入按照地区拆分（单位：亿元）	4
图 4：贝特电子营收与归母净利（单位：亿元，%）	5
图 5：贝特电子主营业务构成（单位：亿元）	5
图 6：贝特电子客户情况.....	6
表 1：主营业务拆分预测（亿元）	7
表 2：可比公司（参考交易日：2025/4/11）	7

1. 下游需求回升，结构优化带动盈利能力提升

IDM 和 Fabless 并行，完善功率器件产品布局。公司凭借前瞻的市场布局、持续的技术创新、优质的产品设计、科学的成本优化、较好的品质管控及快捷的交付能力，已发展成为国内少数集单晶硅片制造、芯片设计制造、器件设计封装测试、终端销售与服务等纵向产业链为一体的规模化企业。公司主营产品包含电力电子器件芯片、MOSFET、IGBT、小信号二三极管、整流桥等，产品广泛应用于消费类电子、安防、工控、汽车电子、新能源等诸多领域。

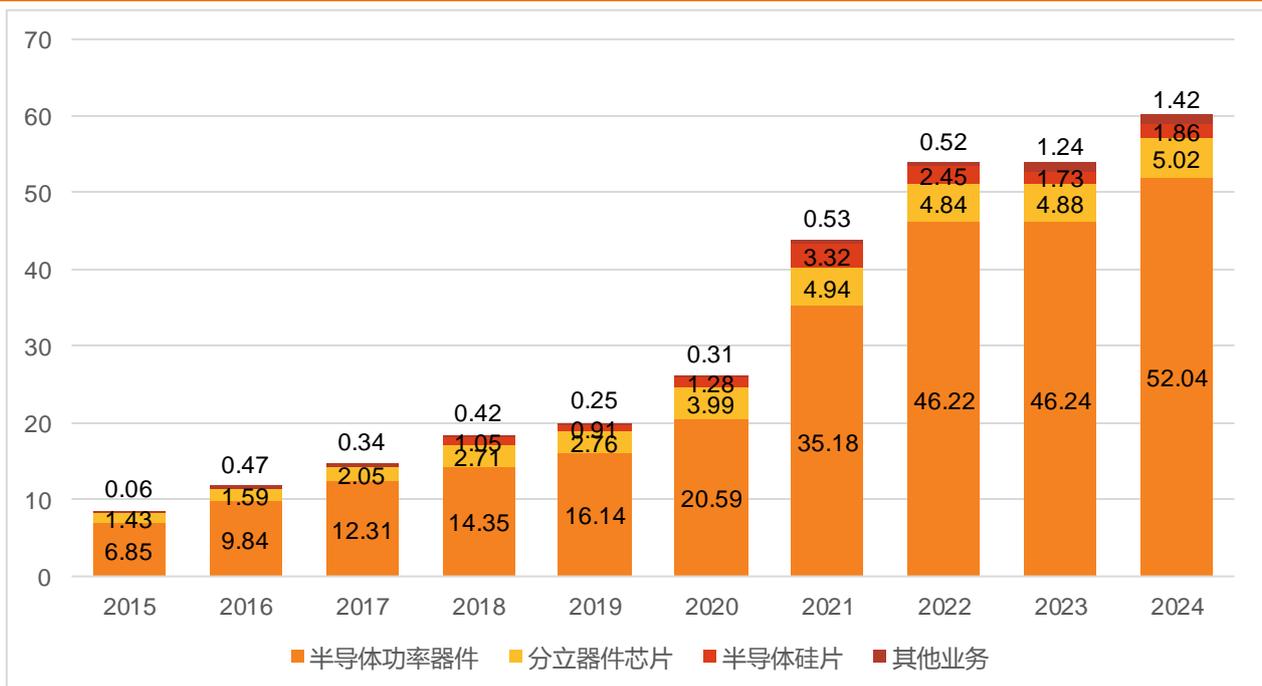
图 1：公司产品线布局齐全

分立器件		晶圆		集成电路					
汽车	整流器件	保护器件	小信号	MOSFET	SiC	IGBT	模块	平板型分立器件	
> 小信号开关二极管	> 整流桥	> 瞬态抑制二极管	> 小信号开关二极管	> ALL MOSFET	> SiC肖特基二极管单管	> IGBT模块	> 整流模块	> 普通晶闸管	
> 小信号肖特基二极管	> 普通整流二极管	> 晶闸浪涌保护器	> 小信号肖特基二极管	> 汽车电子MOSFET	> SiC MOSFET单管	> IGBT单管	> 快恢复模块	> 快速晶闸管	
> 小信号稳压管	> 快恢复二极管	> 静电保护二极管	> 小信号稳压管	> 高压MOSFET(500V-1000V)	> SiC二极管模块	> IGBT汽车电子	> 肖特基模块	> 普通整流管	
> 小信号三极管	> 超高效整流二极管	> 稳压管	> 小信号三极管	> SJ MOSFET	> SiC MOSFET模块		> 晶闸管模块	> 快恢复整流管	
> 整流二极管	> 超快恢复二极管	> 可控硅	> 小信号数字三极管	> SiC MOSFET	> 汽车SiC肖特基二极管		> 晶闸管混合模块	> 焊接整流管	
> 快恢复二极管	> 肖特基二极管	> 单向可控硅	> 功率三极管	> Planner MOSFET	> 汽车SiC MOSFET				
> 肖特基二极管	> 光伏二极管	> 双向可控硅	> 汽车电子小信号	> 中低压MOSFET(12V-400V)					
> 瞬态抑制二极管	> 汽车电子整流器件	> 汽车电子保护器件	> 小信号开关二极管	> N-Channel MOSFET					
> 静电保护二极管	> 整流二极管	> 瞬态抑制二极管	> 小信号肖特基二极管	> P-Channel MOSFET					
> MOSFET	> 快恢复二极管	> 静电保护二极管	> 小信号稳压管	> NP MOSFET(12V-300V)					
> 功率三极管	> 肖特基二极管	> 功率稳压管	> 功率三极管	> Complementary MOSFET					
> 小信号数字三极管			> 小信号数字三极管	> Dual N-Channel MOSFET					
> 功率稳压管			> 小信号数字三极管	> Dual P-Channel MOSFET					
> SiC汽车电子				> Half bridge MOSFET					
> IGBT汽车电子									

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司深度布局 MOSFET、IGBT、第三代半导体等高端领域，主营产品主要分为三大板块，具体包括材料板块（单晶硅棒、硅片、外延片）、晶圆板块（5 吋、6 吋、8 吋硅基及 6 吋碳化硅等各类电力电子器件芯片）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）。整流桥、光伏二极管等产品位居全球领先地位，并在多个新兴细分市场保持较高占有率。凭借突出的综合实力，公司连续多年位列中国半导体功率器件十强企业前三甲，2024 年更成功斩获多家国际标杆 Tier1 客户认证，技术及产品获得行业主流客户广泛认可。

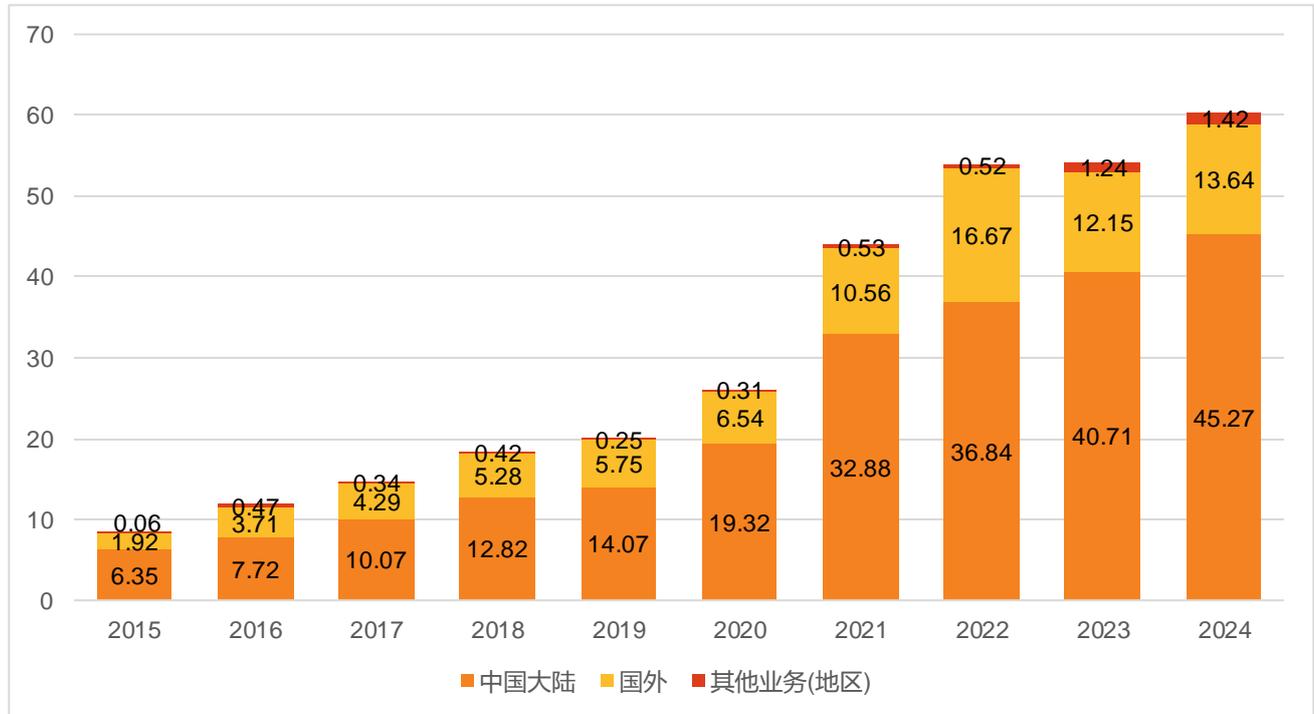
图 2：公司营业收入拆分（单位：亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司采用“多品牌”+“双循环”及品牌产品差异化的业务模式：“YJ”品牌产品聚焦国内与亚太市场，“MCC”品牌产品主打欧美市场，通过双品牌布局实现了全球市场渠道的全覆盖。同时，公司持续拓展国内外销售及技术网络的辐射范围，为终端客户提供直接的专业产品与技术支持服务，并依托全球供应链能力保障产品按时、保质、保量交付，不断提升国际化服务水平。凭借优质的市场服务、完善的营销网络布局以及高性能的产品质量，公司已在国内国际市场树立了良好的品牌形象。

图 3：公司营业收入按照地区拆分（单位：亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收 60.33 亿，同比增长 11.53%；归母净利润 10.02 亿，同比增长 8.5%。24Q4 单季度毛利率 38.75%，环比+5.16 个百分点；单季度净利率 20.59%，环比+4.78 个百分点。汽车电子业务在客户端及应用场景实现突破，营收同比上升超 60%，增长动能强劲；工业、消费电子领域受益于国家“两新”政策落地及需求回升，营收同比均超 20%。海外市场方面，伴随海外去库存阶段结束、越南工厂建设投产，海外客户采购意向增强，订单量持续增加，海外业务销售收入环比同比稳定增长，拉动整体营收与毛利提升。公司自二季度起，新产品扩展与降本举措成效显著，推动整体毛利率稳步提升。此外，全球半导体行业温和复苏，下游应用领域景气度回升、新客户及新品上量带动成长。

随着新能源汽车、清洁能源等产业的快速发展，以 SiC、GaN 为代表的第三代半导体器件展现出显著优势，其耐高温、耐高压特性正在替代传统硅基器件。据 Yole 预测，2027 年碳化硅器件市场规模有望达 62.97 亿美元，复合增长率 34%。与此同时，2025 年人形机器人产业有望进入量产阶段，根据觅途咨询机构预测，全球市场规模保守估计有望达到 6 亿美元，到 2030 年有望突破 305 亿美元。功率器件在人形机器人的 AI 决策、运动控制和机械结构中发挥关键作用，同时支撑 AI 服务器的电源转换、功率放大与电路保护。据 Trend Force 预估，2025 年全球 AI 服务器出货量有望达到近 28%，其中碳化硅 MOSFET、IGBT 等器件在电源管理、PFC 电路等环节实现高效应用，推动半导体产业向智能化、高可靠性方向持续升级。

2. 收购拓展产品矩阵，协同效应有望加速提升竞争力

扬杰科技公司重视内生式增长与外延式发展并举的发展战略，积极通过并购方式完善公司的产业链并丰富公司的产品谱系：

1. 早期布局与多品牌业务模式（2015-2017 年）

2015 年 5 月公司与中国电子科技集团公司第五十五研究所等单位共同签署《扬州国宇电子有限公司出资权转让协议》，通过受让国宇电子 14.95% 股权进一步深化产业协同。本次投资有利于发挥协同效应，实现优势互补；同时，公司与中国电子科技集团公司第五十五研究所建立了良好的合作关系，为双方未来的深度合作奠定了良好的基础。2015 年 8 月，全资收购收购了运营“MCC”品牌并以半导体产品销售为主营业务的三家公司（Micro Commercial Components Corporation、美微科半导体股份有限公司、深圳市美微科半导体有限公司），构建起“MCC（国际）+YJ（国内）”双品牌矩阵。2017 年 11 月，收购成都青洋 60% 股权，实现上游关键原材料的内部配套，保证了功率半导体芯片及器件产品的优良品质，打通上游半导体材料领域。

2. 技术突破与产能扩张（2018-2024 年）

2018 年 2 月，与江苏东晨电子签署《合资协议》，共同出资设立宜兴杰芯半导体有限公司，双方同意在 MOS、IGBT 等业务方面进行合作。2022 年公司以公开摘牌方式收购了湖南楚微 40% 股权，并于 2023 年 3 月份完成另外 30% 股权收购，实现了对楚微的控股。进一步完善了公司在晶圆制造上的核心能力，形成了 5 寸、6 寸、8 寸完备的晶圆产品制造能力，强化了公司 IDM 模式为主的产业链。2023 年，公司发行 GDR 登陆瑞士证券交易所。

3. 产品线持续拓宽（2025 年至今）

2025 年 3 月，公司发布发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案公告，拟以发行股份及现金方式收购贝特电子 100% 股权，贝特电子主营电力电子保护元件（如熔断器、自恢复保险丝），与扬杰现有功率器件形成协同，在产品品类、技术研发、下游客户、销售渠道等方面形成积极的协同及互补关系，有助于提升公司主营业务的综合竞争力。

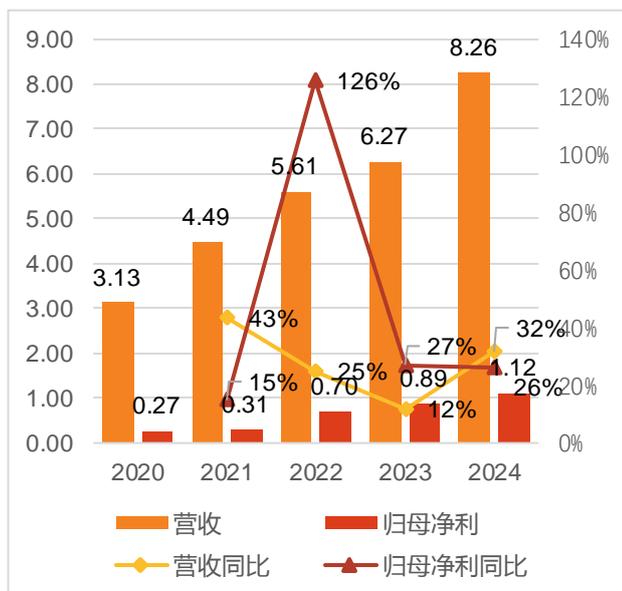
公司通过收购标的公司贝特电子，将进一步完善在电力电子保护领域的战略布局。协同效应包含：1）拓展产品线矩阵，强化上市公司在电力电子领域的综合服务能力；2）下游客户方面具有高度的市场协同性，有利于为客户提供多品类的产品、服务以及全面的电子电路保护解决方案；3）通过共享研发成果，推动技术整合，进一步提升研发能力与技术积累。双方有望在产品布局、研发创新、客户服务及渠道网络等方面形成深度协同，显著提升上市公司在功率半导体领域的综合竞争力。

东莞市贝特电子科技股份有限公司发展历程分为三个阶段：初创期，2015 年 10 月及之后创立 ADLER 品牌，设立子公司德国艾德乐，引入新能源领域高端人才，布局光伏及新能源汽车行业；2016 年 7 月投资参股东莞博钺，深化代工业务合作，实现新能源汽车熔断器量产；2017 年 1 月及之后设立子公司西安艾德乐，扩大新能源产品生产规模，并对自主设计生产的产品开展认证。拓展期，2017 年至 2019 年拓展新能源领域客户，批量交付光伏产品，客户质量逐步提升；2020 年 4 月及之后设立子公司东莞艾德乐，进一步扩大新能源领域产品生产规模，对 ADLER 品牌独立核算运营。扩张期，2021 年 8 月及之后，公司收购东莞博钺并取得控制权，整合 ASTM 品牌，提升新能源领域技术水平，协同发力新能源汽车、光伏、储能等领域，扩大新能源领域销售规模。

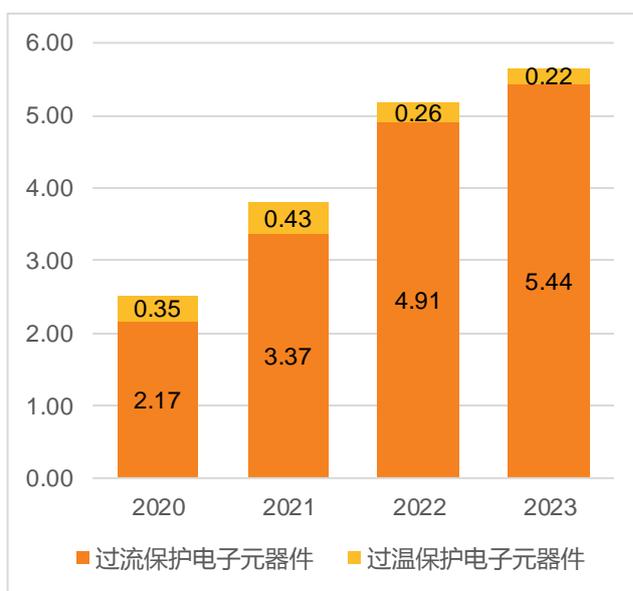
2020 年至 2024 年贝特电子实现营收分别为 3.13 亿、4.49 亿、5.61 亿、6.27 亿、8.26 亿元，年复合增长率 27.4%。2020 年至 2024 年实现归母净利润分别为 0.27 亿、0.31 亿、0.7 亿、0.89 亿、1.12 亿，年复合增长率为 42.7%。

图 4：贝特电子营收与归母净利润（单位：亿元，%）

图 5：贝特电子主营业务构成（单位：亿元）



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

贝特电子凭借齐全的产品矩阵（覆盖过流 / 过温保护元器件）、稳定的质量管控体系及专业的技术积累，已在汽车电子、光伏、储能、家用电器、消费电子等多领域与国内外知名企业形成长期稳定合作，客户群体既包括比亚迪汽车等新能源领域标杆企业，也涵盖传统家电龙头及消费电子巨头，充分印证其产品技术实力与品牌公信力。电力电子保护元器件作为保障设备安全可靠运行的核心部件，其下游客户在供应商选择上具有显著的认证周期长、合作黏性高的特点。行业惯例要求客户对供应商进行 6-24 个月的严格资质审查与产品验证，一旦建立合作关系后，出于对产品品质一致性及设备可靠性的考量，通常不会轻易更换供应商。

图 6: 贝特电子客户情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

3. 投资建议

公司主要业务包括半导体器件、半导体芯片与半导体硅片；在市场拓展方面，公司持续巩固传统领域优势地位，同步加速布局人工智能、汽车电子、清洁能源等高端市场。此外随着国内企业逐步突破高端产品在芯片设计、制程工艺等环节的核心技术壁垒，国产功率半导体产品在质量、性能及技术标准方面持续提升，品牌认可度显著增强，推动国内应用市场对进口器件的依赖度不断降低，国产替代与海外替代机遇加速显现，带动半导体功率器件业务增长。分立器件作为半导体产业的重要分支，稳定运行直接关系到电子器件安全及

工业系统寿命。根据 WSTS 统计，2024 年全球分立器件市场规模达 315.5 亿美元，未来将保持温和增长。在中国市场，国产替代与技术创新成为发展主线，全球贸易争端加速中高端功率器件国产化进程，替代逻辑从资本驱动转向内循环市场驱动，新基建、新能源、数字经济等领域的整机厂商正加速国产芯片验证与采购，有望带动分立器件芯片业务增长。根据公司 2024 年年报公告，2024 年公司实现营收 60.33 亿，同比增长 11.53%；归母净利 10.02 亿，同比增长 8.5%；受益于下游市场需求增长，叠加公司持续推进产品研发及收购协同效应，有望推动业务快速发展。公司产品广泛应用于消费类电子、安防、工控、汽车电子、新能源等领域，随着下游应用需求复苏带动公司业务增长。我们预计公司 2025~2027 年营收分别为 72.69、84.59、96.26 亿元，归母净利润分别为 12.56、14.85、17.28 亿元。

表 1：主营业务拆分预测（亿元）

	2024	2025E	2026E	2027E
半导体功率器件	20.59	35.18	46.22	46.24
毛利率	34.2%	33.9%	36.5%	30.4%
分立器件芯片/半导体硅片	3.99	4.94	4.84	4.88
毛利率	32.20%	39.93%	34.15%	23.33%
其他业务	1.28	3.32	2.45	1.73
毛利率	30.40%	34.47%	27.97%	21.44%

资料来源：wind，天风证券研究所

可比公司方面，公司主要产品为功率器件包含 MOSFET、IGBT、小信号等，并采用 IDM 和 Fabless 并行模式，因此我们选取斯达半导、新洁能、华润微作为可比公司。根据 wind 一致预测，25 年平均 PE 为 29.8 倍，给予公司 28 倍 PE，对应市值为 351.68 亿元，对应价格 64.68 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司（参考交易日：2025/4/11）

公司名称	净利润（亿元）			PE			市值（亿元）
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
斯达半导	6.2	8.5	10.8	32.9	24.1	19.0	204
新洁能	4.6	5.8	7.0	29.1	23.0	18.9	133
华润微	11.5	14.6		53.9	42.4		620

资料来源：Wind、天风证券研究所，wind 一致预期

4. 风险提示

宏观经济波动风险：经济增速、产业政策、信贷政策、税收政策、金融市场波动等宏观经济因素的变化，或影响下游行业需求，包括新能源汽车、光伏、储能、家用电器及消费电子等市场，近年来部分下游行业需求存在周期性波动风险。

行业竞争加剧风险：市场竞争若进一步加剧，且不能有效扩大经营规模和提升品牌影响力，维持公司产品及运营的稳定性，或面临行业竞争加剧风险。

技术迭代不如预期风险：公司所处行业发展迅速，技术、产品以及下游应用领域迭代更新速度快。公司在新材料、新技术、新产品等领域投入的节奏和速度，面临着高端产品设计工艺实现以及下游客户端选择应用机会的风险。

国际政治经济环境风险：近年来国际宏观环境复杂多变，汇率波动及地缘政治冲突加剧，导致国际贸易形势不确定性显著上升。以美国为首的部分国家和地区相继收紧半导体行业出口管制政策，并对中国制造的半导体产品加征关税，可能对国际市场供应体系、产品价格形成机制及跨境货币结算等领域产生不利影响。

交易审批风险：公司收购贝特电子交易能否取得相关的批准或核准，以及取得相关批准或核准的时间，均存在一定的不确定性。因此，本次交易能否最终成功实施存在不确定性，

如果本次重组无法获得上述批准、核准或同意的文件或不能及时取得上述文件，则本次重组可能由于无法进行而取消。

交易调整与收购整合风险：截至公司发布发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案公告日，公司收购贝特电子交易的审计、评估等工作尚未完成，交易对价等核心条款尚未最终确定，若后续无法和任一交易，或将导致本次重组方案发生调整。此外公司若收购贝特电子后，如整合未能顺利进行可能会对上市公司的经营产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,518.24	3,942.23	3,508.80	3,916.43	3,810.09
应收票据及应收账款	1,528.44	1,897.47	1,717.63	2,718.74	2,381.98
预付账款	59.69	26.08	148.42	47.15	150.76
存货	1,145.32	1,227.18	1,751.84	1,683.33	2,214.84
其他	306.86	653.52	657.88	598.54	702.82
流动资产合计	6,558.55	7,746.48	7,784.57	8,964.19	9,260.48
长期股权投资	62.37	18.80	18.80	18.80	18.80
固定资产	3,480.42	3,467.21	3,462.67	3,445.60	3,415.60
在建工程	720.26	1,359.31	2,094.22	2,939.37	3,911.29
无形资产	211.53	198.96	186.81	174.65	162.49
其他	1,593.79	1,480.85	1,368.30	1,385.92	1,355.29
非流动资产合计	6,068.38	6,525.14	7,130.80	7,964.33	8,863.47
资产总计	12,626.92	14,271.62	14,915.37	16,928.52	18,123.96
短期借款	553.97	1,056.00	1,024.32	993.59	963.78
应付票据及应付账款	1,427.48	1,991.99	1,820.02	2,684.20	2,549.26
其他	726.15	814.21	671.62	751.35	794.45
流动负债合计	2,707.61	3,862.20	3,515.96	4,429.14	4,307.50
长期借款	395.10	523.74	497.56	472.68	449.05
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	837.53	722.80	746.93	769.09	746.27
非流动负债合计	1,232.63	1,246.55	1,244.48	1,241.77	1,195.32
负债合计	3,940.23	5,108.75	4,760.45	5,670.91	5,502.82
少数股东权益	440.24	398.32	406.66	408.29	412.10
股本	543.01	543.35	543.35	543.35	543.35
资本公积	4,059.36	4,066.99	4,066.99	4,066.99	4,066.99
留存收益	3,681.08	4,218.64	5,162.34	6,280.94	7,642.30
其他	(37.00)	(64.44)	(24.42)	(41.95)	(43.60)
股东权益合计	8,686.69	9,162.87	10,154.92	11,257.61	12,621.14
负债和股东权益总计	12,626.92	14,271.62	14,915.37	16,928.52	18,123.96

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	921.55	1,000.62	1,256.37	1,484.94	1,727.50
折旧摊销	596.80	642.63	599.98	630.02	660.96
财务费用	(14.15)	19.82	(99.78)	(101.37)	(109.83)
投资损失	(55.40)	(52.42)	(38.19)	(45.21)	(43.40)
营运资金变动	(572.97)	(372.31)	(509.39)	108.47	(468.78)
其它	23.58	153.60	23.52	12.59	12.97
经营活动现金流	899.42	1,391.93	1,232.51	2,089.43	1,779.42
资本支出	1,024.89	1,244.78	1,294.07	1,423.77	1,613.54
长期投资	(404.23)	(43.57)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,076.25)	(2,289.53)	(2,598.90)	(2,845.34)	(3,177.13)
投资活动现金流	(455.59)	(1,088.33)	(1,304.84)	(1,421.58)	(1,563.59)
债权融资	740.15	785.66	(85.68)	124.18	46.64
股权融资	1,115.56	(160.07)	(275.42)	(384.40)	(368.81)
其他	(305.06)	(579.83)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	1,550.65	45.76	(361.11)	(260.22)	(322.17)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,994.48	349.36	(433.43)	407.63	(106.34)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,409.83	6,033.38	7,268.73	8,458.55	9,626.05
营业成本	3,772.59	4,037.30	4,818.16	5,628.07	6,438.65
营业税金及附加	39.47	38.22	40.18	54.02	58.55
销售费用	208.07	224.61	260.02	300.28	339.80
管理费用	333.05	358.91	385.24	422.93	433.17
研发费用	355.85	423.47	457.93	507.51	529.43
财务费用	(121.58)	(135.03)	(99.78)	(101.37)	(109.83)
资产/信用减值损失	(80.18)	(81.57)	(70.54)	(77.43)	(76.51)
公允价值变动收益	185.92	0.13	12.41	10.43	8.13
投资净收益	50.64	46.80	38.19	45.21	43.40
其他	75.33	131.70	79.73	95.59	102.34
营业利润	1,054.09	1,182.97	1,466.76	1,720.91	2,013.63
营业外收入	6.00	8.58	6.75	7.11	7.48
营业外支出	18.73	21.45	19.29	19.82	20.19
利润总额	1,041.36	1,170.10	1,454.22	1,708.19	2,000.92
所得税	119.80	169.48	186.74	221.10	268.58
净利润	921.55	1,000.62	1,267.47	1,487.10	1,732.34
少数股东损益	(2.37)	(1.83)	11.10	2.16	4.84
归属于母公司净利润	923.93	1,002.45	1,256.37	1,484.94	1,727.50
每股收益(元)	1.71	1.84	2.31	2.73	3.18

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	0.12%	11.53%	20.48%	16.37%	13.80%
营业利润	-16.51%	12.23%	23.99%	17.33%	17.01%
归属于母公司净利润	-12.85%	8.50%	25.33%	18.19%	16.33%
获利能力					
毛利率	30.26%	33.08%	33.71%	33.46%	33.11%
净利率	17.08%	16.62%	17.28%	17.56%	17.95%
ROE	11.20%	11.44%	12.89%	13.69%	14.15%
ROIC	17.53%	17.10%	20.41%	19.64%	20.95%
偿债能力					
资产负债率	31.21%	35.80%	31.92%	33.50%	30.36%
净负债率	-24.45%	-20.71%	-16.24%	-18.07%	-15.77%
流动比率	2.42	2.01	2.21	2.02	2.15
速动比率	2.00	1.69	1.72	1.64	1.64
营运能力					
应收账款周转率	3.93	3.52	4.02	3.81	3.77
存货周转率	4.59	5.09	4.88	4.92	4.94
总资产周转率	0.49	0.45	0.50	0.53	0.55
每股指标(元)					
每股收益	1.71	1.84	2.31	2.73	3.18
每股经营现金流	1.66	2.56	2.27	3.85	3.27
每股净资产	15.23	16.13	17.94	19.97	22.47
估值比率					
市盈率	27.43	25.37	20.24	17.12	14.72
市净率	3.07	2.90	2.61	2.34	2.08
EV/EBITDA	8.95	10.07	11.34	9.79	8.66
EV/EBIT	12.45	13.94	16.15	13.50	11.61

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com