

25Q1 盈利同比高增，汽车和 AI 应用持续带来需求增量

核心观点

- 公司发布 24 年年报和 25 年一季报。**公司 24 年实现营收 101 亿元，同增 2%，归母净利润 7.6 亿元，同降 48%。公司 25 年一季度实现营收 23.6 亿元，同增 11%，归母净利润 0.83 亿元，同比大增 151%。
- 产品与方案各产品线销量预计保持增长。**公司产品与方案业务 24 年实现营收 51.5 亿元，同增 10%，占总营收的 50.9%。功率半导体行业景气度整体呈温和复苏趋势，已出现量增价稳格局，公司认为今年产品价格将稳定在一定区间内。公司 MOSFET 产品整体市场规模保持稳定增长，公司凭借 6、8、12 吋产能优势，以及在品类、性能、成本的竞争优势，今年预期实现 15% 左右的增长。IGBT 产品在工控、汽车、消费领域订单均有同比大幅提升，同时加快产品结构升级，在 8 吋、12 吋产线加快上量，今年预期实现 50% 左右的增长。
- 汽车和 AI 应用带来需求增量。**汽车电子营收在产品与方案板块的占比从 23 年 19% 提升至 24 年的 21%。公司 MOSFET、IGBT、SiC MOS、功率 IC 等系列化车规级产品及模块产品，已通过产品组合形成解决方案进入国内头部车企及汽车零部件 Tier1 的供应链体系，应用于如动力控制、车身电子及智能驾驶辅助等多个核心系统，并不断提升市场份额和竞争力。受益于 AI 驱动及消费电子需求回暖，公司功率 IC、IPM 模块、MCU 等核心产品，在家电、手机、计算机、智能穿戴等领域的头部客户端稳定上量，产品在国内市场已形成较强品牌影响力。
- 制造能力持续升级。**公司加快 SiC/GaN 平台系列化，推广至新能源汽车、光储逆变、服务器电源等领域；推动 MEMS 传感器高端化。重庆工厂 12 吋线产能利用率达 70%，年底目标满产并聚焦汽车、工控及算力市场；深圳工厂 12 吋线 25-26 年均处于产能爬坡上量阶段，目前 90nm 平台多颗导入上量，55/40nm 产品成功导入与平台同步验证。2025 年资本开支预计 20 亿元，将重点投向封测基地产能爬坡及设备填平补齐，支撑高端工控、汽车及算力市场需求。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年每股净资产为 17.50/18.29/19.38 元（原 25-26 年预测为 17.46/18.40 元，主要下调营收、毛利率，上调投资收益和研发费用率），选择可比公司 25 年平均 3.0 倍 PB 进行估值，对应目标价 52.49 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

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,901	10,119	11,637	12,987	14,377
同比增长(%)	-2%	2%	15%	12%	11%
营业利润(百万元)	1,667	787	1,049	1,328	1,848
同比增长(%)	-34%	-53%	33%	27%	39%
归属母公司净利润(百万元)	1,479	762	919	1,149	1,557
同比增长(%)	-43%	-48%	21%	25%	36%
每股收益(元)	1.11	0.57	0.69	0.87	1.17
毛利率(%)	32.2%	27.2%	27.9%	28.5%	28.8%
净利率(%)	14.9%	7.5%	7.9%	8.8%	10.8%
净资产收益率(%)	7.1%	3.5%	4.0%	4.8%	6.2%
市盈率	42.6	82.7	68.6	54.9	40.5
市净率	2.9	2.8	2.7	2.6	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。

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（2025 年 05 月 09 日）	47.52 元
目标价格	52.49 元
52 周最高价/最低价	65/33.06 元
总股本/流通 A 股（万股）	132,753/132,753
A 股市值（百万元）	63,084
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 05 月 13 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.15	8.27	0.27	20.55
相对表现%	1.15	3.95	1.47	15.59
沪深 300%	2	4.32	-1.2	4.96



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	
营收环比增长，毛利率环比改善	2024-11-14
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 25-27 年每股净资产为 17.50/18.29/19.38 元（原 25-26 年预测为 17.46/18.40 元），主要根据 24 年年报和 25 年一季报，下调营收、毛利率，上调投资收益和研发费用率。选择可比公司 25 年平均 3.0 倍 PB 进行估值，对应目标价 52.49 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			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
时代电气	688187	46.42	30.33	32.36	35.05	38.24	1.53	1.43	1.32	1.21
士兰微	600460	24.81	7.34	7.59	8.02	8.80	3.38	3.27	3.09	2.82
扬杰科技	300373	47.20	16.13	17.96	19.99	22.06	2.93	2.63	2.36	2.14
新洁能	605111	31.48	9.52	10.64	11.94	13.52	3.31	2.96	2.64	2.33
中芯国际	688981	85.83	18.56	19.06	19.88	21.04	4.63	4.50	4.32	4.08
	最大值						4.63	4.50	4.32	4.08
	最小值						1.53	1.43	1.32	1.21
	平均数						3.15	2.96	2.75	2.52
	调整后平均						3.20	2.95	2.70	2.43

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,737	8,683	8,728	9,741	11,204	营业收入	9,901	10,119	11,637	12,987	14,377
应收票据、账款及款项融资	2,226	2,395	2,754	3,074	3,403	营业成本	6,710	7,367	8,386	9,291	10,233
预付账款	63	55	63	70	78	销售费用	167	158	170	177	182
存货	1,966	2,096	2,386	2,644	2,912	管理费用	655	523	609	667	731
其他	116	121	122	122	122	研发费用	1,154	1,167	1,313	1,433	1,565
流动资产合计	16,107	13,350	14,053	15,651	17,719	财务费用	(245)	(124)	(158)	(159)	(197)
长期股权投资	3,922	6,012	6,012	6,012	6,012	资产、信用减值损失	33	73	58	38	22
固定资产	6,541	7,751	7,570	7,230	6,695	公允价值变动收益	(7)	(28)	0	0	0
在建工程	765	349	1,409	1,326	1,155	投资净收益	86	(383)	(455)	(463)	(251)
无形资产	361	366	320	274	229	其他	163	244	247	252	258
其他	1,520	1,279	1,368	1,350	1,350	营业利润	1,667	787	1,049	1,328	1,848
非流动资产合计	13,108	15,757	16,680	16,192	15,441	营业外收入	23	10	24	24	24
资产总计	29,215	29,107	30,733	31,843	33,160	营业外支出	3	2	3	3	3
短期借款	22	34	530	384	34	利润总额	1,687	795	1,070	1,350	1,870
应付票据及应付账款	1,182	1,324	1,508	1,670	1,840	所得税	249	133	150	189	280
其他	3,063	2,775	2,802	2,825	2,850	净利润	1,438	662	920	1,161	1,589
流动负债合计	4,268	4,133	4,839	4,880	4,723	少数股东损益	(41)	(101)	1	12	32
长期借款	907	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,479	762	919	1,149	1,557
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	1.11	0.57	0.69	0.87	1.17
其他	410	678	678	678	678	主要财务比率					
非流动负债合计	1,317	678	678	678	678		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	5,585	4,811	5,517	5,558	5,401	成长能力					
少数股东权益	2,072	1,990	1,991	2,002	2,034	营业收入	-2%	2%	15%	12%	11%
实收资本（或股本）	1,218	1,221	1,224	1,224	1,224	营业利润	-34%	-53%	33%	27%	39%
资本公积	14,205	14,336	14,333	14,333	14,333	归属于母公司净利润	-43%	-48%	21%	25%	36%
留存收益	5,797	6,411	7,330	8,387	9,830	获利能力					
其他	338	338	338	338	338	毛利率	32.2%	27.2%	27.9%	28.5%	28.8%
股东权益合计	23,630	24,296	25,216	26,285	27,759	净利率	14.9%	7.5%	7.9%	8.8%	10.8%
负债和股东权益总计	29,215	29,107	30,733	31,843	33,160	ROE	7.1%	3.5%	4.0%	4.8%	6.2%
现金流量表						ROIC	5.2%	2.3%	3.1%	3.8%	5.1%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	1,438	662	920	1,161	1,589	资产负债率	19.1%	16.5%	18.0%	17.5%	16.3%
折旧摊销	730	979	1,182	1,294	1,379	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(245)	(124)	(158)	(159)	(197)	流动比率	3.77	3.23	2.90	3.21	3.75
投资损失	(86)	383	455	463	251	速动比率	3.26	2.65	2.34	2.59	3.04
营运资金变动	(591)	(563)	(502)	(442)	(462)	营运能力					
其它	491	700	(51)	38	22	应收账款周转率	8.5	7.3	7.1	7.0	7.0
经营活动现金流	1,738	2,036	1,846	2,354	2,583	存货周转率	3.1	3.2	3.3	3.2	3.2
资本支出	(1,537)	(1,738)	(2,000)	(800)	(600)	总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
长期投资	(2,342)	(2,126)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(2,526)	(182)	(455)	(463)	(251)	每股收益	1.11	0.57	0.69	0.87	1.17
投资活动现金流	(6,405)	(4,046)	(2,455)	(1,263)	(851)	每股经营现金流	1.43	1.67	1.51	1.92	2.11
债权融资	(13)	(948)	0	0	0	每股净资产	16.24	16.80	17.50	18.29	19.38
股权融资	365	134	(0)	0	0	估值比率					
其他	3,299	(230)	654	(78)	(268)	市盈率	42.6	82.7	68.6	54.9	40.5
筹资活动现金流	3,651	(1,044)	654	(78)	(268)	市净率	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5
汇率变动影响	53	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	25.0	32.7	25.9	21.8	17.7
现金净增加额	(963)	(3,054)	45	1,013	1,464	EV/EBIT	37.8	81.1	60.3	46.0	32.6

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

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。