



扬杰科技 (300373.CH): 2025 年增长动能稳定且强劲, 中期剑指百亿收入目标

我们调整扬杰科技 2025 年、2026 年盈利预测, 上调目标价至人民币 60.9 元, 潜在升幅 18.3%, 重申“买入”评级。

• **重申扬杰科技的“买入”评级:** 2025 年以来, 扬杰科技在汽车电子、消费、海外等板块增长强劲。进一步看, 扬杰拟收购东莞贝特以及发布员工股权激励, 为中期百亿收入目标的实现奠定良好的基础。一方面公司在汽车电子、AI 服务器等领域的布局构建需求基础。另一方面, 公司积极布局和拓展海外市场, 打开更大的增长空间。因此, 我们略微上调 2025 年营收和利润预测, 并大幅上调 2026 年营收和利润预测。扬杰科技当前远期市盈率 20.5x, 较去年底高点的 26.6x 回落, 估值具备吸引力。

• **汽车电子有望成为公司的重要增长引擎:** 汽车电子是扬杰科技目前增长最快的下游应用领域。公司具备单车价值量 200 美元的产品能力。其中, 中低压产品线 MOS、小信号、二三极管等产品已经陆续在交付上车中。同时, 碳化硅产品也在与车企客户积极沟通。公司的汽车电子业务板块未来三年增长确定性较高, 公司预计复合增速有望达 40%-50%, 中期收入占比有望达 20%。

• **海外扩张是重要的战略方向:** 首先, 公司看到海外客户有意愿并在积极切换到扬杰的产品。这主要来自于海外客户的供应链降本的需求。公司能够提供中低压及碳化硅等产品。其次, 扬杰子品牌 MCC 具备海外渠道和品牌的能力, 并在过去十年实现收入和利润的成倍增长。最后, 公司积极扩张海外研发中心以及越南的封测产能, 从而更好地服务海外客户。公司海外战略高地长期增长的蓝海空间较大。

• **估值:** 我们使用 DCF 估值, 采用 1.6% 的无风险利率, 并假设扬杰科技 2030-2034 年的成长率为 15%-16%, 永久增长率为 3%, WACC 是 11.3%。我们上调目标价至人民币 60.9 元, 潜在升幅 18.3%。

• **投资风险:** 消费、工业、新能源等下游需求复苏及增长不及预期; 海外半导体拉货动能不足; 功率半导体产能扩张, 供过于求; 功率器件价格持续下行; 行业竞争拖累利润; 公司产能扩张带来的折旧影响利润; 高端功率器件成长速度较慢; 新产品等投入过大; 收并购落地弱于预期; 海外扩张慢于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2023-2027E)

人民币百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,410	6,033	7,067	9,886	11,816
营收同比增速	0%	12%	17%	40%	20%
毛利率	30.3%	33.1%	35.9%	35.2%	35.4%
净利润	924	1,002	1,248	1,676	2,028
净利润增速	(13%)	8%	24%	34%	21%
基本每股收益 (元)	1.80	1.85	2.31	3.10	3.75

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师
tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

马智焱

科技分析师
ivy_ma@spdbi.com
(852) 2809 0300

黄佳琦

科技分析师
sia_huang@spdbi.com
(852) 2809 0355

2025 年 7 月 9 日

评级

买入

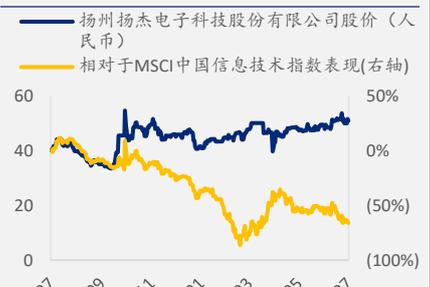
目标价 (人民币)	60.9
潜在升幅/降幅	+18.3%
目前股价 (人民币)	51.4
52 周内股价区间 (人民币)	33.2-54.8
总市值 (百万人民币)	27,1580
近 90 日日均成交额 (百万人民币)	541

注: 截至 2025 年 7 月 8 日收盘价

市场预期区间



股价相对表现



注: 截至 2025 年 7 月 8 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,410	6,033	7,067	9,886	11,816
营业成本	(3,773)	(4,037)	(4,531)	(6,405)	(7,636)
毛利润	1,637	1,996	2,536	3,481	4,180
经营支出	(897)	(1,007)	(1,170)	(1,617)	(1,904)
销售费用	(208)	(225)	(256)	(350)	(410)
管理费用	(333)	(359)	(422)	(585)	(688)
研发费用	(356)	(423)	(492)	(681)	(806)
经营利润	740	989	1,366	1,864	2,275
非经营收入	301	181	76	76	76
财务费用	122	135	64	64	64
投资收益	51	47	16	16	16
其他	129	(1)	(4)	(4)	(4)
税前利润	1,041	1,170	1,442	1,940	2,352
税务费用	(120)	(169)	(206)	(276)	(335)
税后利润含少数股东权益	922	1,001	1,236	1,664	2,017
少数股东权益	(2)	(2)	(11)	(11)	(11)
净利润	924	1,002	1,248	1,676	2,028
基本股数 (百万)	512	541	541	541	541
摊销股数 (百万)	512	541	541	541	541
基本每股收益 (元)	1.80	1.85	2.31	3.10	3.75
摊销每股收益 (元)	1.80	1.85	2.31	3.10	3.75

资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,518	3,942	4,151	4,241	4,625
短期投资	42	248	291	407	486
应收账款和应收票据	1,528	1,897	2,222	3,109	3,716
存货	1,145	1,227	1,377	1,947	2,321
其他流动资产	325	431	505	707	845
流动资产合计	6,559	7,746	8,547	10,411	11,993
物业、厂房及设备	4,201	4,827	5,181	5,886	6,769
使用权资产	118	96	96	96	96
无形资产	212	199	109	60	33
长期投资收益	62	19	21	23	25
商誉	314	302	302	302	302
其他非流动资产	1,162	1,083	1,083	1,083	1,083
总资产	12,627	14,272	15,338	17,860	20,301
短期借贷	554	1,056	1,237	1,730	2,068
应付账款和应付票据	1,427	1,992	2,236	3,160	3,768
其他流动负债	726	814	977	1,172	1,407
流动负债合计	2,708	3,862	4,449	6,063	7,243
长期借款	395	524	524	524	524
其他非流动负债	838	723	723	723	723
总负债	3,940	5,109	5,696	7,309	8,489
股本	543	543	561	578	595
储备	4,059	4,067	4,529	5,420	6,664
少数股东权益	440	398	398	398	398
其他	3,644	4,154	4,154	4,154	4,154
股东权益总额	8,687	9,163	9,642	10,550	11,811
总负债和股东权益	12,627	14,272	15,338	17,860	20,301

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	899	1,392	1,826	1,866	2,551
税后利润	922	1,001	1,236	1,664	2,017
折旧	518	560	643	690	784
摊销	95	96	90	49	27
营运资金变动	304	95	(143)	(538)	(277)
应收账款减少 (增加)	(307)	(369)	(325)	(887)	(607)
库存减少 (增加)	68	(82)	(150)	(570)	(374)
应付账款增加 (减少)	(23)	565	244	925	608
其他经营资金变动	566	(18)	89	(6)	96
利息收入 (支出)	(186)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他	(939)	(359)	-	-	-
投资活动现金流	(456)	(1,088)	(1,042)	(1,513)	(1,749)
资本支出	(444)	(852)	(997)	(1,395)	(1,668)
取得或购买长期投资	(175)	-	(2)	(2)	(2)
短期投资	-	-	(43)	(116)	(79)
其他	(12)	(237)	-	-	-
融资活动现金流	1,551	46	(576)	(262)	(418)
借款	397	628	181	493	338
发行股份	1,558	17	17	17	17
发行债券	-	-	-	-	-
现金股利	(302)	(531)	(774)	(773)	(773)
其他	(103)	(69)	-	-	-
外汇损益	51	31	-	-	-
现金及现金等价物净流量	2,045	380	209	90	383
期初现金及现金等价物	1,429	3,475	3,855	4,064	4,154
期末现金及现金等价物	3,475	3,855	4,064	4,154	4,537

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营运指标增速					
营业收入增速	0%	12%	17%	40%	20%
毛利润增速	(17%)	22%	27%	37%	20%
营业利润增速	(40%)	34%	38%	36%	22%
净利润增速	(13%)	8%	24%	34%	21%
盈利能力					
净资产收益率	12.3%	11.2%	13.3%	16.6%	18.1%
总资产报酬率	8.4%	7.5%	8.4%	10.1%	10.6%
投入资本回报率	6.8%	7.9%	10.3%	12.5%	13.5%
利润率					
毛利率	30.3%	33.1%	35.9%	35.2%	35.4%
营业利润率	13.7%	16.4%	19.3%	18.9%	19.3%
净利润率	17.1%	16.6%	17.7%	16.9%	17.2%
营运能力					
现金循环周期	68	56	41	39	42
应收账款周转天数	93	104	106	98	105
存货周转天数	114	108	105	95	102
应付账款周转天数	139	155	170	154	166
净债务 (净现金)	(2,569)	(2,362)	(2,390)	(1,987)	(2,033)
自由现金流	1,128	745	764	405	818

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、iFind、浦银国际预测

● 预测调整

图表 2: 扬杰科技盈利预测调整

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	7,067	7,011	1%	9,886	8,641	14%	11,816	10,343	14%
毛利润	2,536	2,495	2%	3,481	3,093	13%	4,180	3,733	12%
营业利润	1,366	1,321	3%	1,864	1,668	12%	2,275	2,053	11%
净利润	1,248	1,229	1%	1,676	1,526	10%	2,028	1,855	9%
基本每股收益 (元)	2.31	2.27	2%	3.10	2.82	10%	3.75	3.43	9%
利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	35.9%	35.6%	0.3	35.2%	35.8%	(0.6)	35.4%	36.1%	(0.7)
费用率	16.6%	16.7%	(0.2)	16.4%	16.5%	(0.1)	16.1%	16.2%	(0.1)
经营利润率	19.3%	18.8%	0.5	18.9%	19.3%	(0.4)	19.3%	19.8%	(0.6)
净利率	17.7%	17.5%	0.1	16.9%	17.7%	(0.7)	17.2%	17.9%	(0.8)

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 3: 扬杰科技当前远期市盈率 20.5x, 历史均值 31.7x, 均值以下一倍标准差 17.4x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 扬杰科技



注: 截至 2025 年 7 月 8 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

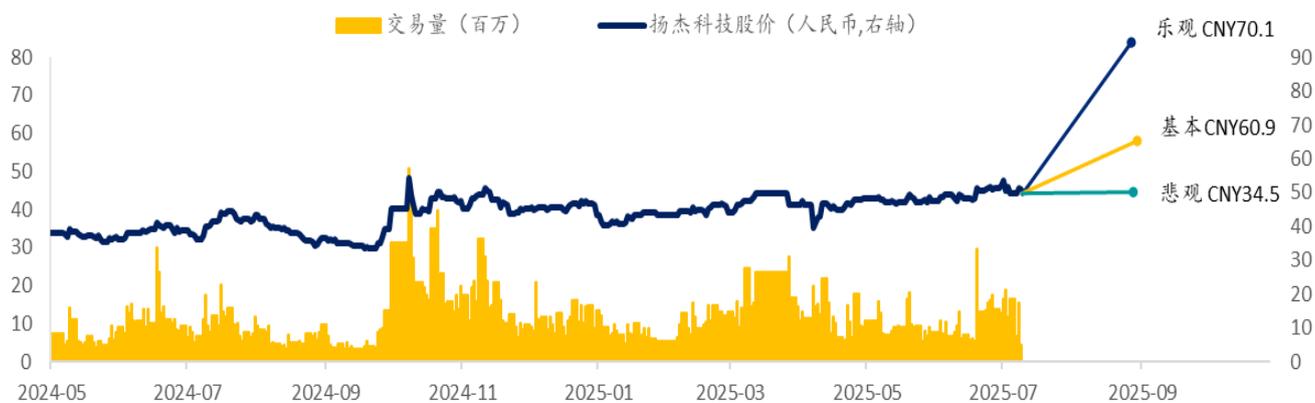
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 扬杰科技市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 扬杰科技 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期	悲观情景: 公司收入增长不及预期
目标价: 人民币 70.1 元 (概率: 15%) <ul style="list-style-type: none"> 国内和海外的功率半导体行业需求复苏好于预期, 收入增速高于基本情景假设 部分下游应用的功率半导体价格具备较好上涨空间, 带动毛利率改善 公司新产品验证导入加速, 爬坡量产超预期 公司收购并表快于预期, 收购业务增长强劲 	目标价: 人民币 34.5 元 (概率: 10%) <ul style="list-style-type: none"> 国内和海外的功率半导体行业需求复苏弱于预期, 收入增长乏力 功率半导体行业竞争加剧, 降价幅度超过年降, 毛利率面临压力 公司新产品验证导入速度不及预期 收购并表慢于预期, 收购业务协同效应不明显

资料来源: 浦银国际预测

图表 7: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	58.7	买入	75.0	20/3/2025	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	77.1	买入	114.2	27/2/2025	手机品牌
AAPL US Equity	苹果	210.0	买入	236.3	8/5/2025	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	32.7	买入	40.7	28/4/2025	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	34.1	买入	41.6	28/10/2024	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	35.4	买入	37.2	28/4/2025	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	23.3	买入	24.7	22/4/2025	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	40.4	买入	60.5	21/3/2025	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	71.2	买入	88.9	27/3/2025	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	8.8	买入	9.1	18/3/2025	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	125.3	买入	153.0	30/4/2025	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	3.5	买入	4.1	25/6/2025	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	26.8	买入	32.0	25/6/2025	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	17.9	买入	25.6	22/5/2025	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	71.0	买入	97.0	22/5/2025	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	27.0	买入	32.7	30/5/2025	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	106.5	买入	126.6	30/5/2025	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	60.0	买入	74.6	20/5/2025	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	297.8	持有	374.8	16/5/2025	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	122.7	买入	458.8	28/4/2025	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	326.9	买入	444.0	28/4/2025	新能源汽车
HSAI US Equity	禾赛科技	22.8	买入	25.5	27/5/2025	激光雷达
2498 HK Equity	速腾聚创	31.3	买入	39.5	2/6/2025	激光雷达
MBLY US Equity	Mobileye	18.6	买入	19.6	14/5/2025	智驾芯片
981 HK Equity	中芯国际	45.7	买入	49.7	12/5/2025	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	86.7	买入	99.4	12/5/2025	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	35.7	买入	39.0	11/5/2025	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	54.1	买入	56.7	11/5/2025	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	1,080.0	买入	1,046.6	18/4/2025	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	227.9	买入	188.4	18/4/2025	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	46.9	买入	52.9	30/4/2025	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	24.8	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	51.4	买入	60.9	9/7/2025	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	43.2	买入	52.2	8/4/2025	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	30.3	买入	33.4	8/4/2025	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	81.4	买入	112.4	30/10/2024	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	30.9	买入	38.7	14/8/2024	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	17.8	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	160.0	买入	143.0	28/2/2025	AI 芯片
AMD US Equity	超威半导体	137.8	买入	134.2	16/5/2025	AI 芯片
INTC US Equity	英特尔	23.6	卖出	20.4	28/11/2024	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	159.5	买入	178.3	14/5/2025	AI 芯片
2454 TT Equity	联发科	1,270.0	买入	1,820.8	10/2/2025	AI 芯片

注: 截至 2025 年 7 月 8 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

