

扬杰科技 (300373.SZ)

优于大市

现金收购贝特电子 100%股权，内生与外延增长并进

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师:	胡剑	021-60893306
证券分析师:	胡慧	021-60871321
证券分析师:	叶子	0755-81982153
证券分析师:	张大为	021-61761072
证券分析师:	詹浏洋	010-88005307
证券分析师:	李书颖	0755-81982362
证券分析师:	连欣然	010-88005482

◆ 电子 · 半导体

hujian1@guosen.com.cn
huhui2@guosen.com.cn
yezi3@guosen.com.cn
zhangdawei1@guosen.com.cn
zhanliuyang@guosen.com.cn
lishuying@guosen.com.cn
lianxinran@guosen.com.cn

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

执证编码: S0980521080001
执证编码: S0980521080002
执证编码: S0980522100003
执证编码: S0980524100002
执证编码: S0980524060001
执证编码: S0980524090005
执证编码: S0980525080004

事项:

公司公告: 拟通过支付现金的方式购买东莞市贝特电子科技股份有限公司 100%股份, 标的估值为 22.18 亿元, 并对贝特电子业绩承诺方设置业绩承诺: 2025-2027 年累计扣非净利润不低于 5.55 亿元。贝特电子产品主要为电子电路系统的过流和过温保护元器件, 2024 年营收 8.37 亿元, 净利润 1.48 亿元; 2025 年 Q1 营收 2.18 亿元, 净利润 0.41 亿元。

国信电子观点: 1) 本次交易方案分三期支付, 其中业绩承诺方拟以持股平台形式购买扬杰科技股票并质押担保, 自愿锁定至 2028 年 6 月 30 日以作为业绩承诺的履约保障, 实现了核心团队的绑定; 2) 产品矩阵方面, 贝特电子产品对扬杰保护器件产品可进行补充, 24 年贝特电子已实现 2024 年营收 8.37 亿元, 净利润 1.48 亿元, 此前在熔断器领域 22 年全球市占率已超 4%; 若收购完成, 扬杰在保护器件领域产品矩阵完整度将提升并增厚 EPS。3) 在客户与市场方面, 贝特电子与扬杰科技客户重叠度高, 产品方案渐完整有助于公司在头部客户的份额加速做大。若本次收购顺利, 我们认为对公司产品矩阵、海外布局及盈利能力均有正向推动; 我们看好公司国内外双循环的业务模式, 内生与外延并进的业务扩展能力及中长期 IDM 产品与产能的规模优势, 维持“优于大市”评级。

评论:

◆ 本次现金交易方案分三部分进行, 完成 100%股权收购的同时实现对核心团队的长期绑定。

本次交易转让价格为人民币 221800 万元, 交易完成后贝特电子将成为上市公司的全资子公司。本次交易结合承担利润补偿责任、股份质押、锁定等因素, 交易对方分为非业绩承诺方和业绩承诺方, 所转让标的公司股份将采取差异化定价, 交付按三期进行: (1) 一期为转让对价的 30%即 6.65 亿元, 二期向非业绩承诺方支付相当于各自股份转让对价 70%即 5.50 亿元。(2) 对于业绩承诺方, 设置业绩承诺: 2025 年-2027 年标的公司应实现的合并报表口径下扣除归母净利润合计不低于 5.55 亿元; 同时将现金 7.16 亿元支付给持股平台, 再通过持股平台购买扬杰科技股票并质押担保, 锁定至 2028 年 6 月 30 日, 从股权层面实现公司核心团队绑定。

◆ 收购标的贝特电子经营情况良好, 并购有望增厚公司 EPS。

贝特电子为国内电力电子保护元件领域的领先企业之一, 其产品线涵盖了电子类熔断器、新能源以及光伏类电力熔断器、过温保护元件等多个系列, 拥有“贝特卫士”“ADLER”及“ASTM”等国内外品牌。公司拥有 161 项专利, 产品获 UL、VDE 等国际认证, 覆盖汽车电子、光伏等 9,000 余种规格。下游客户含家电、新能源等领域头部企业, 认证周期 6-24 个月, 客户黏性强。根据 Paumanok Publications Inc. 的报告, 贝特电子 2022 年在全球熔断器市场的份额为 4.3%。

图1: 贝特电子主要产品



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 贝特电子主要直接客户及终端品牌厂商



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

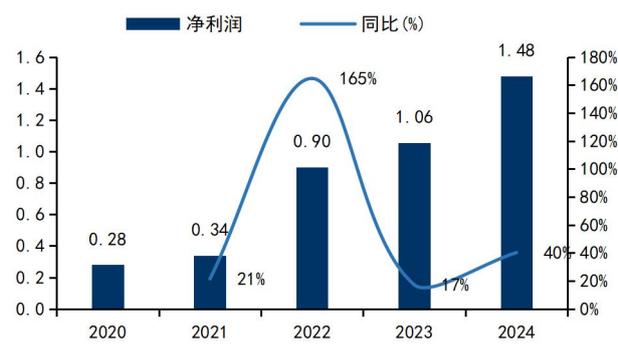
贝特电子 2020–2024 年营收复合增速约为 28%，净利润复合增速约为 52%。随着新能源汽车、光伏、储能对电力电子保护元件产品需求增加，贝特电子营收与利润保持稳定增长，根据贝特电子招股说明书和公司公告，2024 年贝特电子实现收入 8.37 亿元（YoY+33%），净利润 1.48 亿元（YoY+40%）。

图3: 2020–2024 年贝特电子营业收入及增速（亿元、%）



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

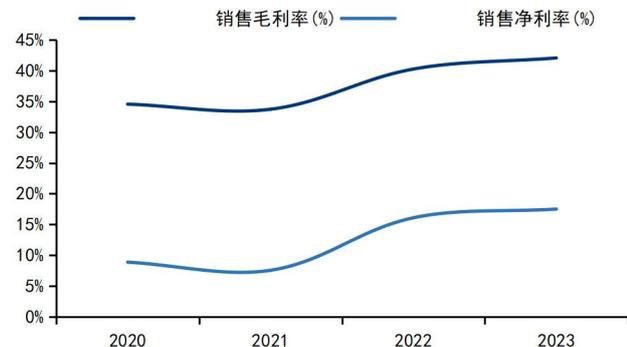
图4: 2020–2024 年贝特电子净利润及增速（亿元、%）



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

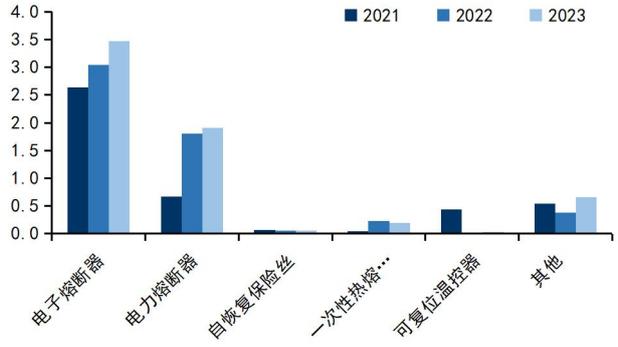
贝特电子毛利率由 20 年 34.6% 增加至 23 年的 42.05%。贝特电子产品主要包含过流保护元件（占 87%）和过压保护元件（占 3.5%），过流保护元件主要受益于新能源行业快速增长，相关场景产品规格大、产品附加值高，毛利率逐年提升；过温保护元件主要应用消费电子与家用电器市场，毛利率保持稳定。

图5: 2020–2023 年贝特电子毛利率与净利率（亿元、%）



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 2020–2023 年贝特电子收入结构（按产品，亿元）

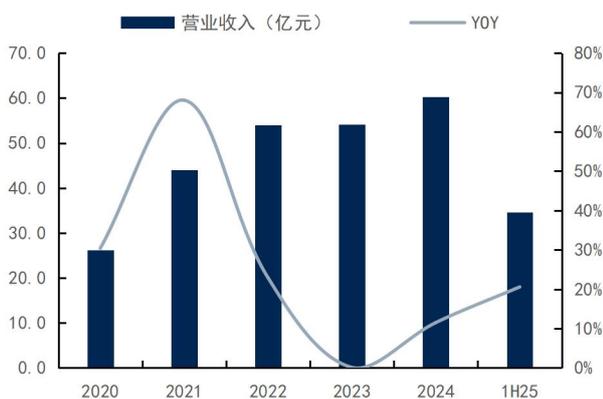


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 扬杰科技经营稳健，本次拟收购标的有望对产品矩阵与客户竞争力等多方面有正向助益

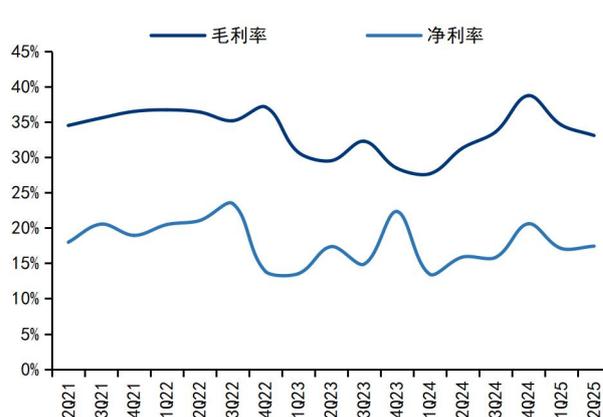
扬杰科技营收与毛利率保持稳健增长。公司主营业务包括：材料（单晶硅棒、硅片、外延片）、晶圆制造（5吋、6吋、8吋等各类芯片）及器件（MOSFET、IGBT、SiC 系列产品、整流器件、保护器件、小信号及其他产品系列等），此前公司 2Q25 公司单季度实现营收 18.76 亿元 (YoY+22.02%，QoQ+18.79%)，归母净利润 3.28 亿元 (YoY+34.4%，QoQ+20.3%)，海外占比提升推动毛利率 33.1% (YoY+1.78pct，QoQ-1.5pct) 同比增长。

图7：公司近年营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司近年毛利率及净利率（%、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

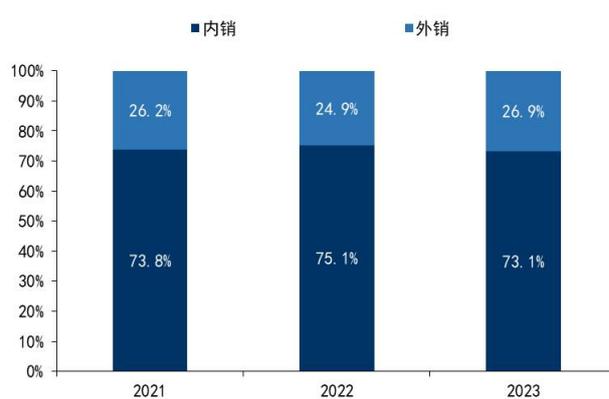
贝特电子与扬杰科技均有海外业务有望形成业务互补。扬杰科技在 2015 年收购了“MCC”（美微科）品牌，该品牌作为北美半导体知名品牌与 DIGI-KEY、Future 集团、Arrow 集团等全球性电子元器件代理商及终端国际客户长期合作，对标安森美等国际第一梯队品牌，收购后公司海外业务收入逐年提升，1H25 公司海外业务实现收入 8.34 亿元 (YoY+34.97%，占比约 24%)，毛利率 49.10%，越南基地顺利推进。目前公司在全球多个国家/地区设立了在地化研发、制造与销售网络，拥有研发中心 6 个、晶圆与封测工厂 15 个，可以满足本土客户的定制化要求。贝特电子拥有 ADLER 品牌，子公司德国艾德乐切入光伏行业及新能源汽车行业，2023 年外销占比达 26.9%。若本次收购成功，公司海外业务竞争力有望进一步提升。

图9：扬杰科技营收结构（按地区，%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图10：贝特电子营收结构（按地区，%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：若本次收购顺利，对公司产品与客户竞争力均有正向推动，维持“优于大市”评级。

我们看好公司国内外双循环的业务模式，内生与外延并进的业务扩展能力及中长期 IDM 产品与产能的规模优势；预计 25-27 年公司有望实现归母净利润 12.4/14.5/17.0 亿元，对应 25-27 年 PE 分别为 29.6/25.4/21.6 倍，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

本次交易尚需提交股东大会审议；标的资产面临宏观经济波动、行业竞争加剧、新能源汽车市场需求波动、租赁无产权物业、创新及核心技术人员流失等风险；扬杰科技本身业务面临海外需求不及预期，消费需求不及预期等风险。

相关研究报告：

- 《扬杰科技（300373.SZ）-2Q25 单季度营收创历史新高，海外业务同比增长 35%》——2025-09-09
- 《扬杰科技（300373.SZ）-汽车与海外保持高增，1Q25 归母净利润同比增长 51%》——2025-04-29
- 《扬杰科技（300373.SZ）-拟收购贝特电子完善产品矩阵，业务扩容与全球化布局加速推进》——2025-03-29
- 《扬杰科技（300373.SZ）-3Q24 毛利率环比提升 2.27pct，汽车业务高速增长》——2024-10-26
- 《扬杰科技（300373.SZ）-2Q24 毛利率环比提升 3.65pct，海外库存去化结束》——2024-08-26

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3518	3942	3589	4155	5163	营业收入	5410	6033	7103	8465	10260
应收款项	1541	1916	2255	2688	3258	营业成本	3773	4037	4699	5578	6766
存货净额	1145	1227	1395	1555	1804	营业税金及附加	39	38	42	43	48
其他流动资产	354	661	735	828	951	销售费用	208	225	252	284	324
流动资产合计	6559	7746	7974	9226	11175	管理费用	333	359	431	512	618
固定资产	4201	4827	5292	5508	5220	研发费用	356	423	498	594	719
无形资产及其他	212	199	191	183	175	财务费用	(122)	(135)	(83)	(43)	(37)
其他长期资产	1594	1481	1481	1481	1481	投资收益	51	47	38	45	43
长期股权投资	62	19	19	19	19	资产减值及公允价值变动	125	(65)	(1)	(1)	(1)
资产总计	12627	14272	14956	16417	18070	其他	56	115	91	74	83
短期借款及交易性金融负债	999	1521	965	1162	1216	营业利润	1054	1183	1392	1617	1946
应付款项	1427	1992	2383	2798	3415	营业外净收支	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)
其他流动负债	281	349	417	489	594	利润总额	1041	1170	1379	1604	1933
流动负债合计	2708	3862	3766	4448	5225	所得税费用	120	169	138	160	232
长期借款及应付债券	395	524	524	524	524	少数股东损益	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)
其他长期负债	838	723	898	970	1014	归属于母公司净利润	924	1002	1243	1447	1704
长期负债合计	1233	1247	1421	1494	1538	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3940	5109	5187	5942	6763	净利润	922	1001	1241	1444	1701
少数股东权益	440	398	420	445	475	资产减值准备	80	82	1	1	1
股东权益	8246	8765	9350	10030	10832	折旧摊销	530	572	543	691	796
负债和股东权益总计	12627	14272	14956	16417	18070	公允价值变动损失	(186)	(0)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(14)	20	(83)	(43)	(37)
每股收益	1.70	1.84	2.29	2.66	3.14	营运资本变动	(346)	154	54	(128)	(174)
每股红利	0.56	0.98	1.21	1.41	1.66	其它	(86)	(437)	82	43	36
每股净资产	15.19	16.13	17.21	18.46	19.94	经营活动现金流	899	1392	1838	2007	2323
ROIC	9%	9%	11%	13%	15%	资本开支	(457)	(863)	(1000)	(900)	(500)
ROE	11%	11%	13%	14%	16%	其它投资现金流	1	(225)	0	0	0
毛利率	30%	33%	34%	34%	34%	投资活动现金流	(456)	(1088)	(1000)	(900)	(500)
EBIT Margin	13%	16%	17%	17%	17%	权益性融资	1558	17	0	0	0
EBITDA Margin	23%	25%	24%	25%	25%	负债净变化	(5)	129	0	0	0
收入增长	0%	12%	18%	19%	21%	支付股利、利息	(302)	(531)	(635)	(738)	(869)
净利润增长率	-13%	8%	24%	16%	18%	其它融资现金流	299	431	(556)	197	54
资产负债率	35%	39%	37%	39%	40%	融资活动现金流	1551	46	(1191)	(542)	(815)
息率	0.8%	1.4%	1.8%	2.1%	2.5%	现金净变动	2045	380	(353)	565	1008
P/E	39.8	36.7	29.6	25.4	21.6	货币资金的期初余额	1429	3475	3855	3502	4067
P/B	4.5	4.2	3.9	3.7	3.4	货币资金的期末余额	3475	3855	3502	4067	5076
EV/EBITDA	33.1	27.5	24.4	19.9	16.9	企业自由现金流	347	676	659	973	1691
						权益自由现金流	641	1236	115	1191	1778

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032