

2021 年 01 月 05 日

# 加快 MOSFET、IGBT 布局，打开成长空间

## 扬杰科技(300373)

### 事件概述

公司发布 2020 年业绩预告，2020 年实现归属于上市公司股东的净利润 3.60 亿元~4.17 亿元，同比增长 60%~85%；对应 2020Q4 单季度实现归属上市公司股东净利润 0.98 亿元~1.55 亿元，同比增长 27.2%~101.3%。

### 下游需求复苏，毛利率提升明显

受益于功率半导体国产替代加速和下游市场拉动，公司订单充足，产能利用率持续攀升，目前已处于较高水平，带来单位产品成本下降、毛利率水平明显提升。从公司公告的财务数据可以看出，公司 2019 年 Q3 公司单季度销售毛利率为 31.17%，之后呈现逐步回升趋势，2020 年 Q3 单季度公司销售毛利提升至 36.2%，创 2018 年以来新高，主要受益于包括家电、电源、工控、光伏等行业复苏明显，同时公司积极抓住进口替代机遇，实行大客户组战略和产品策略，公司内销增长较快。2020 年以来公司产能利用率有较为明显的提升，同时公司各部门积极推动精益管理，通过信息化、自动化等持续落地，人效比去年同期有较大提升。我们认为随着国内疫情逐步缓解，需求有望逐渐恢复，公司依托于产品结构的优化，包括 MOSFET、IGBT、SiC 等高端功率器件的布局，加强与中芯国际的合作，进一步提升产能弹性，丰富的产品种类为公司未来稳定增长提供了坚实的基础。

### 产品结构持续优化，打开成长空间

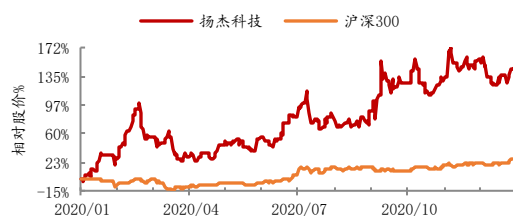
公司在立足现有市场、产品的同时，持续加大研发投入，全力推进高端功率 MOSFET、IGBT 等新产品的研发及产业化，进一步优化公司的产品结构，促进公司整体效益的提升。依据英飞凌官网数据，2019 年 MOSFET 市场规模为 81 亿美元，IGBT 单管及模块市场规模 63.4 亿美元，未来在新能源汽车、5G 基站、储能等新领域的需求提振带动下，整体市场规模有望进一步扩大，公司在现有二极管整流桥产品基础上加快 MOSFET、IGBT 系列产品研发有望打开未来成长空间。同时，从整个功率半导体行业来说，依靠国内的终端消费需求催化，包括新能源汽车、消费类电子（家电）、工业等多领域的加速进口替代，相关功率半导体器件厂商有望充分的受益。

### 投资建议

我们维持此前营收及利润预测不变，预计公司 2020~2022 年营收分别为 25.50 亿元、31.50 亿元、39.00 亿元；2020~2022 年归母净利润分别为 3.75 亿元、4.87 亿元、5.68 亿元。鉴于公司作为国内领先的功率半导体企业且基本面持

### 评级及分析师信息

|              |             |
|--------------|-------------|
| 评级：          | 买入          |
| 上次评级：        | 买入          |
| 目标价格：        |             |
| 最新收盘价：       | 45          |
| 股票代码：        | 300373      |
| 52 周最高价/最低价： | 51.47/17.47 |
| 总市值(亿)       | 212.45      |
| 自由流通市值(亿)    | 211.76      |
| 自由流通股数(百万)   | 470.57      |



### 分析师：孙远峰

邮箱：sunyf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080005

### 分析师：王海维

邮箱：wanghw1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090003

### 相关研究

1. 扬杰科技(300373)\_毛利率继续攀升，优化产品结构  
2020.10.27
2. 【华西电子】扬杰科技(300373.SZ)点评报告：优化产品结构，MOSFET/IGBT 逐渐突破  
2020.08.28
3. 优化产品结构，募投项目再添催化剂  
2020.06.24

续向好，产品结构持续优化，看好公司长期进口替代与高端产品持续突破，维持买入评级。

### 风险提示

半导体行业发展低于预期；公司技术创新低于预期导致新品突破低于预期；下游应用拓展和客户拓展低于预期等。

### 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2018A  | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 1,852  | 2,007 | 2,550 | 3,150 | 3,900 |
| YoY        | 26.0%  | 8.4%  | 27.1% | 23.5% | 23.8% |
| 归母净利润(百万元) | 187    | 225   | 375   | 487   | 568   |
| YoY        | -29.7% | 20.2% | 66.7% | 29.8% | 16.5% |
| 毛利率        | 31.4%  | 29.8% | 32.5% | 33.5% | 32.0% |
| 每股收益(元)    | 0.40   | 0.48  | 0.80  | 1.03  | 1.20  |
| ROE        | 7.8%   | 8.9%  | 12.6% | 13.7% | 13.3% |
| 市盈率        | 113.38 | 94.36 | 56.60 | 43.61 | 37.42 |

资料来源：wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元)          | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 现金流量表 (百万元)     | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入              | 2,007 | 2,550 | 3,150 | 3,900 | 净利润             | 220   | 368   | 478   | 557   |
| YoY (%)            | 8.4%  | 27.1% | 23.5% | 23.8% | 折旧和摊销           | 171   | 130   | 150   | 190   |
| 营业成本               | 1,409 | 1,721 | 2,095 | 2,652 | 营运资金变动          | -70   | -172  | -150  | -181  |
| 营业税金及附加            | 14    | 15    | 20    | 25    | 经营活动现金流         | 372   | 346   | 511   | 577   |
| 销售费用               | 95    | 128   | 158   | 195   | 资本开支            | -254  | -309  | -402  | -404  |
| 管理费用               | 124   | 128   | 158   | 207   | 投资              | -100  | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用               | 1     | 1     | 0     | -1    | 投资活动现金流         | 10    | -297  | -387  | -385  |
| 资产减值损失             | -16   | -16   | -40   | -20   | 股权募资            | 7     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益               | 18    | 13    | 16    | 20    | 债务募资            | 235   | -10   | 0     | 0     |
| 营业利润               | 263   | 439   | 561   | 655   | 筹资活动现金流         | -195  | -17   | -7    | -7    |
| 营业外收支              | -5    | -9    | -2    | -4    | 现金净流量           | 190   | 32    | 117   | 185   |
| 利润总额               | 258   | 430   | 559   | 651   | <b>主要财务指标</b>   |       |       |       |       |
| 所得税                | 38    | 62    | 81    | 94    | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 净利润                | 220   | 368   | 478   | 557   | 营业收入增长率         | 8.4%  | 27.1% | 23.5% | 23.8% |
| 归属于母公司净利润          | 225   | 375   | 487   | 568   | 净利润增长率          | 20.2% | 66.7% | 29.8% | 16.5% |
| YoY (%)            | 20.2% | 66.7% | 29.8% | 16.5% | <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |
| 每股收益               | 0.48  | 0.80  | 1.03  | 1.20  | 毛利率             | 29.8% | 32.5% | 33.5% | 32.0% |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |       |       |       |       | 净利率             | 11.0% | 14.4% | 15.2% | 14.3% |
| 货币资金               | 413   | 445   | 562   | 747   | 总资产收益率 ROA      | 6.4%  | 9.4%  | 10.6% | 10.5% |
| 预付款项               | 9     | 9     | 13    | 16    | 净资产收益率 ROE      | 8.9%  | 12.6% | 13.7% | 13.3% |
| 存货                 | 327   | 330   | 344   | 363   | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 其他流动资产             | 982   | 1,179 | 1,366 | 1,638 | 流动比率            | 2.18  | 2.39  | 2.61  | 2.79  |
| 流动资产合计             | 1,730 | 1,962 | 2,284 | 2,764 | 速动比率            | 1.76  | 1.98  | 2.20  | 2.41  |
| 长期股权投资             | 22    | 22    | 22    | 22    | 现金比率            | 0.52  | 0.54  | 0.64  | 0.76  |
| 固定资产               | 999   | 1,009 | 1,116 | 1,243 | 资产负债率           | 25.3% | 22.9% | 21.0% | 19.9% |
| 无形资产               | 107   | 107   | 107   | 107   | <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 非流动资产合计            | 1,799 | 2,010 | 2,317 | 2,644 | 总资产周转率          | 0.57  | 0.64  | 0.68  | 0.72  |
| 资产合计               | 3,529 | 3,972 | 4,601 | 5,407 | <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 短期借款               | 176   | 176   | 176   | 176   | 每股收益            | 0.48  | 0.80  | 1.03  | 1.20  |
| 应付账款及票据            | 504   | 519   | 545   | 618   | 每股净资产           | 5.39  | 6.30  | 7.54  | 9.03  |
| 其他流动负债             | 114   | 127   | 155   | 196   | 每股经营现金流         | 0.79  | 0.73  | 1.08  | 1.22  |
| 流动负债合计             | 793   | 821   | 876   | 989   | 每股股利            | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 长期借款               | 10    | 0     | 0     | 0     | <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| 其他长期负债             | 88    | 88    | 88    | 88    | PE              | 94.36 | 56.60 | 43.61 | 37.42 |
| 非流动负债合计            | 98    | 88    | 88    | 88    | PB              | 3.19  | 7.05  | 5.89  | 4.92  |
| 负债合计               | 891   | 910   | 964   | 1,077 |                 |       |       |       |       |
| 股本                 | 472   | 472   | 472   | 472   |                 |       |       |       |       |
| 少数股东权益             | 94    | 87    | 77    | 66    |                 |       |       |       |       |
| 股东权益合计             | 2,638 | 3,062 | 3,637 | 4,330 |                 |       |       |       |       |
| 负债和股东权益合计          | 3,529 | 3,972 | 4,601 | 5,407 |                 |       |       |       |       |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师与研究助理简介

孙远峰：华西证券研究所副所长&电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年新财富上榜分析师（第3名），2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师（第5名），2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员。

王海维：华西证券研究所电子行业分析师，华东师范大学硕士，曾就职于安信证券，2019年8月加入华西证券研究所。

## 分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                         | 投资评级 | 说明                             |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%    |
|                                | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间   |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间    |
|                                | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%    |
| 行业评级标准                         |      |                                |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%  |

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。