

扬杰科技 (300373.CH): 收购贝特电子 增厚短中长期业绩增长空间

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 81.9 元，潜在升幅 21%，重申“买入”评级。

• **重申扬杰科技的“买入”评级：**扬杰科技完成对于东莞市贝特电子收购。一方面，贝特电子并表会带来今年三四季度以及明年的收入和利润的提升。另一方面，贝特电子在产品互补与客户协同方面有望完成持续的业务增长。因此，我们认为贝特电子将在短、中、长期持续为扬杰贡献业绩增量。进一步看，扬杰在汽车电子、AI 服务器等领域和方向对自身功率半导体业务的持续拓展也会保障其业务的成长性。扬杰科技当前远期市盈率 25.6x，估值具备吸引力，重申“买入”评级。

• **贝特电子在保护器件行业具备领先性和成长性：**贝特电子主要产品为保护器件，包括电力熔断器、电子熔断器、过温保护元器件等，应用在消费电子、新能源车、新能源发电等领域。其中，汽车领域收入占比约 20%。根据管理层分享，在保护器件行业，贝特在国内排名第二，处于较好的竞争卡位，并且海外的国内玩家竞争较少。贝特的保护器件与扬杰的功率产品互补，同时客户重叠度达 60%。因此，扬杰将在客户拓展、海外渠道、管理效率等方面赋能贝特，推动贝特与扬杰协同增长。贝特在 2024 年实现收入人民币 8.4 亿元，毛利率 42%，净利润 1.13 亿元。扬杰预期贝特在 2025 年至 2027 年实现累计扣非净利润不低于 5.5 亿元。

• **扬杰收购贝特，具备估值成长空间：**首先，扬杰以人民币 22 亿元的估值金额完成贝特的收购。根据我们的测算，其市盈率估值低于扬杰当前的 25.6x 的市盈率。随着贝特并表完成，其带来的市值贡献将在 22 亿元的基础上进一步扩张。其次，虽然扬杰以现金方式收购贝特，但是扬杰仍有股权激励以及业绩承诺来保障贝特业务的稳定成长。

• **估值：**我们分部加总法估值，分别给予功率半导体和保护器件业务 28.0x 和 33.0x 的目标市盈率，得到扬杰目标价人民币 81.9 元，对应 2026 年目标市盈率 28.6x，潜在升幅 21%。

• **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；收并购标的业务增长和协同弱于预期；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	7,742	9,493	11,228
营收同比增速	0%	12%	28%	23%	18%
毛利率	30.3%	33.1%	33.7%	34.3%	34.3%
净利润	924	1,002	1,225	1,558	1,848
净利润增速	(13%)	8%	22%	27%	19%
目标市盈率 (x)	45.4	44.2	36.3	28.6	24.1

E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

黄佳琦

科技分析师

sia_huang@spdbi.com

(852) 2809 0355

2025 年 9 月 16 日

评级

买入

目标价 (人民币)	81.9
潜在升幅/降幅	+21%
目前股价 (人民币)	67.71
52 周内股价区间 (人民币)	33.2-71.66
总市值 (百万人民币)	36,790
近 90 日日均成交额 (百万人民币)	855

注：截至 2025 年 9 月 12 日收盘价

市场预期区间



股价相对表现



财务报表分析与预测

利润表						资产负债表					
人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E	人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,410	6,033	7,742	9,493	11,228	货币资金	3,518	3,942	3,981	4,149	4,476
营业成本	(3,773)	(4,037)	(5,130)	(6,234)	(7,376)	短期投资	42	248	319	391	462
毛利润	1,637	1,996	2,612	3,259	3,852	应收账款和应收票据	1,528	1,897	2,435	2,986	3,531
经营支出	(897)	(1,007)	(1,283)	(1,545)	(1,800)	存货	1,145	1,227	1,559	1,895	2,242
销售费用	(208)	(225)	(286)	(347)	(402)	其他流动负债	325	431	553	679	803
管理费用	(333)	(359)	(471)	(560)	(651)	流动资产合计	6,559	7,746	8,847	10,099	11,514
研发费用	(356)	(423)	(526)	(638)	(747)	物业、厂房及设备	4,201	4,827	5,276	5,913	6,710
经营利润	740	989	1,328	1,715	2,052	使用权资产	118	96	96	96	96
非经营收入	301	181	86	86	86	无形资产	212	199	109	60	33
财务费用	122	135	43	43	43	长期投资收益	62	19	21	23	25
投资收益	51	47	27	27	27	商誉	314	302	302	302	302
其他	129	(1)	16	16	16	其他非流动资产	1,162	1,083	1,083	1,083	1,083
税前利润	1,041	1,170	1,415	1,801	2,138	总资产	12,627	14,272	15,734	17,575	19,763
税务费用	(120)	(169)	(197)	(250)	(297)	短期借贷	554	1,056	1,355	1,662	1,965
税后利润含少数股东权益	922	1,001	1,218	1,551	1,841	应付账款和应付票据	1,427	1,992	2,531	3,076	3,639
少数股东权益	(2)	(2)	(8)	(6)	(6)	其他流动负债	726	814	977	1,172	1,407
净利润	924	1,002	1,225	1,558	1,848	流动负债合计	2,708	3,862	4,863	5,910	7,012
基本股数（百万）	512	541	543	543	543	长期借款	395	524	524	524	524
摊销股数（百万）	512	541	543	543	543	其他非流动负债	838	723	723	723	723
基本每股收益（元）	1.80	1.85	2.25	2.87	3.40	总负债	3,940	5,109	6,110	7,156	8,258
摊销每股收益（元）	1.80	1.85	2.25	2.87	3.40	股本	543	543	561	578	595
						储备	4,059	4,067	4,510	5,289	6,357
						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	9,624	10,419	11,504
						总负债和股东权益	12,627	14,272	15,734	17,575	19,763

现金流量表						主要财务比率					
人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	899	1,392	1,661	2,032	2,437	营运指标增速					
税后利润	922	1,001	1,218	1,551	1,841	营业收入增速	0%	12%	28%	23%	18%
折旧	518	560	643	703	788	毛利润增速	(17%)	22%	31%	25%	18%
摊销	95	96	90	49	27	营业利润增速	(40%)	34%	34%	29%	20%
营运资金变动	304	95	(290)	(272)	(219)	净利润增速	(13%)	8%	22%	27%	19%
应收账款减少（增加）	(307)	(369)	(537)	(551)	(546)	盈利能力					
库存减少（增加）	68	(82)	(332)	(335)	(347)	净资产收益率	12.3%	11.2%	13.0%	15.5%	16.9%
应付账款增加（减少）	(23)	565	539	544	564	总资产报酬率	8.4%	7.5%	8.2%	9.4%	9.9%
其他经营资金变动	566	(18)	41	70	110	投入资本回报率	6.8%	7.9%	9.9%	11.7%	12.6%
利息收入（支出）	(186)	(0)	(0)	(0)	(0)	利润率					
其他	(939)	(359)	-	-	-	毛利率	30.3%	33.1%	33.7%	34.3%	34.3%
投资活动现金流	(456)	(1,088)	(1,165)	(1,414)	(1,658)	营业利润率	13.7%	16.4%	17.2%	18.1%	18.3%
资本支出	(444)	(852)	(1,093)	(1,340)	(1,585)	净利润率	17.1%	16.6%	15.8%	16.4%	16.5%
取得或购买长期投资	(175)	-	(2)	(2)	(2)	营运能力					
短期投资	-	-	(70)	(72)	(71)	现金循环周期	68	56	40	41	42
其他	(12)	(237)	-	-	-	应收账款周转天数	93	104	102	104	106
融资活动现金流	1,551	46	(458)	(449)	(452)	存货周期天数	114	108	99	101	102
借款	397	628	299	307	304	应付账款周转天数	139	155	161	164	166
发行股份	1,558	17	17	17	17	净债务（净现金）	(2,569)	(2,362)	(2,102)	(1,964)	(1,987)
发行债券	-	-	-	-	-	自由现金流	1,128	745	494	618	778
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	38	169	327						
期初现金及现金等价物	1,429	3,475	3,855	3,893	4,062						
期末现金及现金等价物	3,475	3,855	3,893	4,062	4,389						

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			新预测	前预测	差异	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	7,742	7,547	3%	9,493	10,520	(10%)	11,228	12,570	(11%)			
毛利润	2,612	2,592	1%	3,259	3,573	(9%)	3,852	4,288	(10%)			
营业利润	1,328	1,348	(1%)	1,715	1,865	(8%)	2,052	2,276	(10%)			
净利润	1,225	1,236	(1%)	1,558	1,679	(7%)	1,848	2,032	(9%)			
基本每股收益 (元)	2.25	2.28	(1%)	2.87	3.10	(8%)	3.40	3.76	(10%)			
利润率			百分点			百分点			百分点			
毛利率	33.7%	34.3%	(0.6)	34.3%	34.0%	0.4	34.3%	34.1%	0.2			
费用率	16.6%	16.5%	0.1	16.3%	16.2%	0.0	16.0%	16.0%	0.0			
经营利润率	17.2%	17.9%	(0.7)	18.1%	17.7%	0.3	18.3%	18.1%	0.2			
净利率	15.8%	16.4%	(0.5)	16.4%	16.0%	0.4	16.5%	16.2%	0.3			

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

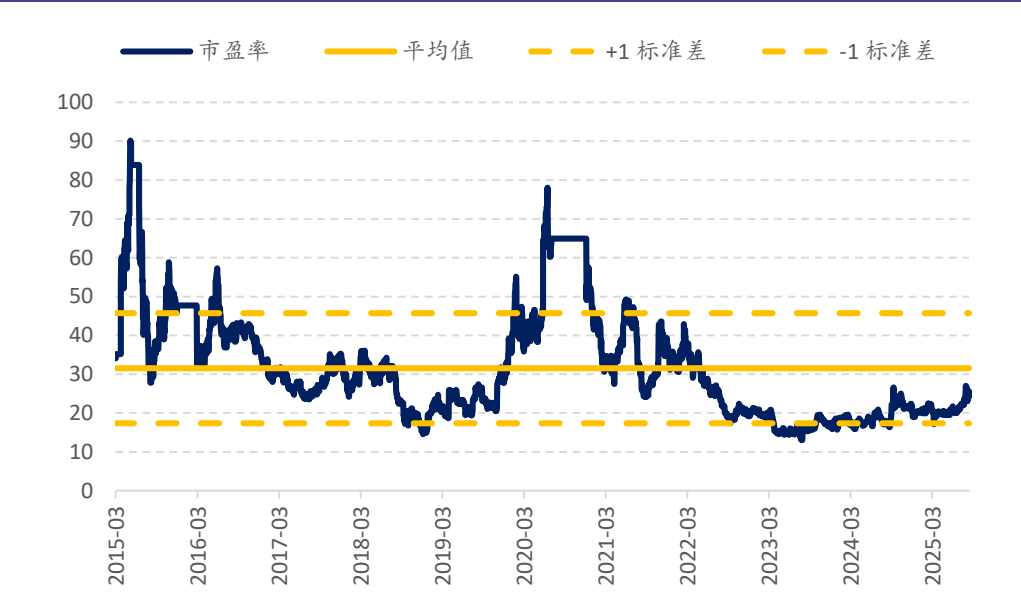
● 估值

图表 3：扬杰科技分部加总估值法（2026 年）

人民币百万	收入	毛利率	净利润	净利润增速	目标市盈率	估值
功率半导体	8,439	33.4%	1,377	16%	28.0	38,569
保护器件	1,054	41.8%	180	398%	33.0	5,943
合计（人民币百万）	9,493	34.3%	1,558	27%	28.6	44,512
股数（百万）						543
目标价（元）						81.9

资料来源：浦银国际预测

图表 4：扬杰科技：远期市盈率 25.6x



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：浦银国际目标价：扬杰科技（300373.CH）

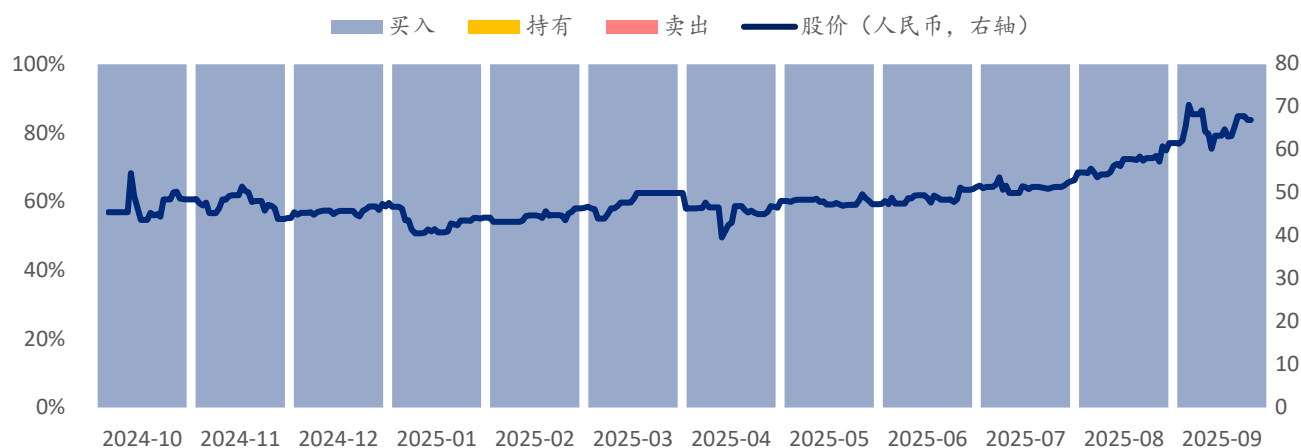


注：截至 2025 年 9 月 12 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

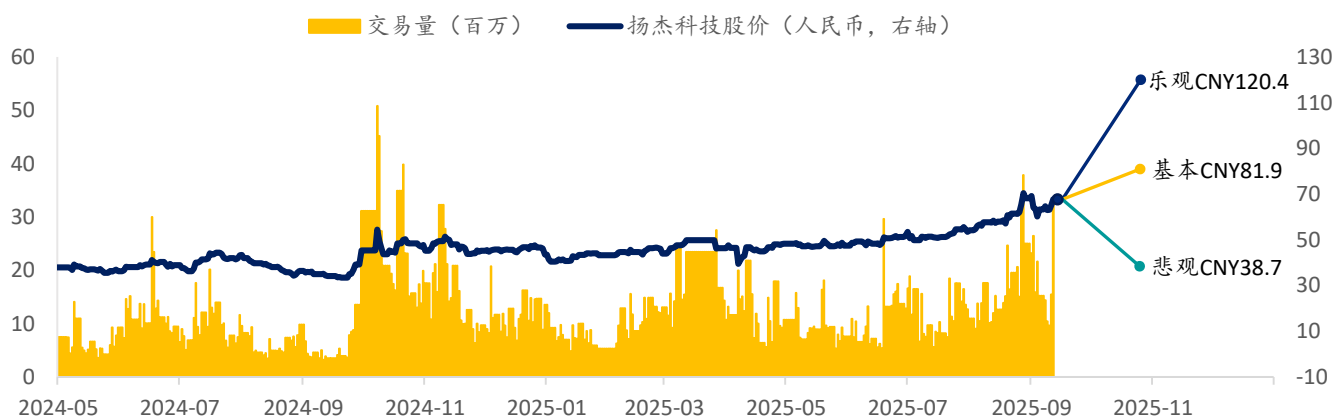
● SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6：扬杰科技（300373.CH）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：扬杰科技（300373.CH）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：人民币 120.4 元（概率：15%）

- 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；
- 贝特电子业务增长强劲，协同效应强。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：人民币 38.7 元（概率：15%）

- 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；
- 贝特业务增长弱于预期，协同效应不明显。

资料来源：浦银国际预测

图表 8: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	55.2	买入	75.0	2025/8/22	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	86.4	买入	114.2	2025/2/27	手机品牌
AAPL US Equity	苹果	230.0	买入	236.3	2025/5/8	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	42.5	买入	48.3	2025/9/1	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	42.2	买入	41.6	2024/10/28	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	52.7	买入	52.8	2025/8/28	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	29.5	买入	34.9	2025/8/27	结构件、组装
6613 HK Equity	蓝思科技	26.3	买入	31.9	2025/8/27	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	43.8	买入	60.5	2025/3/21	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	81.4	买入	96.6	2025/8/22	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	14.6	买入	15.6	2025/8/12	手机光学
603501 CH Equity	豪威集团	136.0	买入	167.4	2025/9/1	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	6.1	买入	7.7	2025/9/3	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	48.1	买入	59.9	2025/9/3	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	20.6	买入	27.4	2025/8/25	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	81.4	买入	106.9	2025/8/25	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	24.4	买入	26.4	2025/8/29	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	93.3	买入	102.6	2025/8/29	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	61.0	买入	83.0	2025/8/19	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉 (TESLA)	368.8	持有	298.2	2025/7/25	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	104.5	买入	121.0	2025/9/8	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	105.9	买入	124.5	2025/9/8	新能源汽车
HSAI US Equity	禾赛科技	28.0	买入	28.0	2025/8/15	激光雷达
2498 HK Equity	速腾聚创	43.4	买入	41.2	2025/8/22	激光雷达
9660 HK Equity	地平线机器人-W	10.2	买入	12.0	2025/9/11	智驾芯片
2533 HK Equity	黑芝麻智能	18.0	买入	21.4	2025/9/11	智驾芯片
MBLY US Equity	Mobileye	14.1	买入	18.1	2025/7/28	智驾芯片
981 HK Equity	中芯国际	62.8	买入	61.2	2025/8/14	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	108.4	买入	104.1	2025/8/14	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	50.9	买入	52.7	2025/8/8	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	74.8	买入	77.9	2025/8/8	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	1,260.0	买入	1,390.3	2025/7/18	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	258.9	买入	287.6	2025/7/18	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	49.3	买入	52.9	2025/4/30	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	30.0	买入	30.5	2023/9/20	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	67.7	买入	81.9	2025/9/16	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	49.0	买入	52.2	2025/4/8	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	39.0	买入	33.4	2025/4/8	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	105.5	买入	112.4	2024/10/30	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	34.0	买入	38.7	2024/8/14	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	28.4	买入	67.1	2023/9/20	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	177.2	买入	203.0	2025/8/31	AI 芯片
AMD US Equity	超威半导体	155.7	买入	134.2	2025/5/16	AI 芯片
INTC US Equity	英特尔	24.6	卖出	20.4	2024/11/28	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	161.5	买入	178.3	2025/5/14	AI 芯片
2454 TT Equity	联发科	1,485.0	买入	1,820.8	2025/2/10	AI 芯片

注：截至 2025 年 9 月 12 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关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人士。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

