

# 杰华特 (688141.SH)

优于大市

2025 年收入增长 58%，高研发投入拖累利润

## 核心观点

**2025 年收入同比增长 58%，利润承压。**公司 2025 年实现收入 26.55 亿元 (YoY +58.15%)，归母净利润-7.17 亿元，扣非归母净利润-7.95 亿元，毛利率下降 0.98pct 至 26.37%，研发费用同比增长 54.57%至 9.57 亿元，研发费率下降 0.8pct 至 36.06%。其中 4Q25 实现收入 7.13 亿元 (YoY +46.28%，QoQ -5.63%)；实现归母净利润-2.57 亿元，扣非归母净利润-2.76 亿元，毛利率为 24.47% (YoY -1.2pct，QoQ -0.9pct)。

**DC-DC 芯片、线性电源芯片、信号链芯片收入增速较快。**分产品线来看，2025 年公司电源管理芯片收入 23.23 亿元 (YoY +41.10%)，占比 87%，毛利率下降 1.0pct 至 26.80%，其中 DC-DC 芯片收入 14.15 亿元 (YoY +56.29%)，占比 53%，毛利率下降 1.0pct 至 23.42%；AC-DC 芯片收入 5.13 亿元 (YoY +15.19%)，占比 19%，毛利率提高 2.4pct 至 27.56%；线性电源芯片收入 3.72 亿元 (YoY +40.28%)，占比 14%，毛利率下降 5.6pct 至 37.54%；电池管理芯片收入 2260 万元 (YoY -24.91%)，占比 0.85%，毛利率提高 11.3pct 至 45.16%。信号链芯片收入 2.57 亿元 (YoY +1211%)，占比 9.7%，毛利率提高 29.8pct 至 28.13%。功率产品收入 5652 万元，占比 2.1%，毛利率-7.80%。

**在售产品型号超 3700 款，针对新兴应用领域推出多款新产品。**截至 2025 年底，公司研发人员 1202 人，在售产品型号超 3700 款。计算与存储领域，公司推出多款高性能多相控制器及 DrMos 大电流产品，包括符合 intel.VR14 标准的 12 相控制器、符合 intel.IMVP9.3 的 9 相控制器等。汽车电子领域，公司在智能驾驶、车身照明等方面全面推进，推出多款面向智能驾驶的 ASIL-D PMIC 产品和多款车灯驱动芯片，推出新一代车规 DrMOS 并实现量产，车规多相控制器已送样客户测试，量产多款适合于 12V 和 48V 架构车规 eFuse 产品。新能源领域，公司推出面向太阳能应用设计的超高压 PMIC 芯片。网通和安防领域，公司推出多款 PoE 以太网供电芯片。

**投资建议：**自有工艺平台助力高端模拟芯片的推出，维持“优于大市”评级。由于持续高研发投入，我们下调公司 2026-2027 年归母净利润至 -2.75/+0.60 亿元（前值+0.44/+1.08 亿元），预计 2028 年归母净利润为 2.48 亿元，对应 2026 年 3 月 31 日股价的 PS 分别为 6.3/4.7/3.7x。虽然短期利润承压，但公司新产品和新市场拓展顺利，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**需求不及预期，客户导入不及预期，竞争加剧的风险。

## 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,679	2,655	3,660	4,875	6,327
(+/-%)	29.5%	58.2%	37.9%	33.2%	29.8%
归母净利润(百万元)	-603	-717	-275	60	248
(+/-%)	-13.5%	-18.9%	61.6%	121.7%	315.9%
每股收益(元)	-1.35	-1.59	-0.61	0.13	0.55
EBIT Margin	-24.6%	-25.4%	-6.3%	3.7%	7.2%
净资产收益率 (ROE)	-29.2%	-47.0%	-22.0%	4.5%	16.2%
市盈率 (PE)	-38.0	-32.2	-84.0	387.7	93.2
EV/EBITDA	-70.6	-45.5	-234.1	90.8	48.2
市净率 (PB)	11.09	15.15	18.48	17.64	15.07

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按年末总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

证券分析师：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	51.30 元
总市值/流通市值	23101/23101 百万元
52 周最高价/最低价	61.00/24.05 元
近 3 个月日均成交额	665.09 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《杰华特 (688141.SH) - 收入连续七个季度同比增长，三季度创季度新高》——2025-11-02
- 《杰华特 (688141.SH) - 二季度收入创季度新高，围绕新兴领域多元化布局产品》——2025-08-26
- 《杰华特 (688141.SH) - 四季度收入创新高，积极拓展新兴应用领域》——2025-04-24
- 《杰华特 (688141.SH) - 三季度收入创新高，毛利率环比提高》——2024-10-31
- 《杰华特 (688141.SH) - 二季度收入创季度新高，亏损幅度收窄》——2024-09-01

## 盈利预测

### 收入：

公司 2025 年实现收入 26.55 亿元 (YoY +58.15%)，毛利率下降 0.98pct 至 26.37%。公司产品主要包括电源管理芯片、信号链芯片、功率产品三大类。

- **电源管理芯片：**公司 2025 年电源管理芯片实现收入 23.23 亿元 (YoY +41.10%)，占比 87%，毛利率 26.80% (YoY -1.0pct)，毛利率下降主要是由于产品价格竞争激烈及产品结构变化。随着份额提升及新产品在客户端持续导入，我们预计公司 2026-2028 年电源管理芯片收入增速分别为 +40%/+34%/+31%；毛利率随着价格环境改善和高端产品占比提高逐步上升，预计 2026-2028 年分别为 33.3%/35.9%/36.3%。
- **信号链芯片：**通过并购引入天易合芯、领芯微等，公司 2025 年信号链芯片实现收入 2.57 亿元 (YoY +1211%)，占比 10%，毛利率 28.13% (YoY +30pct)。随着份额提升及新产品在客户端持续导入，我们预计公司 2026-2028 年信号链芯片收入增速分别为 +50%/+30%/+20%；毛利率随着价格环境改善和高端产品占比提高逐步上升，预计 2026-2028 年分别为 32%/35%/38%。
- **功率产品：**公司 2025 年新增加功率产品，实现收入 5652 万元，占比 2%，毛利率 -7.8%。随着产品上量，我们预计公司 2026-2028 年功率产品收入增速分别为 +50%/+40%/+30%；毛利率随着起量的规模效应逐步上升，预计 2026-2028 年分别为 +5%/+10%/+15%。

表1：公司业务拆分预估和主要费率预估

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>电源管理芯片</b>	收入 (百万元)	1646.02	2322.51	3255.41	4355.23	5706.44
	YOY	28.84%	41.10%	40.17%	33.78%	31.03%
	占比	98.05%	87.48%	88.95%	89.33%	90.19%
	毛利率	27.81%	26.80%	33.32%	35.92%	36.34%
<b>信号链芯片</b>	收入 (百万元)	19.62	257.13	385.70	501.40	601.68
	YOY	98.58%	1210.55%	50.00%	30.00%	20.00%
	占比	1.17%	9.68%	10.54%	10.28%	9.51%
<b>功率产品</b>	收入 (百万元)		56.52	84.78	118.69	154.30
	YOY			50.00%	40.00%	30.00%
	占比		2.13%	2.32%	2.43%	2.44%
<b>其他</b>	收入 (百万元)	13.11	18.86	18.86	18.86	18.86
	YOY	41.29%	43.86%	0.00%	0.00%	0.00%
	占比	0.78%	0.71%	0.52%	0.39%	0.30%
<b>合计</b>	收入 (百万元)	1678.75	2655.02	3659.96	4875.49	6326.99
	YOY	29.46%	58.15%	37.85%	33.21%	29.77%
	毛利率	27.35%	26.37%	33.27%	35.88%	36.54%
<b>销售费率</b>		6.78%	7.29%	5.50%	4.50%	4.30%
<b>管理费率</b>		8.23%	8.28%	6.45%	5.04%	4.96%
<b>研发费率</b>		36.89%	36.06%	27.50%	22.50%	20.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

**主要费率：**

- **研发费率：**公司 2025 年研发费用同比增长 55%至 9.57 亿元，研发费率为 36.06%。随着收入规模增加，我们认为研发费率在 2026-2028 年将逐步下降，假设 2026-2028 年研发费率分别为 27.5%/22.5%/20.0%。
- **管理费率：**公司 2025 年管理费用同比增长 59%至 2.20 亿元，管理费率为 8.28%。随着收入规模增加，我们认为管理费率在 2026-2028 年将逐步下降，假设 2026-2028 年管理费率分别为 6.45%/5.04%/4.96%。
- **销售费率：**公司 2025 年销售费用同比增长 70%至 1.94 亿元，销售费率为 7.29%。随着收入规模增加，我们认为销售费率在 2026-2028 年将逐步下降，假设 2026-2028 年销售费率分别为 5.50%/4.50%/4.30%。

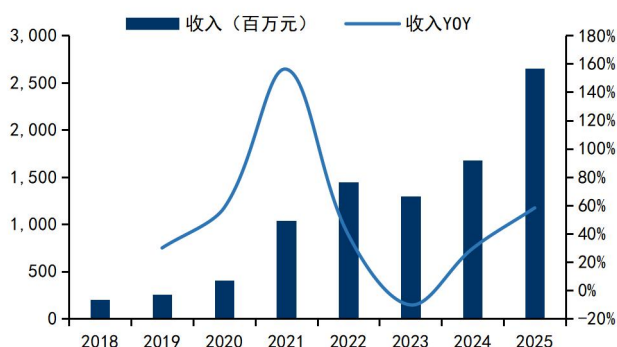
综上，我们预计 2026-2028 年公司营收同比增长 +38%/+33%/+30% 至 36.6/48.8/63.3 亿元，归母净利润同比增长 +62%/+122%/+316% 至 -2.75/+0.60/+2.48 亿元。

表2：未来 3 年盈利预测表

单位：百万元	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2655	3660	4875	6327
营业成本	1955	2442	3126	4015
销售费用	194	201	219	272
管理费用	220	236	246	314
研发费用	957	1006	1097	1265
财务费用	(0)	74	92	103
资产减值及公允价值变动	(142)	(51)	(70)	(85)
营业利润	(762)	(306)	63	270
利润总额	(754)	(305)	66	274
归属于母公司净利润	(717)	(275)	60	248
EPS (摊薄)	-1.59	-0.61	0.13	0.55
ROE (摊薄)	-47%	-22%	5%	16%

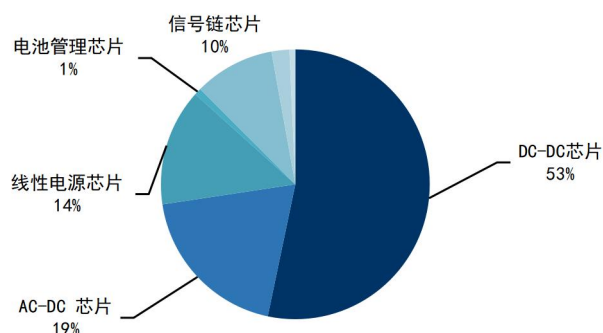
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

图1: 公司营业收入及增速



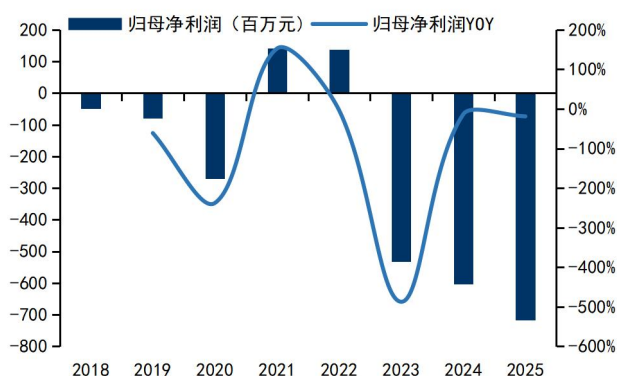
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司 2025 年收入构成



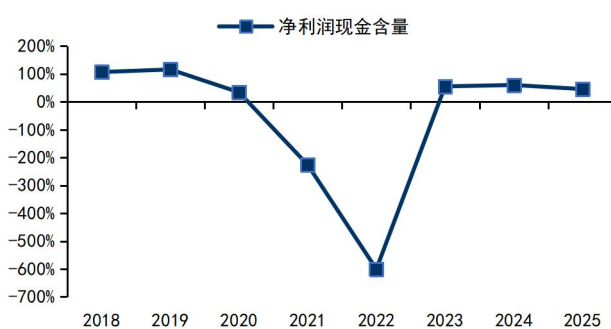
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



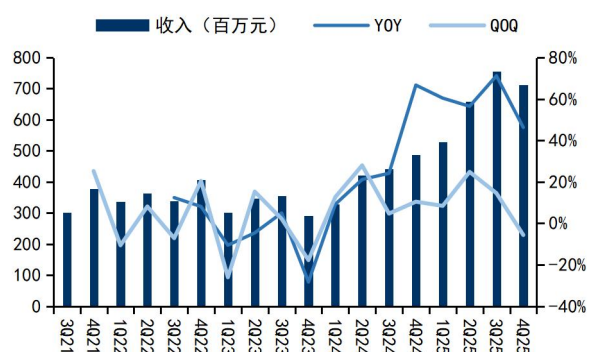
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司利润质量



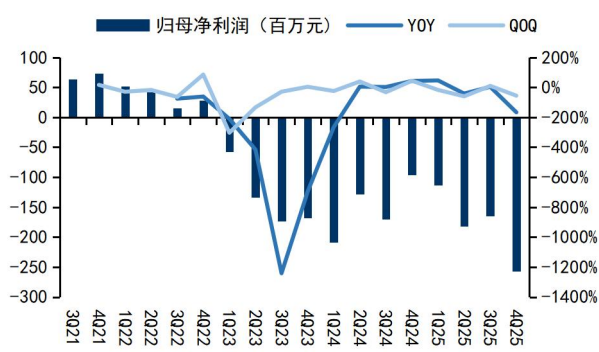
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司单季收入及增速



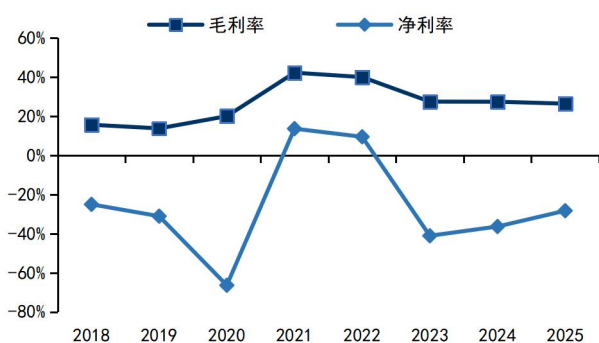
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季归母净利润及增速



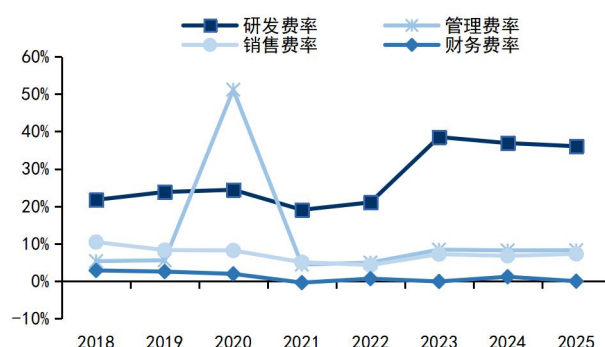
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司毛利率、净利率变化情况



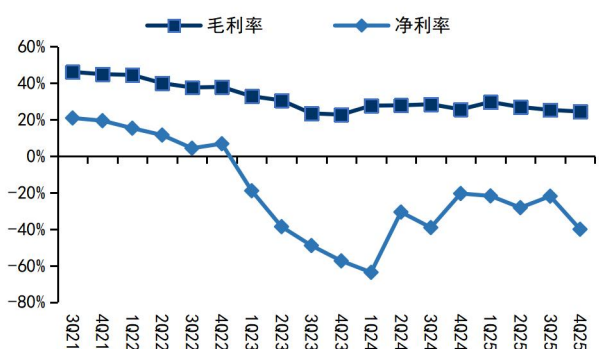
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司主要费率



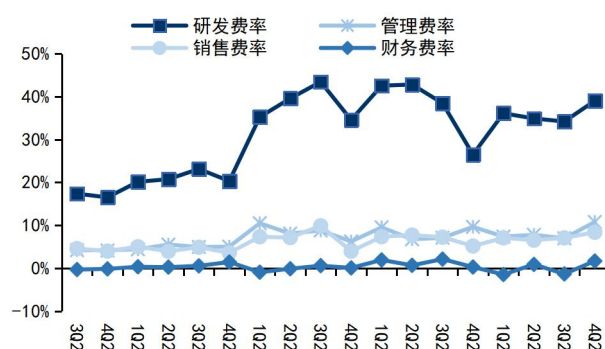
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度毛利率、净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度费率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1194	442	500	500	481	营业收入	1679	2655	3660	4875	6327
应收款项	566	667	920	1225	1590	营业成本	1220	1955	2442	3126	4015
存货净额	855	1009	1159	1406	1706	营业税金及附加	2	3	5	5	7
其他流动资产	222	432	591	774	992	销售费用	114	194	201	219	272
<b>流动资产合计</b>	<b>2837</b>	<b>2550</b>	<b>3169</b>	<b>3905</b>	<b>4768</b>	管理费用	138	220	236	246	314
固定资产	582	716	800	885	952	研发费用	619	957	1006	1097	1265
无形资产及其他	63	414	397	381	364	财务费用	20	(0)	74	92	103
其他长期资产	535	979	979	979	979	投资收益	(2)	1	1	1	1
长期股权投资	187	685	686	686	687	资产减值及公允价值变动	(208)	(142)	(51)	(70)	(85)
<b>资产总计</b>	<b>4204</b>	<b>5344</b>	<b>6031</b>	<b>6836</b>	<b>7751</b>	其他	31	53	49	42	4
短期借款及交易性金融负债	866	1128	1902	2351	2634	营业利润	(613)	(762)	(306)	63	270
应付款项	285	503	624	801	1033	营业外净收支	(0)	8	1	3	4
其他流动负债	232	381	462	578	744	<b>利润总额</b>	<b>(613)</b>	<b>(754)</b>	<b>(305)</b>	<b>66</b>	<b>274</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1384</b>	<b>2012</b>	<b>2988</b>	<b>3730</b>	<b>4411</b>	所得税费用	(2)	(2)	(15)	3	14
长期借款及应付债券	626	1160	1160	1160	1160	少数股东损益	(8)	(35)	(14)	3	13
其他长期负债	71	311	311	311	311	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(603)</b>	<b>(717)</b>	<b>(275)</b>	<b>60</b>	<b>248</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>697</b>	<b>1472</b>	<b>1472</b>	<b>1472</b>	<b>1472</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>2081</b>	<b>3483</b>	<b>4460</b>	<b>5202</b>	<b>5882</b>	净利润	(611)	(752)	(289)	63	261
少数股东权益	56	335	321	324	336	资产减值准备	205	150	58	70	85
股东权益	2068	1525	1250	1310	1533	折旧摊销	60	90	113	130	148
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4204</b>	<b>5344</b>	<b>6031</b>	<b>6836</b>	<b>7751</b>	公允价值变动损失	3	(7)	(7)	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	38	66	74	92	103
每股收益	(1.35)	(1.59)	(0.61)	0.13	0.55	营运资本变动	4	(271)	(351)	(442)	(486)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.06	其他	(58)	402	(132)	(162)	(188)
每股净资产	4.63	3.39	2.78	2.91	3.40	<b>经营活动现金流</b>	<b>(360)</b>	<b>(324)</b>	<b>(534)</b>	<b>(249)</b>	<b>(78)</b>
ROIC	-11%	-19%	-6%	5%	10%	资本开支	(199)	(216)	(180)	(199)	(198)
ROE	-29%	-47%	-22%	5%	16%	其它投资现金流	(301)	(931)	(1)	(1)	(1)
毛利率	27%	26%	33%	36%	37%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(500)</b>	<b>(1147)</b>	<b>(181)</b>	<b>(199)</b>	<b>(199)</b>
EBIT Margin	-25%	-25%	-6%	4%	7%	权益性融资	0	32	0	0	0
EBITDA Margin	-21%	-22%	-3%	6%	10%	负债净变化	(57)	534	0	0	0
收入增长	29%	58%	38%	33%	30%	支付股利、利息	(39)	(52)	0	0	(26)
净利润增长率	-14%	-19%	62%	122%	316%	其它融资现金流	333	200	774	449	283
资产负债率	51%	71%	79%	81%	80%	<b>融资活动现金流</b>	<b>236</b>	<b>714</b>	<b>774</b>	<b>449</b>	<b>257</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	<b>现金净变动</b>	<b>(621)</b>	<b>(756)</b>	<b>58</b>	<b>0</b>	<b>(19)</b>
P/E	(38.0)	(32.2)	(84.0)	387.7	93.2	货币资金的期初余额	1795	1174	418	477	477
P/B	11.1	15.1	18.5	17.6	15.1	货币资金的期末余额	1174	418	477	477	457
EV/EBITDA	(70.6)	(45.5)	(234.1)	90.8	48.2	企业自由现金流	(549)	(1069)	(637)	(338)	(106)
						权益自由现金流	(273)	(335)	66	24	80

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