

# 杰华特 (688141.SH)

## DrMOS 在计算和服务器领域开始大批量供应

**买入**

### 核心观点

**2022年收入同比增长39%，归母净利润同比减少3%。**公司2022年营收为14.48亿元(YoY +38.99%)，归母净利润为1.37亿元(YoY -3.39%)，扣非归母净利润0.96亿元(YoY -29.55%)。全年毛利率下降2.2pct至39.93%，研发费用增长53.46%至3亿元，研发费率提高2.0pct至21.05%，管理费率提高0.6pct至4.99%，销售费率下降0.8pct至4.32%，净利率下降4.2pct至9.43%。

**一季度收入同比环比均减少，毛利率承压。**公司1Q23营收3.02亿元(YoY -10.55%，QoQ -26.01%)，归母净利润-5713万元(YoY -211%，QoQ -304%)，扣非归母净利润-5689万元(YoY -228%，QoQ -431%)。1Q23毛利率为32.83%(YoY -11.7pct，QoQ -5.1pct)，期间费率同比提高22.2pct至52.15%，存货相比2022年底增加0.9亿元至8.75亿元。

**2022年DC-DC芯片收入翻倍增长，占比超过50%。**2022年公司电源管理芯片收入13.81亿元(YoY +35.50%)，占比95%，毛利率38.65%(-3.2pct)，其中DC-DC芯片收入7.58亿元(YoY +102.39%)，占比52%，毛利率38.40%(+0.7pct)；线性电源芯片收入3.41亿元(YoY +27.89%)，占比24%，毛利率51.41%(-1.2pct)；AC-DC芯片收入2.67亿元(YoY -27.42%)，占比18%，毛利率23.34%(-15.3pct)；电池管理芯片收入1519万元(YoY +45.33%)，占比1%，毛利率33.77%(+3.2pct)。信号链芯片收入2676万元(YoY +21.76%)，占比2%，毛利率66.83%(+11.5pct)。

**DrMOS在计算和服务器领域开始大批量供应，量产首颗车规级产品。**2022年公司推出众多具有竞争力的新产品，其中大电流DC-DC在计算和通信等领域获得更多客户的认可，出货量进一步放大；DrMOS系列继续推出多个料号，在计算和服务器领域获得客户的认可，开始大批量供应；首颗车规级产品量产，应用于智能座舱和辅助驾驶；支持IEEE 802.3bt的以太网供电PSE芯片开发成功；工业级BMS AFE产品开始逐步放量；多款新推出的电池管理和保护芯片进入客户试样阶段，多款低噪声LDO产品开发成功，进入市场送样阶段。

**投资建议：**自有工艺平台助力高端模拟芯片的推出，维持“买入”评级

我们预计公司2023-2025年归母净利润2.01/3.25/4.97亿元，同比增速+46.4%/+62.1%/+52.7%；EPS为0.45/0.73/1.11元，对应2023年4月28日股价的PE分别为93/57/38x。公司采用虚拟IDM经营模式，看好其自有工艺平台在高端模拟芯片领域的助力，维持“买入”评级。

**风险提示：**需求不及预期，产品研发不及预期，客户导入不及预期。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,042	1,448	1,954	2,615	3,388
(+/-%)	156.2%	39.0%	35.0%	33.8%	29.5%
归母净利润(百万元)	142	137	201	325	497
(+/-%)	152.6%	-3.4%	46.4%	62.1%	52.7%
每股收益(元)	0.37	0.31	0.45	0.73	1.11
EBIT Margin	13.4%	9.5%	7.3%	10.5%	13.6%
净资产收益率(ROE)	15.1%	4.4%	6.1%	9.1%	12.4%
市盈率(PE)	114.4	136.2	93.0	57.4	37.6
EV/EBITDA	106.9	124.3	119.3	63.6	39.3
市净率(PB)	17.34	5.94	5.64	5.21	4.66

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：周靖翔**  
021-60375402  
zhoujingxiang@guosen.com.cn  
S0980522100001

**证券分析师：叶子**  
0755-81982153  
yezi3@guosen.com.cn  
S0980522100003

**联系人：李书颖**  
0755-81982362  
lishuying@guosen.com.cn

**证券分析师：胡慧**  
021-60871321  
huhui2@guosen.com.cn  
S0980521080002

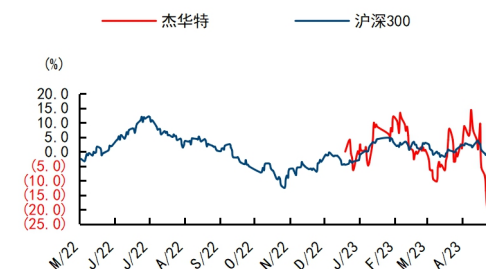
**证券分析师：李梓澎**  
0755-81981181  
lizipeng@guosen.com.cn  
S0980522090001

**联系人：詹浏洋**  
010-88005307  
zhanliuyang@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	41.79元
总市值/流通市值	18675/2067百万元
52周最高价/最低价	59.50/40.38元
近3个月日均成交额	175.56百万元

#### 市场走势

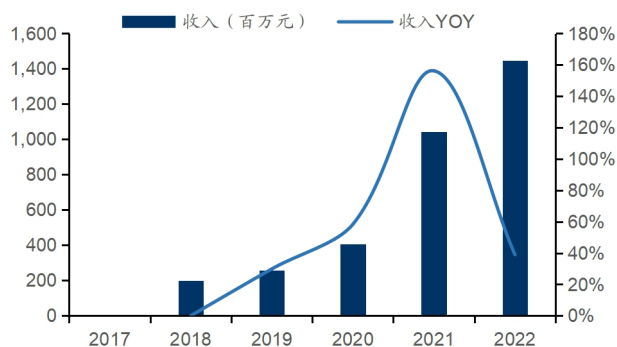


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

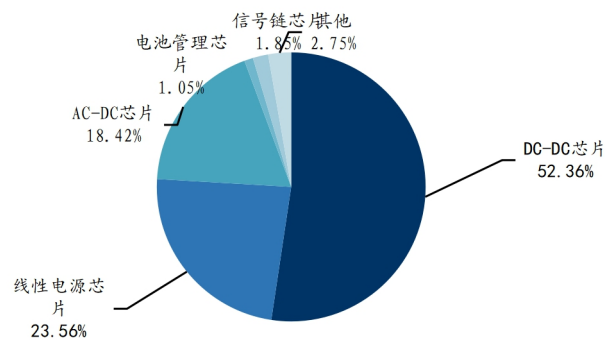
- 《杰华特(688141.SH)-四季度收入和归母净利润均环比增长》——2023-02-27
- 《杰华特(688141.SH)-工艺平台铸就护城河，高端模拟芯片获突破》——2022-12-27
- 《杰华特(688141.SH)-工艺平台领先的虚拟IDM企业》——2022-12-24

图1：公司营业收入及增速



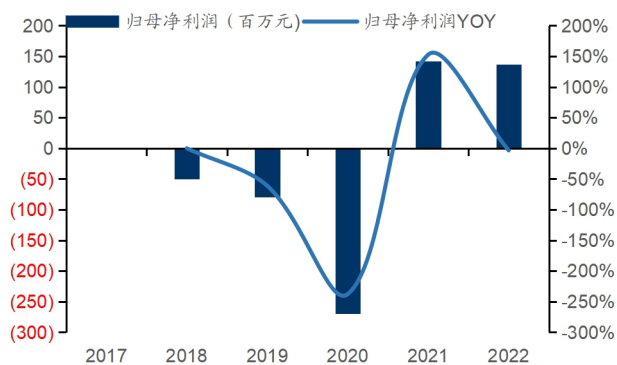
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司2022年收入构成



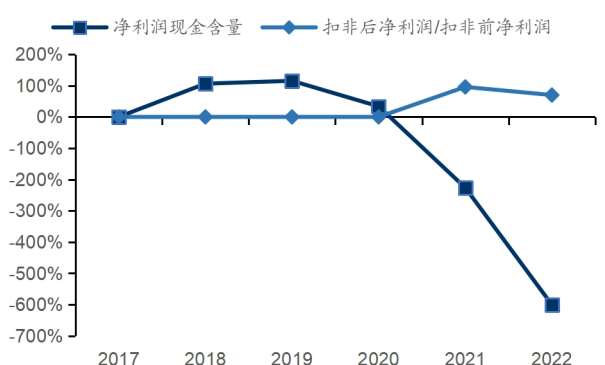
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



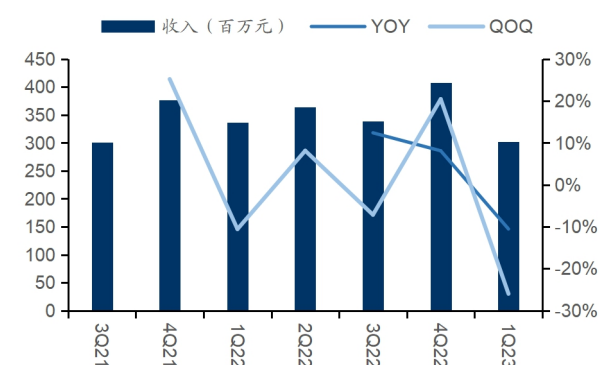
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司利润质量



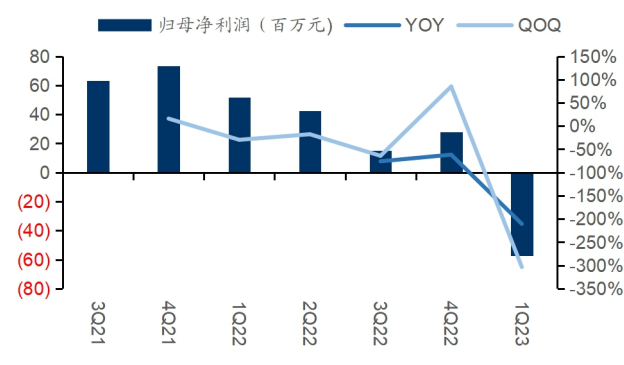
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司单季收入及增速



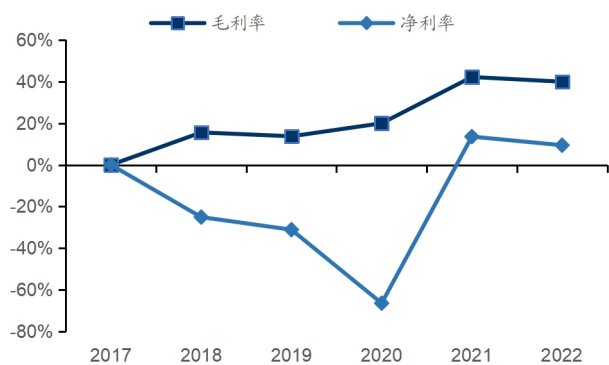
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季归母净利润及增速



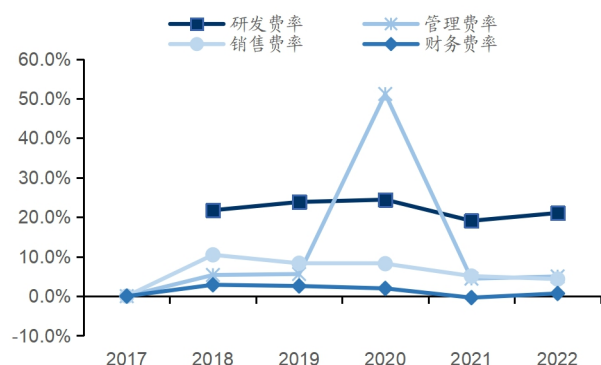
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司毛利率、净利率变化情况



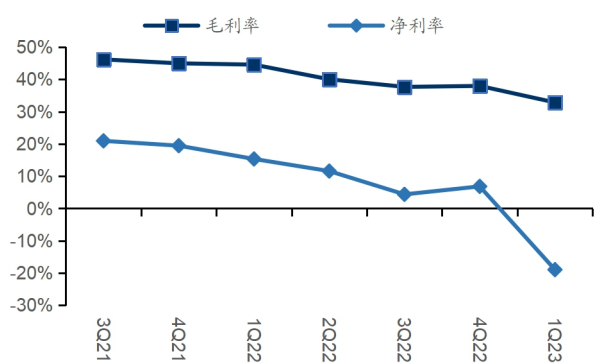
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司主要费率



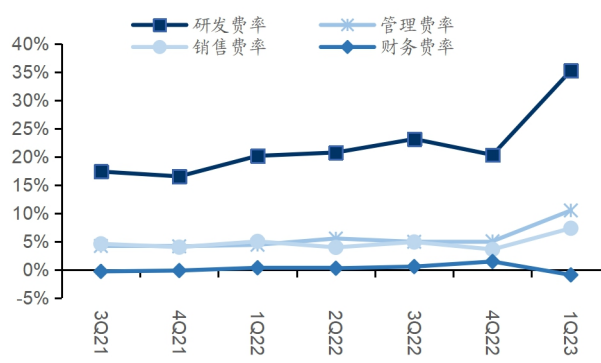
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	231	2186	2072	2165	2370	营业收入	1042	1448	1954	2615	3388
应收款项	146	338	456	610	790	营业成本	602	870	1192	1558	2002
存货净额	277	783	643	625	643	营业税金及附加	2	1	2	3	4
其他流动资产	215	319	431	577	747	销售费用	53	62	88	112	139
<b>流动资产合计</b>	<b>868</b>	<b>3626</b>	<b>3602</b>	<b>3977</b>	<b>4550</b>	管理费用	46	72	118	132	137
固定资产	150	261	336	402	450	研发费用	199	305	410	536	644
无形资产及其他	37	30	29	28	26	财务费用	(4)	10	(16)	(20)	(21)
其他长期资产	116	406	406	406	406	投资收益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	37	36	36	35	资产减值及公允价值变动	(7)	(21)	(16)	(16)	(16)
<b>资产总计</b>	<b>1172</b>	<b>4360</b>	<b>4409</b>	<b>4848</b>	<b>5468</b>	其他	4	31	61	63	70
短期借款及交易性金融负债	38	381	145	188	238	营业利润	141	136	203	340	537
应付款项	133	230	316	410	527	营业外净收支	0	0	0	0	0
其他流动负债	59	77	108	139	175	<b>利润总额</b>	<b>141</b>	<b>136</b>	<b>204</b>	<b>341</b>	<b>537</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>230</b>	<b>689</b>	<b>569</b>	<b>737</b>	<b>941</b>	所得税费用	0	0	4	17	43
长期借款及应付债券	1	525	525	525	525	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)	(3)
其他长期负债	4	5	5	5	5	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>142</b>	<b>137</b>	<b>201</b>	<b>325</b>	<b>497</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>5</b>	<b>530</b>	<b>530</b>	<b>530</b>	<b>530</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>235</b>	<b>1219</b>	<b>1100</b>	<b>1267</b>	<b>1471</b>	净利润	141	136	200	324	494
少数股东权益	(0)	(1)	(2)	(4)	(6)	资产减值准备	11	34	16	16	16
股东权益	937	3142	3311	3585	4004	折旧摊销	14	23	23	40	50
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1172</b>	<b>4360</b>	<b>4409</b>	<b>4848</b>	<b>5468</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	3	16	(16)	(20)	(21)
每股收益	0.37	0.31	0.45	0.73	1.11	营运资本变动	(493)	(963)	27	(158)	(215)
每股红利	0.00	0.05	0.07	0.12	0.18	其他	3	(70)	(0)	4	5
每股净资产	2.41	7.03	7.41	8.02	8.96	<b>经营活动现金流</b>	<b>(321)</b>	<b>(823)</b>	<b>249</b>	<b>206</b>	<b>330</b>
ROIC	20%	6%	4%	9%	12%	资本开支	(129)	(89)	(97)	(105)	(97)
ROE	15%	4%	6%	9%	12%	其它投资现金流	0	(47)	1	1	1
毛利率	42%	40%	39%	40%	41%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(129)</b>	<b>(136)</b>	<b>(96)</b>	<b>(104)</b>	<b>(96)</b>
EBIT Margin	13%	9%	7%	10%	14%	权益性融资	320	2081	0	0	0
EBITDA Margin	15%	11%	8%	12%	15%	负债净变化	(29)	524	0	0	0
收入增长	156%	39%	35%	34%	30%	支付股利、利息	(1)	(22)	(32)	(51)	(79)
净利润增长率	153%	-3%	46%	62%	53%	其它融资现金流	9	327	(236)	43	50
资产负债率	20%	28%	25%	26%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>299</b>	<b>2910</b>	<b>(268)</b>	<b>(9)</b>	<b>(28)</b>
息率	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	<b>现金净变动</b>	<b>(153)</b>	<b>1955</b>	<b>(114)</b>	<b>93</b>	<b>205</b>
P/E	114.4	136.2	93.0	57.4	37.6	货币资金的期初余额	355	203	2158	2043	2136
P/B	17.3	5.9	5.6	5.2	4.7	货币资金的期末余额	203	2158	2043	2136	2341
EV/EBITDA	106.9	124.3	119.3	63.6	39.3	企业自由现金流	(468)	(892)	93	37	164
						权益自由现金流	(488)	(41)	(127)	98	234

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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