

# 杰华特 (688141.SH)

## 6相和8相控制器已通过英特尔测试

买入

### ◆ 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: 周靖翔 021-60375402  
 证券分析师: 叶子 0755-81982153  
 联系人: 詹浏洋 010-88005307  
 联系人: 李书颖 0755-81982362  
 联系人: 连欣然 010-88005482

### ◆ 电子 · 半导体

hujian1@guosen.com.cn  
 huhui2@guosen.com.cn  
 zhoujingxiang@guosen.com.cn  
 yezhi3@guosen.com.cn  
 zhanliuyang@guosen.com.cn  
 lishuying@guosen.com.cn  
 lianxinran@guosen.com.cn

### ◆ 投资评级: 买入(维持评级)

执证编码: S0980521080001  
 执证编码: S0980521080002  
 执证编码: S0980522100001  
 执证编码: S0980522100003

## 事项:

公司发布符合 Intel SVID 协议及 IMVP9.1 规格的 Vcore 电源解决方案(多相控制器和智能功率级 DrMOS),并在第二届全球数字贸易博览会上展示多款数字化创新专利产品(多相控制器和 DrMOS、模拟前端 AFE、大电流电子保险丝芯片等)。

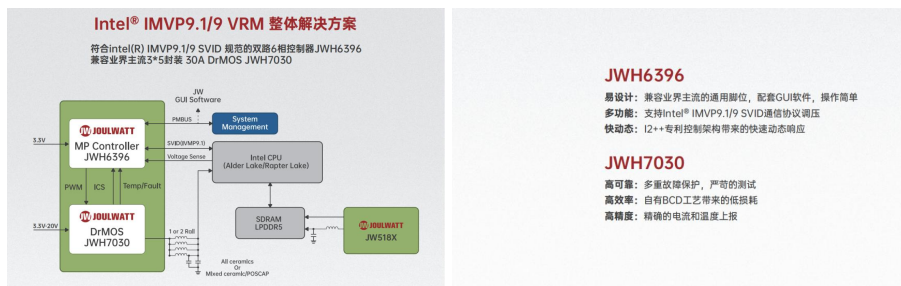
**国信电子观点:** 1) 多相控制器和 DrMOS 是与 CPU/GPU 等主芯片配套的电源管理芯片,在 AI 以及汽车自动化等对算力需求增加的背景下,我们认为市场规模有望增加; 2) 公司依靠虚拟 IDM 经营模式下的工艺优势,在多种依赖进口的高端模拟芯片领域取得突破,包括多相控制器、DrMOS、AFE、大电流电子保险丝芯片等。由于通讯和工业需求仍然较弱,叠加客户去库存的需求,我们下调公司业绩预期,预计 2023-2025 年收入 14/17/21 亿元(前值 16/20/24 亿元),归母净利润-3.91/-1.85/+0.34 亿元(前值-3.18/-1.67/+0.79 亿元),对应 2023 年 12 月 7 日股价的 PS 分别为 10.2/8.2/6.7x。虽然公司短期盈利受行业周期和巨额研发投入影响,但我们看好公司自有工艺平台在高端模拟芯片领域的助力,维持“买入”评级。

## 评论:

### ◆ 可提供英特尔 IMVP9.1/9 以及 VR14/13.HC VRM 整体解决方案,6相和8相控制器已通过英特尔测试

11月15日,公司在英特尔大湾区科技创新中心举办了 IMVP9.1 Vcore 电源解决方案发布会,可为英特尔第 12 和 13 代酷睿处理器提供整体的 VRM 解决方案。其中多相控制器 JWH6396 是符合英特尔 IMVP9.1/9 SVID 协议规范的双路 6 相控制器,已通过英特尔测试并进入到 PCL 列表;与之配套的 JWH7030 是兼容业界主流封装的 22V/30A 智能功率级。

图1: 公司基于 JWH6396+JWH7030 的 Intel® IMVP9.1/9 VRM 整体解决方案



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

另外，在 11 月 23 日至 27 日举行的第二届全球数字贸易博览会上，公司还在展示了基于 JWH6375+JWH7067/7069 的 Intel® VR14/13.HC VRM 整体解决方案，可为英特尔第四代至强可扩展处理器提供整体的 VRM 解决方案。其中 JWH6375 是符合英特尔 VR14/13.HC SVID 协议规范的双路 8 相控制器，目前已通过英特尔的测试；JWH7067 是兼容业界主流封装的 16V/70A 智能功率级，JWH7069 是兼容业界主流封装的 16V/90A 智能功率级。

图2：公司基于 JWH6375+JWH7067/7069 的 Intel® VR14/13.HC VRM 整体解决方案



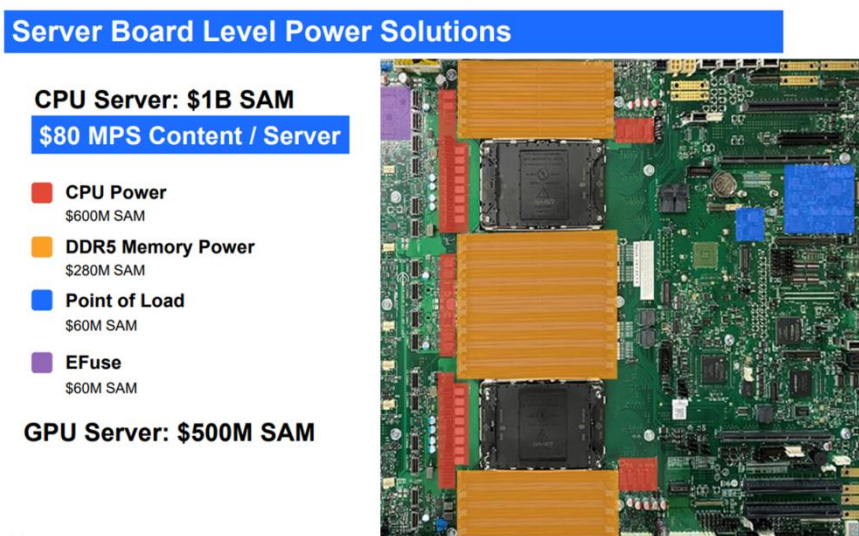
资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

◆ 预计明年年底在 PC-服务器-AI-自动驾驶等应用领域形成完整的多相+DrMOS 产品矩阵

多相控制器方面，除前面提到的已量产 6 相/8 相产品外，另有多款产品在客户验证或开发中。DrMOS 方面，公司采用单芯片方案，产品覆盖从服务器的 60A/70A/90A，到车规的 50A，再到 PC 的 30A，其中 30A 至 70A 的产品已经量产。

根据 MPS 公司的测算，其在服务器板级电源方案的可服务市场规模为 15 亿美元，在计算领域的可服务市场规模超过 40 亿美元。

图3：MPS 服务器板级电源方案的 SAM



资料来源：MPS 公告，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 工业级 AFE 已量产，汽车级 AFE 正在研发中

AFE 产品涉及高压、高精度、供应链、基准、低噪声等多种因素，最大的难点是对 AFE 复杂应用场景的理解，公司目前已量产工业级 AFE，汽车级 AFE 正在研发中。

公司在第二届全球数字贸易博览会上展示的 AFE 产品 JW3376 适用于 11-16 串锂离子、锂聚合物和磷酸铁锂电池组。通过 SPI 通信，主机控制器可以使用该产品执行多种电池组管理功能，比如监视（电池电压、电池组电流、电池组温度）、保护（控制充电/放电 FET）以及均衡功能；芯片内集成的模数转换器 ADC 可实现对关键系统参数的纯数字读取。该产品具有采样精度高、保护全、功耗低、可靠性高的特点，广泛应用于二轮车、储能等场景。

#### ◆ 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

由于通讯和工业需求仍然较弱，叠加客户去库存的需求，我们下调公司业绩预期，预计 2023-2025 年收入 14/17/21 亿元（前值 16/20/24 亿元），归母净利润-3.91/-1.85/+0.34 亿元（前值-3.18/-1.67/+0.79 亿元），对应 2023 年 12 月 7 日股价的 PS 分别为 10.2/8.2/6.7x。虽然公司短期盈利受行业周期和大额研发投入影响，但我们看好公司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

产品研发不及预期，客户导入不及预期，需求不及预期，竞争加剧的风险，限售股解禁后减持的风险。

#### 相关研究报告：

- 《杰华特（688141.SH）-二季度收入环比增长 15%，高研发投入致盈利承压》——2023-09-04
- 《杰华特（688141.SH）-DrMOS 在计算和服务器领域开始大批量供应》——2023-05-01
- 《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

## 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	1492	1271	1411	营业收入	1042	1448	1382	1716	2098
应收款项	146	338	322	400	489	营业成本	602	870	1002	1174	1380
存货净额	277	783	861	779	657	营业税金及附加	2	1	2	2	2
其他流动资产	215	319	305	378	462	销售费用	53	62	111	103	105
<b>流动资产合计</b>	<b>868</b>	<b>3626</b>	<b>2981</b>	<b>2829</b>	<b>3020</b>	管理费用	46	72	119	121	117
固定资产	150	261	336	402	450	研发费用	199	305	497	515	482
无形资产及其他	37	30	29	28	26	财务费用	(4)	10	(8)	(1)	4
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)	(112)	(55)	(33)
<b>资产总计</b>	<b>1172</b>	<b>4360</b>	<b>3788</b>	<b>3700</b>	<b>3937</b>	其他	4	31	56	59	63
短期借款及交易性金融负债	38	381	145	188	329	营业利润	141	136	(397)	(194)	37
应付款项	133	230	265	306	359	营业外净收支	0	0	0	0	0
其他流动负债	59	77	95	107	122	<b>利润总额</b>	<b>141</b>	<b>136</b>	<b>(396)</b>	<b>(194)</b>	<b>37</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>230</b>	<b>689</b>	<b>505</b>	<b>601</b>	<b>810</b>	所得税费用	0	0	(8)	(10)	3
长期借款及应付债券	1	525	525	525	525	少数股东损益	(1)	(1)	2	1	(0)
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>(391)</b>	<b>(185)</b>	<b>34</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>5</b>	<b>530</b>	<b>530</b>	<b>530</b>	<b>530</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>235</b>	<b>1219</b>	<b>1035</b>	<b>1131</b>	<b>1340</b>	净利润	141	136	(388)	(184)	34
少数股东权益	(0)	(1)	1	2	2	资产减值准备	11	34	112	55	33
股东权益	937	3142	2752	2567	2595	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>3788</b>	<b>3700</b>	<b>3937</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	3	16	(8)	(1)	4
每股收益	0.37	0.31	(0.87)	(0.41)	0.08	营运资本变动	(493)	(963)	4	(16)	16
每股红利	0.00	0.05	0.00	0.00	0.01	其他	3	(70)	(104)	(53)	(37)
每股净资产	2.41	7.03	6.16	5.74	5.81	<b>经营活动现金流</b>	<b>(321)</b>	<b>(823)</b>	<b>(362)</b>	<b>(159)</b>	<b>101</b>
ROIC	20%	6%	-10%	-6%	0%	资本开支	(129)	(89)	(97)	(105)	(97)
ROE	15%	4%	-14%	-7%	1%	其它投资现金流	0	(47)	1	1	1
毛利率	42%	40%	27%	32%	34%	<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%	-25%	-12%	1%	权益性融资	320	2081	0	0	0
EBITDA Margin	15%	11%	-24%	-9%	3%	负债净变化	(29)	524	0	0	0
收入增长	156%	39%	-5%	24%	22%	支付股利、利息	(1)	(22)	0	0	(5)
净利润增长率	153%	-3%	-385%	53%	118%	其它融资现金流	9	327	(236)	43	141
资产负债率	20%	28%	27%	31%	34%	<b>融资活动现金流</b>	<b>299</b>	<b>2910</b>	<b>(236)</b>	<b>43</b>	<b>135</b>
息率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>现金净变动</b>	<b>(153)</b>	<b>1955</b>	<b>(694)</b>	<b>(221)</b>	<b>140</b>
P/E	86.1	102.4	(36.0)	(75.9)	412.4	货币资金的期初余额	355	203	2158	1464	1243
P/B	13.0	4.5	5.1	5.5	5.4	货币资金的期末余额	203	2158	1464	1243	1382
EV/EBITDA	80.8	95.4	(46.3)	(95.3)	248.4	企业自由现金流	(468)	(892)	(412)	(270)	(20)
						权益自由现金流	(488)	(41)	(640)	(226)	117

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，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