

**评级：买入(维持)**

市场价格：14.32元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

分析师：王九鸿

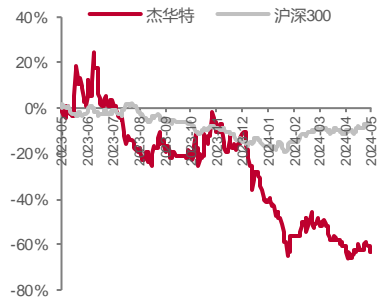
执业证书编号：S0740523110004

Email: wangjh07@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	447
流通股本(百万股)	233
市价(元)	14.32
市值(百万元)	6,399
流通市值(百万元)	3,342

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

- 1 杰华特三季报点评：库存开始去化，高投入下盈利暂时承压
- 2 【中泰电子】杰华特中报点评：二季度边际回暖，产品线持续完善
- 3 【中泰电子】杰华特：上市后首次股权激励计划推出，服务器大电流DCDC进展顺利

**公司盈利预测及估值**

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,448	1,297	1,679	2,092	2,449
增长率 yoy%	39%	-10%	29%	25%	17%
归母净利润(百万元)	137	-531	-371	-31	193
增长率 yoy%	-3%	-487%	30%	92%	716%
每股收益(元)	0.31	-1.19	-0.83	-0.07	0.43
每股现金流量	-1.84	-0.65	-0.60	-0.18	0.58
净资产收益率	4%	-20%	-16%	-1%	8%
P/E	46.66	-12.04	-17.27	-204.06	33.14
P/B	2.04	2.40	2.79	2.83	2.60

备注：备注：以2024年5月13日收盘价计算，每股指标按照最新股本数全面摊薄

**投资要点**

- **事件：4月29日，公司发布2023年报和2024年一季报。**
- **2023年：**收入12.97亿元，同比-10%；归母净利润-5.31亿元，同比转亏；毛利率27.4%，同比-12.5pcts，毛利率下降主要系公司积极提升市场份额，芯片产品销量较上年同期增长较多，但产品价格受到一定承压导致毛利率有所下降。2023年转亏损主要系毛利率下降、计提存货减值以及研发费用等经营费用增加的影响。
- **2023Q4：**收入2.92亿元，同比-28.3%，环比-17.7%；归母净利润-1.67亿元，同比转亏，环比亏损水平相当；毛利率22.8%，同比-10.0pcts，环比-0.7pcts；存货8.74亿元，环比23Q3末下降3.9%。
- **2024Q1：**收入3.29亿元，同比+9.2%，环比+12.7%；归母净利润-2.09亿元，同环比亏损幅度扩大，同比扩大主要系毛利率同比下降、研发费用同比增加、存货跌价带来的资产减值损失增加，环比扩大主要系23Q4有股份支付费用冲回，因此表现来看24Q1的研发费用/销售费用/管理费用环比增加；毛利率27.7%，同比-2.9pcts，环比+4.9pcts；存货8.13亿元，环比23Q4末下降7.0%。
- **连续三个季度库存去化，毛利率开始回升。**2023Q3公司库存开始去化，23Q3、23Q4、24Q1存货分别环比下降1.8%、3.9%、7.0%，随着高价晶圆库存的消耗，以及公司通过产品设计和制程上的优化和持续推出新产品，进一步提升成本竞争力，产品结构的不断优化也对毛利率产生正向影响，24Q1毛利率环比显著回升4.9pcts。
- **持续推进产品多元化，多款新品推出。**公司在电源管理和信号链各主要方向持续推出新产品，2023年发布了100V DC-DC、升降压DC-DC、放大器、比较器、模拟开关等多款产品；电子保护开关(eFuse)方面，推出一款业界领先的50A功率管集成产品，具有导通功耗小、启动电流能力大、恶劣情况下保护性能强等优点，获得计算领域客户广泛好评；LDO方面，2023年公司推出多款汽车级LDO，可应用于智能座舱、辅助驾驶等，并推出了多款应用于通信和服务器的超低噪声高性能大电流LDO。
- **虚拟IDM卡位加持，DrMos+多相形成完整产品矩阵。**虚拟IDM模式下，公司拥有专有工艺技术，能够基于晶圆厂的产线资源进行晶圆制造工艺的开发与优化，优势在于能够更好更快推出高压电源等对工艺要求高的产品，公司30A~90A DrMOS及6相、8相等多相控制器均已实现量产，其中90A的DrMOS为2023年重点推出产品，后续将陆续推出其他相数的控制器产品。目前，在PC-服务器-AI-自动驾驶等应用领域公司已形成完整的DRMOS+多相的产品矩阵。
- **投资建议：**2023年受到毛利率下行、保持高研发投入、存货减值等的影响，公司盈利暂时承压，适当调整前期的盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润为-3.71/-0.31/+1.93亿元(此前预测2024/2025年为-0.96/+2.40亿元)，2024/5/13收盘价对应PE为-17/-204/+33倍。考虑到：
  - 1) 模拟IC行业竞争格局随着小公司出清开始缓和，24Q1公司毛利率已经开始显著回升，业内其他主要公司的毛利率也开始回升；

- 2) 公司目前亏损中存货减值影响较大，24Q1 公司亏损 2.09 亿元，因为存货减值导致的资产减值损失则达到 1.02 亿元，目前公司已经连续三个季度去库存，随着高价晶圆的消耗，存货减值后续有望减少，亏损有望显著收窄；
- 3) 公司虚拟 IDM 模式的卡位仍然具备独特优势，后续在大电流大电压产品的应用场景有着不错前景，目前 DrMos 和多项控制器的进度在国内领先，随着 AI 算力及服务器的国产化推进，公司有望迎来高增长。综合以上因素，维持公司“买入”评级。
- **风险提示事件：** 下游景气度修复不及预期；宏观环境波动风险

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,821	1,526	1,416	1,647	营业收入	1297	1679	2092	2449
应收票据	10	13	16	18	营业成本	941	1151	1383	1565
应收账款	315	366	400	398	税金及附加	2	2	3	3
预付账款	157	192	230	260	销售费用	94	101	98	86
存货	874	724	731	671	管理费用	109	118	109	98
合同资产	0	0	0	0	研发费用	499	554	502	478
其他流动资产	187	242	301	352	财务费用	-1	-3	-1	-2
流动资产合计	3,363	3,062	3,093	3,347	信用减值损失	-7	-7	-7	-7
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-203	-150	-50	-50
长期股权投资	45	45	45	45	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	101	107	111	114	投资收益	1	1	1	1
在建工程	264	264	264	264	其他收益	26	26	26	26
无形资产	31	28	25	23	<b>营业利润</b>	-530	-372	-31	192
其他非流动资产	420	421	422	422	营业外收入	1	0	0	0
非流动资产合计	862	865	867	868	营业外支出	4	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>4,225</b>	<b>3,926</b>	<b>3,960</b>	<b>4,215</b>	<b>利润总额</b>	-533	-372	-31	192
短期借款	414	414	414	414	所得税	0	0	0	0
应付票据	54	70	80	100	<b>净利润</b>	-533	-372	-31	192
应付账款	185	226	271	307	少数股东损益	-2	-1	0	-1
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	-531	-371	-31	193
合同负债	23	30	38	44	NOPLAT	-534	-375	-32	191
其他应付款	0	0	0	0	EPS (按最新股本摊薄)	-1.19	-0.83	-0.07	0.43
一年内到期的非流动负债	92	92	92	92					
其他流动负债	70	78	80	80					
流动负债合计	837	910	975	1,038					
长期借款	683	683	683	683					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	39	39	39	39					
非流动负债合计	722	722	722	722					
<b>负债合计</b>	<b>1,559</b>	<b>1,632</b>	<b>1,697</b>	<b>1,760</b>					
归属母公司所有者权益	2,667	2,296	2,265	2,458					
少数股东权益	0	-2	-2	-3					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,667</b>	<b>2,294</b>	<b>2,263</b>	<b>2,455</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,225</b>	<b>3,926</b>	<b>3,960</b>	<b>4,215</b>					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-291	-269	-82	259
现金收益	-504	-347	-3	221
存货影响	-91	151	-7	60
经营性应收影响	191	61	-25	19
经营性应付影响	8	58	55	56
其他影响	105	-191	-102	-97
<b>投资活动现金流</b>	-300	-29	-29	-30
资本支出	-136	-31	-31	-31
股权投资	-8	0	0	0
其他长期资产变化	-156	2	2	1
<b>融资活动现金流</b>	229	3	1	2
借款增加	283	0	0	0
股利及利息支付	-25	-22	-22	-22
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-29	25	23	24

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-10.43%	29.48%	24.58%	17.07%
EBIT 增长率	-465.40%	29.74%	91.48%	695.95%
归母公司净利润增长率	-487.44%	30.25%	91.54%	715.72%
<b>获利能力</b>				
毛利率	27.40%	31.43%	33.88%	36.09%
净利率	-41.13%	-22.16%	-1.50%	7.86%
ROE	-19.93%	-16.15%	-1.39%	7.86%
ROIC	-15.47%	-12.27%	-1.06%	5.92%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.89%	41.56%	42.85%	41.75%
债务权益比	46.05%	53.52%	54.26%	50.01%
流动比率	401.99%	336.43%	317.26%	322.53%
速动比率	297.51%	256.92%	242.29%	257.90%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	30.69%	42.76%	52.83%	58.10%
应收账款周转天数	87	73	66	59
应付账款周转天数	66	64	65	66
存货周转天数	317	250	189	161
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-1.19	-0.83	-0.07	0.43
每股经营现金流	-0.65	-0.60	-0.18	0.58
每股净资产	5.97	5.14	5.07	5.50
<b>估值比率</b>				
P/E	-12	-17	-204	33
P/B	2	3	3	3
EV/EBITDA	-19	-28	-3,525	44

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。