

杰华特 (688141)

逐步建立完整 AI 服务器供电体系

报告正文

◆ DrMOS 实现量产爬坡，构建完整 AI 电源体系

2024 上半年，杰华特推出了 65V 大电流 MOSFET 集成降压芯片、100V 大电流降压控制器芯片，以及用于 CPU 供电且具有极好兼容性的、单芯片可支持 60A 以上输出电流的智能功率级 (DrMOS, Integrated Driver & MOSFET, 集成驱动器 MOS) 和多相控制器系列芯片，新发布的 90A DrMOS 大电流产品，效率高、可靠稳定，整体性能处于行业领先水平。

AI 服务器计算能力快速提升，其功率密度也随之增长，所以服务器对散热和能耗产生更高要求。DrMOS+多相控制器的方案相较于分立方案，能够降低高能耗问题，因此 DrMOS 在 AI 服务器领域的需求将不断扩大。据杰华特 2024 年 Q3 交流纪要，公司大电流产品主要应用于 PC、汽车及服务器等。30A、50A、70A、90A 的 DrMOS 都已在客户端实现量产爬坡，多相控制器产品也会陆续补充，构建完整的产品矩阵。

◆ 虚拟 IDM 模式日趋完善，夯实研发根基

公司采用虚拟 IDM 模式，依托自身工艺与芯片设计双重优势，根据全模拟类产品的应用场景进行整体系统优化。公司已在国内主要晶圆厂建立了 0.18 微米的 7 至 55V 中低压 BCD 工艺（部分电压段已延展至 90 纳米）、0.18 微米的 10 至 200V 高压 BCD 工艺、以及 0.35 微米的 10 至 700V 超高压 BCD 工艺等三大类工艺平台，各条线均已迭代一至三代，初步形成了自研工艺体系。2024 上半年，公司已经延展到 12 寸晶圆 90nm 及以下工艺，通过加强更低功耗、更高集成度、更高功率密度的工艺技术研发，为更多差异化产品的研发奠定基础。

◆ 投资建议

公司的产品矩阵日益丰富，研发能力持续提升，看好公司在国内高性能服务器领域的发展前景。预计 2024-2026 年分别实现销售收入 15.46 亿元、

投资评级

买入

维持评级

2024年12月17日

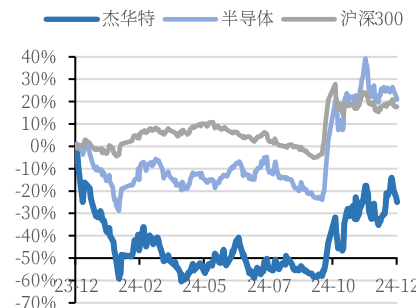
收盘价(元):

24.86

公司基本数据

总股本(百万股)	446.88
总市值(百万)	11,109.44
流通股本(百万股)	262.20
流通市值(百万)	6,518.39
12月最高/最低价(元)	34.50/12.67
资产负债率(%)	44.99
每股净资产(元)	5.02
市盈率(TTM)	-16.47
市净率(PB)	4.95
净资产收益率(%)	-22.60

股价走势图



作者

刘牧野 分析师
SAC 执业证书: S0640522040001
邮箱: liumy@avicsec.com

相关研究报告

虚拟 IDM 赋能，模拟芯片平台多点开花 —
2022-12-23

19.80 亿元、24.78 亿元。当前股价对应 PS 分别为 7.18 、 5.61 、 4.48 倍，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

研发进度不及预期的风险；关键技术人员流失的风险；存货规模较大及跌价风险；国际贸易摩擦加剧的风险

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1447.68	1296.75	1546.23	1980.00	2477.53
增长率（%）	38.99	-10.43	19.24	28.05	25.13
归母净利润（百万元）	137.16	-531.41	-625.42	-461.08	-213.12
增长率（%）	-3.39	-487.44	-17.69	26.28	53.78
毛利率（%）	39.93	27.40	27.94	29.92	32.89
每股收益（元）	0.31	-1.19	-1.40	-1.03	-0.48
市盈率 PE	81.00	-20.91	-17.76	-24.09	-52.13
市净率 PB	3.54	4.17	5.44	7.03	8.13
净资产收益率 ROE（%）	4.36	-19.93	-30.64	-29.18	-15.59

资料来源：ifind，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (百万元)

资产负债表						利润表					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2186.37	1821.24	703.85	198.00	247.75	营业收入	1447.68	1296.75	1546.23	1980.00	2477.53
应收票据及账款	326.41	337.92	320.38	410.25	513.34	营业成本	869.56	941.47	1114.27	1387.56	1613.65
预付账款	144.36	156.66	174.60	223.58	279.77	税金及附加	1.43	2.24	2.23	2.86	3.57
其他应收款	12.59	3.86	8.36	10.70	13.39	销售费用	62.48	93.63	92.77	99.00	99.10
存货	782.85	874.17	849.82	1058.25	1230.68	管理费用	72.19	109.26	115.97	124.74	123.88
其他流动资产	173.69	169.54	174.82	223.86	280.12	研发费用	304.72	499.37	603.03	613.80	619.38
流动资产总计	3626.28	3363.39	2231.83	2124.66	2565.05	财务费用	9.80	-0.91	34.07	25.99	36.15
长期股权投资	36.92	45.05	43.15	41.25	39.35	资产减值损失	-21.02	-202.87	-224.20	-118.80	-49.55
固定资产	86.83	118.00	129.21	133.52	130.94	信用减值损失	-12.96	-6.60	-9.10	-11.65	-14.58
在建工程	184.23	263.91	219.93	175.94	131.96	其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	30.01	30.97	21.47	11.96	2.45	投资收益	-0.52	1.36	0.28	0.28	0.28
长期待摊费用	2.30	2.60	1.30	0.00	0.00	公允价值变动损益	-0.44	0.44	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	393.94	401.14	401.14	401.14	401.14	资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	734.22	861.68	816.18	763.80	705.82	其他收益	43.83	26.09	25.90	25.90	25.90
资产总计	4360.49	4225.07	3048.01	2888.45	3270.87	营业利润	136.38	-529.88	-623.23	-378.21	-56.15
短期借款	364.33	414.47	0.00	279.53	793.19	营业外收入	0.28	0.28	0.27	0.27	0.27
应付票据及账款	230.45	238.36	274.54	341.88	397.59	营业外支出	0.21	3.90	1.38	1.38	1.38
其他流动负债	94.05	183.85	174.63	211.61	243.20	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	688.83	836.67	449.18	833.02	1433.97	利润总额	136.45	-533.50	-624.33	-379.32	-57.26
长期借款	530.10	690.22	525.01	360.93	199.66	所得税	0.00	-0.09	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	31.64	31.64	31.64	31.64	净利润	136.45	-533.41	-624.34	-379.32	-57.26
非流动负债合计	530.10	721.87	556.65	392.57	231.30	少数股东损益	-0.71	-2.00	1.08	0.66	0.10
负债合计	1218.94	1558.54	1005.82	1225.59	1665.27	归属母公司股东净利润	137.16	-531.41	-625.42	-379.98	-57.36
股本	446.88	446.88	446.88	446.88	446.88	EBITDA	176.62	-495.01	-546.68	-302.85	34.96
资本公积	2410.09	2472.53	2472.53	2472.53	2472.53	NOPLAT	105.00	-557.04	-589.17	-352.23	-20.01
留存收益	285.38	-252.60	-878.03	-1258.01	-1315.37	EPS(元)	0.31	-1.19	-1.40	-0.85	-0.13
归属母公司权益	3142.35	2666.81	2041.39	1661.40	1604.04	主要财务比率					
少数股东权益	-0.79	-0.28	0.80	1.46	1.56	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
股东权益合计	3141.56	2666.53	2042.19	1662.87	1605.61	成长能力					
负债和股东权益合计	4360.49	4225.07	3048.01	2888.45	3270.87	营收增长率	38.99%	-10.43%	19.24%	28.05%	25.13%
现金流量表						营业利润增长率	-3.43%	-488.53%	-17.62%	39.31%	85.15%
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	EBIT增长率	6.37%	-465.40%	-10.45%	40.14%	94.02%
税后经营利润	136.45	-533.41	-649.40	-404.39	-82.33	EBITDA增长率	13.02%	-380.28%	-10.44%	44.60%	111.54%
折旧与摊销	30.36	39.39	43.59	50.48	56.07	归母净利润增长率	-3.39%	-487.44%	-17.69%	39.24%	84.90%
财务费用	9.80	-0.91	34.07	25.99	36.15	经营现金流增长率	-156.26%	64.61%	-73.57%	-18.13%	55.03%
投资损失	0.52	-1.36	-0.28	-0.28	-0.28	盈利能力					
营运资金变动	-1054.31	-94.82	41.14	-294.36	-303.35	毛利率	39.93%	27.40%	27.94%	29.92%	34.87%
其他经营现金流	53.69	299.69	25.07	25.07	25.07	净利率	9.43%	-41.13%	-40.38%	-19.16%	-2.31%
经营性现金净流量	-823.49	-291.43	-505.81	-597.50	-268.67	营业利润率	9.42%	-40.86%	-40.31%	-19.10%	-2.27%
资本支出	89.07	93.01	0.00	0.00	-0.00	ROE	4.36%	-19.93%	-30.64%	-22.87%	-3.58%
长期投资	-53.72	-176.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.15%	-12.58%	-20.52%	-13.16%	-1.75%
其他投资现金流	6.66	-31.01	2.18	2.18	2.18	ROIC	12.88%	-28.16%	-30.92%	-19.10%	-0.94%
投资性现金净流量	-136.13	-300.02	2.18	2.18	2.18	估值倍数					
短期借款	364.33	50.14	-414.47	279.53	513.65	P/E	81.00	-20.91	-17.76	-29.24	-193.68
长期借款	524.95	160.12	-165.22	-164.08	-161.27	P/S	7.67	8.57	7.18	5.61	4.48
普通股增加	58.08	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.54	4.17	5.44	6.69	6.93
资本公积增加	2009.95	62.44	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他筹资现金流	-47.38	-43.90	-34.07	-25.99	-36.15	EV/EBIT	137.18	-21.71	-18.49	-32.77	-565.05
筹资性现金净流量	2909.94	228.80	-613.76	89.47	316.24	EV/EBITDA	113.59	-23.43	-19.96	-38.23	341.23
现金流量净额	1954.92	-362.57	-1117.39	-505.85	49.75	EV/NOPLAT	191.08	-20.82	-18.52	-32.87	-596.24

资料来源: ifind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。 分析师: 刘牧野 约翰霍普金斯大学机械系硕士, 2022 年 1 月加入中航证券。拥有高端制造、硬科技领域的投研经验, 从事科技、电子行业研究。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637