

多相电源国产龙头，虚拟 IDM 赋能高端模拟芯片国产替代

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 在国际贸易不稳的大环境下，我国出台多层次政策支持半导体领域发展，国产替代进程加速；2) 25 年模拟芯片厂商价格战正式结束，行业有望逐步进入良性竞争，公司毛利率有望在未来三年维持在 32% 以上且呈逐年修复态势；3) 公司采用虚拟 IDM 经营模式优势明显，目前已构建中低压、高压、超高压 BCD 工艺平台，初步形成自研工艺体系；4) 公司前瞻性布局多相电源领域，多款产品已大规模出货，在服务器领域 ASP 有望达到 450 美元。
- **贸易摩擦+政策红利内外共驱，半导体国产替代进程加速。** 近年来，中美贸易战多次影响我国半导体领域发展，25 年 4 月中美关税政策升级引发全球芯片供应链重构，终端客户国产替代意愿增强。同时，我国先后推出包括并购支持、反倾销调查以及强制重点领域国产化率等政策组合拳支持半导体领域国产替代，在多层次政策红利支持下，模拟芯片行业供给格局将进一步改善。
- **模拟芯片行业价格战正式结束，行业有望开启结构性复苏。** 模拟芯片行业由海外龙头企业主导。23 年起海外龙头德州仪器在中国市场发起狼性价格战，直接导致国产厂商利润率受到重创。同期，国内未上市中小厂商为回笼现金流大规模抛售低端芯片，模拟芯片市场定价体系严重紊乱。25 年 6 月及 8 月，德州仪器先后两次宣布全面涨价，总共设计料号超 6 万个，标志着模拟芯片行业为期两年的价格战周期终结，行业有望进入利润修复与结构性复苏阶段。
- **虚拟 IDM 赋能高端模拟芯片国产替代。** 公司采用虚拟 IDM 经营模式优势明显，在打入壁垒较高的通信、汽车电子等应用领域方面竞争力较强。目前公司已构建中低压、高压、超高压 BCD 工艺平台，初步形成系统自研工艺体系，在提升晶圆厂产线性能的同时提高了企业自身上游供应链国产化，在增强自身产品竞争力的同时保证了晶圆厂产能利用率，与晶圆厂实现双赢效果。
- **电源管理+信号链双轮驱动，前瞻性布局多相电源成长空间值得期待。** 公司深耕模拟芯片行业多年，在电源管理芯片领域形成了多品类、广覆盖、高性价比的供应体系，同时持续丰富信号链芯片产品线，进一步巩固市场地位。公司在多相电源领域前瞻性布局，与大客户合作进行料号开发，产品技术国内领先，目前已实现通信、消费电子和车规全覆盖，服务器领域 ASP 有望达到 450 美元。
- **盈利预测与投资建议。** 预计未来三年公司营收分别为 25.5/34.0/42.2 亿元，复合增速为 36.0%。公司深耕模拟芯片行业多年，与客户定制化研发的多相电源领域壁垒较高，叠加虚拟 IDM 经营模式下公司初步形成自有工艺，具有一定优势，给予公司 26 年 9 倍 PS，对应目标价 68.03 元，首次覆盖予以“买入”评级。
- **风险提示:** 产品研发不及预期、下游需求恶化、价格战反复、政策波动等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1678.75	2545.12	3403.86	4219.27
增长率	29.46%	51.61%	33.74%	23.96%
归属母公司净利润 (百万元)	-603.37	-159.33	66.06	253.32
增长率	-13.54%	73.59%	141.46%	283.45%
每股收益 EPS (元)	-1.34	-0.35	0.15	0.56
净资产收益率 ROE	-28.79%	-8.48%	3.05%	11.05%
PE	-39	-149	360	94
PS	14	9	7	6
PB	11.51	12.61	12.18	10.79

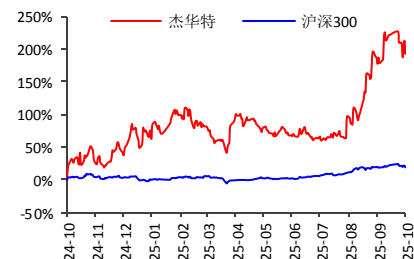
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

分析师: 吴奕霖
执业证号: S1250525070001
电话: 0755-23617478
邮箱: wuyi@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.50
流通 A 股(亿股)	2.67
52 周内股价区间(元)	13.90-61.00
总市值(亿元)	237.99
总资产(亿元)	51.30
每股净资产(元)	4.10

相关研究

投资要件

关键假设

假设 1：电源管理芯片：电源管理芯片为公司营收主要来源，产品线齐全，品类丰富，覆盖下游领域广泛。25 年公司多相电源产品正式在客户处大规模供货，多相电源壁垒较高，竞争格局较好，有望修复电源管理芯片业务整体毛利率。预计 25-27 年公司该业务营收增速分别为 43.1%/28.1%/21.5%，毛利率分别为 32.5%/34.9%/35.8%。

假设 2：信号链芯片：公司不断加码研发，在检测产品、接口产品、时钟产品等领域发力，产品广泛应用于通信、计算存储、汽车电子等下游。目前信号链产品占比公司营收仍然较低，但公司已经完成从零到一的布局阶段，未来有望受益于国产替代的进程加速上量。我们预计 25-27 年，公司该业务营收增速分别为 534%/150%/50%，毛利率分别为 34.6%/38.0%/39.0%。

假设 3：功率产品。预计 25-27 年公司该业务营收增速分别为 -120%/20%，毛利率分别为 7%/8%/9%。

我们区别于市场的观点

市场认为目前模拟芯片行业仍受价格战影响、行业整体处于底部震荡，复苏信号不明显。

我们认为当前模拟芯片行业格局逐渐向好，政策红利+贸易摩擦有望推进国产替代整体进程。在国际政策不稳定的背景下，终端客户国产替代意愿较强，叠加我国多项政策支持，半导体领域国产替代有望加速。25 年海外龙头德州仪器多次对产品料号进行大规模涨价表明长达 2 年的价格战正式结束，行业有望逐步进入良性竞争，模拟芯片厂商利润率有望修复。公司电源管理基本盘稳定，同时不断扩充信号链产品品类；前瞻性布局壁垒较高的多相电源领域，与大客户定制开发多款产品竞争力较强，且多相电源价格受价格战影响不大，公司发展有望持续向好。

股价上涨的催化因素

模拟芯片行业价格战结束逐步进入修复期、半导体国产替代进程加速、公司多相电源产品在客户处大规模出货，且未来份额有望进一步提升。

估值和目标价格

我们选取了行业内 3 家主流可比公司，分别是圣邦股份、艾为电子和思瑞浦。由于近几年我国模拟芯片上市公司受海外价格战影响，盈利表现波动较大，我们采取 PS 估值法。2026 年 3 家公司平均 PS 为 7 倍。考虑到公司深耕模拟芯片行业多年，与客户定制化研发布局多相电源等高端料号，壁垒较高，叠加虚拟 IDM 经营模式下公司在国内主要晶圆厂初步形成自有工艺，具有一定优势；给予公司 2026 年 9 倍 PS，对应目标价 68.03 元，首次覆盖予以“买入”评级。

投资风险

产品研发不及预期风险；下游需求恶化风险；行业价格战反复风险；政策波动风险。

目 录

1 公司概况：本土模拟芯片龙头，成长空间广阔	1
1.1 发展历程：深耕模拟芯片，国内虚拟 IDM 模拟芯片龙头地位稳健	1
1.2 股权结构：股权分散，子公司众多	1
2 赛道分析：模拟芯片行业由海外大厂主导，国产替代未来可期	3
2.1 模拟芯片行业由海外龙头主导，中国企业后来居上自给率逐年提升	3
2.2 德州仪器多次涨价，25 年行业有望进入结构性复苏	4
2.3 贸易摩擦+政策红利内外共驱，半导体国产替代进程加速	6
3 公司分析：电源管理+信号链双轮驱动，虚拟 IDM 赋能高端模拟芯片国产替代	9
3.1 电源管理芯片为主，信号链产品有望逐步放量	10
3.2 虚拟 IDM 模式赋能高端模拟芯片国产替代	14
3.3 多相电源蓝海市场成长空间客观，公司为国产龙头	15
3.4 财务分析：25H1 需求回暖营收增长亮眼	19
3.5 可比公司分析	22
4 盈利预测与估值	24
4.1 盈利预测	24
4.2 相对估值	25
5 风险提示	25

图 目 录

图 1: 公司主要发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 2017-2026E 年全球模拟芯片市场规模.....	3
图 4: 2017-2025E 年中国模拟芯片市场规模.....	3
图 5: 2021-2024 模拟芯片上市公司营收情况及占市场份额.....	4
图 6: 重点模拟芯片公司总营收及增速情况.....	5
图 7: 重点模拟芯片公司归母净利润总额及增速情况.....	5
图 8: 重点模拟芯片公司毛利率走势.....	5
图 9: 重点模拟芯片公司净利率走势.....	5
图 10: 25H1 公司电源管理芯片细分产品线占比拆分.....	12
图 11: 集成电路设计企业三种经营模式比较.....	14
图 12: 多相电源示意图.....	16
图 13: Drmos 相数扩展示意图.....	16
图 14: 2018-2025E 年全球服务器市场规模.....	16
图 15: 2020-2025E 年全球服务器出货量.....	16
图 16: 2022-2025E 年中国服务器市场规模.....	17
图 17: 2024 年中国服务器市场份额情况.....	17
图 18: 2021-2025E 年中国 AI 服务器市场规模.....	17
图 19: 2021-2024E 年中国 AI 服务器出货量.....	17
图 20: 杰华特服务器领域多相控制器产品.....	18
图 21: 杰华特服务器领域 Drmos 产品.....	18
图 22: 2022-25H1 中国乘用车辅助驾驶渗透率情况.....	18
图 23: 2025H1 公司营收结构.....	19
图 24: 25H1 公司毛利结构.....	19
图 25: 2019-2025H1 公司营业收入及增速情况 (亿元).....	20
图 26: 2019-2025H1 公司归母净利润及增速情况 (亿元).....	20
图 27: 2019-2025H1 公司毛利率和净利率.....	21
图 28: 2019-2025H1 公司费用率.....	21
图 29: 2019-2025H1 公司研发费用情况 (亿元).....	21
图 30: 2019-2025H1 公司经营活动现金流情况 (亿元).....	22
图 31: 2019-2025H1 公司及可比公司毛利率情况.....	22
图 32: 2019-2025H1 公司及可比公司 ROE.....	22
图 33: 2019-2025H1 公司及可比公司存货周转率 (次).....	23
图 34: 2019-2025H1 公司及可比公司应收账款周转率 (次).....	23
图 35: 2019-2025H1 公司及可比公司总资产周转率 (次).....	23
图 36: 2019-2025H1 公司及可比公司资产负债率.....	23
图 37: 2019-2025H1 公司及可比公司研发费用率.....	23
图 38: 2019-2025H1 公司及可比公司研发费用 (亿元).....	23

表 目 录

表 1: 重点模拟芯片厂商 22Q4-25Q2 单季度毛利率情况	6
表 2: 重点模拟芯片厂商 22Q4-25Q2 单季度库存周转天数情况 (天)	6
表 3: 25 年中美关税时间线梳理	7
表 4: 近年来支持半导体领域并购重组相关政策梳理	8
表 5: 截至 25H1 模拟芯片上市公司并购重组情况	8
表 6: 公司 AC-DC 细分产品线	10
表 7: 公司 DC-DC 细分产品线	11
表 8: 公司产品线梳理	13
表 9: 分业务收入及毛利率	24
附表: 财务预测与估值	26

1 公司概况：本土模拟芯片龙头，成长空间广阔

1.1 发展历程：深耕模拟芯片，国内虚拟 IDM 模拟芯片龙头地位稳健

杰华特微电子股份有限公司成立于 2013 年 3 月，是以虚拟 IDM 为主要经营模式的模拟芯片集成电路设计企业。公司采用自有的国际先进的工艺技术进行芯片设计制造，是工业和信息化部认定的专精特新“小巨人”企业和制造业单项冠军企业。自成立以来，杰华特始终致力于提供高集成度、高性能与高可靠性的电源管理等芯片产品，为客户提供一站式采购服务。公司拥有丰富的产品组合、广泛的市场布局以及严格的质量管控。目前，产品涵盖 DC/DC、AC/DC、线性电源、电池管理、信号链等产品线；应用范围涉及汽车电子、计算与通讯、工业应用、新能源、消费电子等众多领域。

图 1：公司主要发展历程

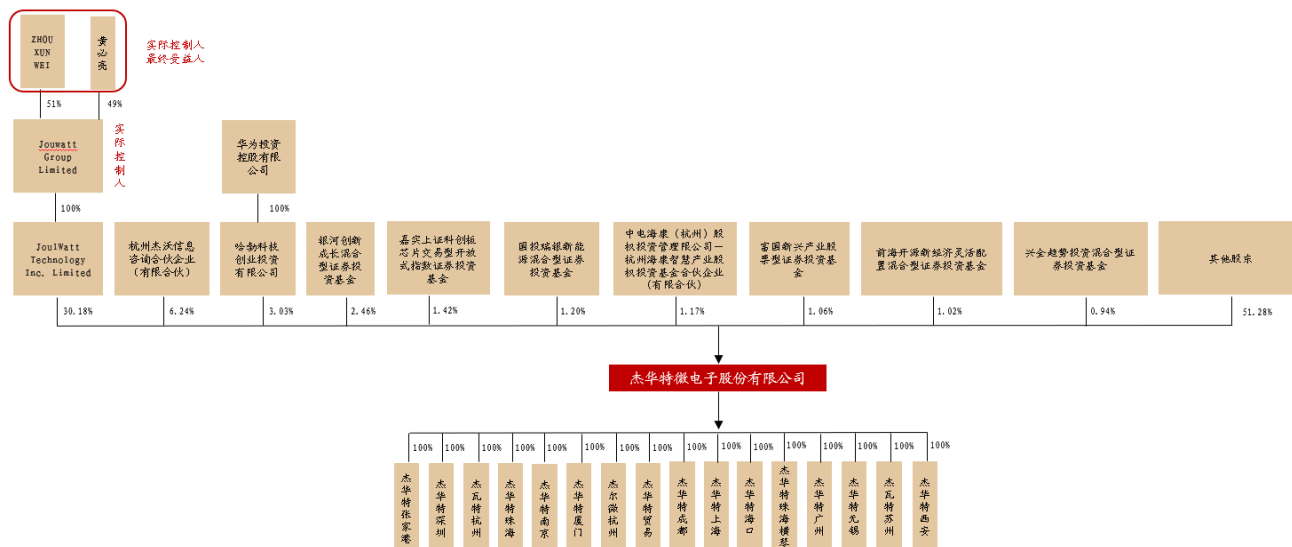


数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

1.2 股权结构：股权分散，子公司众多

股权结构较为分散，华为投资为第三大股东间接持股。公司实际控制人为 ZHOU XUN WEI 和黄必亮，最大持股人为 JoulWatt Technology Inc. Limited。截止 25H1，公司前十大股东合计持股 48.7%。第二、三大股东分别为杭州杰沃信息咨询合伙企业以及哈勃科技创业投资有限公司，持股比例分别为 6.2%/3.0%；其中，哈勃科技创业投资有限公司由华为投资控股有限公司 100% 控股。

图 2：公司股权结构



数据来源：wind，公司公告，西南证券整理（截至 2025.9.10）

公司控股子公司众多。杰华特有多家持股子公司，绝大部分业务性质为制造业，少数涉及贸易、研发领域。主要控股公司包括杰华特（张家港）、杰华特（深圳）、杰瓦特（杭州）、杰华特（珠海）、杰华特（南京）等，均为全资子公司。此外，杰华特公司已向香港联交所递交了在境外发行股份（H 股）并在香港联交所主板上市的申请。

股权激励兑现调动团队积极性。为激励员工、绑定员工和公司利益并且助力公司长期发展，公司于 2024 年发布限制性股票激励计划，计划向符合首次授予条件的 675 名激励对象授予 1478.2628 万股第二类限制性股票，占目前公司股本总额的 3.31%。激励对象包括高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干。公司的高成长性保证了股票期权授予条件的兑现，股票激励计划有助于激发员工积极性，保持核心员工稳定，进一步发挥技术、业务及管理骨干的潜能，赋能公司高质量发展。

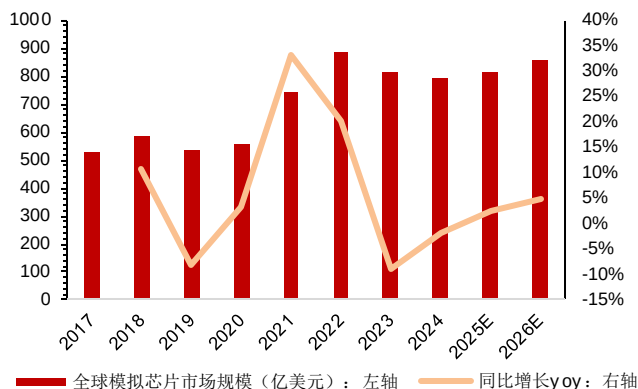
25H1 递交 H 股上市申请。为加快公司的国际化战略及海外业务布局，增强公司的境外融资能力，进一步提高公司的资本实力和综合竞争力，25H1，公司启动境外发行股份（H 股）并在香港联合交易所有限公司上市相关筹备工作（以下简称“本次 H 股上市”）；公司于 2025 年 5 月 30 日向香港联合交易所有限公司递交了本次 H 股上市的申请。

25 年，公司先后收购两家公司，以补全公司信号链等高端产品线。25 年 5 月 20 日，公司发布公告称拟以 3.2 亿元直接和间接收购南京天易合芯合计 40.9% 股权，交易完成后，杰华特实际控制天易合芯 41.3% 股权。天易合芯专注高性能传感器领域，公司主要产品包括光学检测芯片、高精度电容传感芯片等，广泛用于智能穿戴、手机平板等消费类产品。25 年 9 月 1 日，公司发公告称拟与厦门建达信杰投资合伙企业（有限合伙）和厦门汇杰佳迎企业管理合伙企业（有限合伙）共同购买新港海岸（北京）科技有限公司的部分股权。其中，杰华特拟以 1.26 亿元受让新港海岸 20% 的股份。交易完成后，杰华特将直接和间接持有新港海岸合计 35.4% 股权。新港海岸主要产品包括时钟芯片、高速接口芯片、车载芯片。两次收购公司产品布局均与杰华特自身体内产品线实现较好协同效应，未来有望加速公司在新领域的发展。

2 赛道分析：模拟芯片行业由海外大厂主导，国产替代未来可期

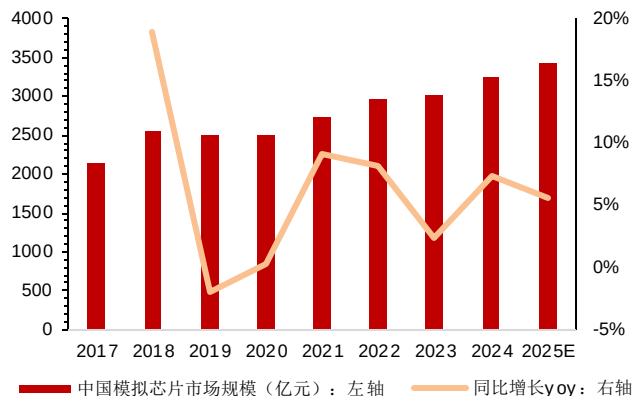
公司所属集成电路细分模拟芯片领域。受益于新能源汽车、5G 通信、消费电子等领域强劲的需求驱动，全球模拟芯片市场需求近年来呈现持续扩大的态势；但由于海外龙头 23Q4 发起的价格战导致模拟芯片行业进入恶性竞争状态，市场规模仅保持稳定，预计 25 年全球模拟芯片市场规模有望恢复增长。根据 WSTS 的数据显示，2024 年全球模拟芯片市场规模为 795.9 亿美元，同比下滑 2.0%；预计 2025 年全球模拟芯片市场规模将增长 2.6% 至 816.4 亿美元。在政策支持、产业链国产替代需求加速以及下游应用需求爆发的背景下，我国模拟芯片市场规模稳步增长，2024 年为 3250 亿元，同比增长 7.4%，预计 2025 年市场规模有望达到 3431 亿元，同比增长 5.6%。

图 3：2017-2026E 年全球模拟芯片市场规模



数据来源：WSTS，西南证券整理

图 4：2017-2025E 年中国模拟芯片市场规模



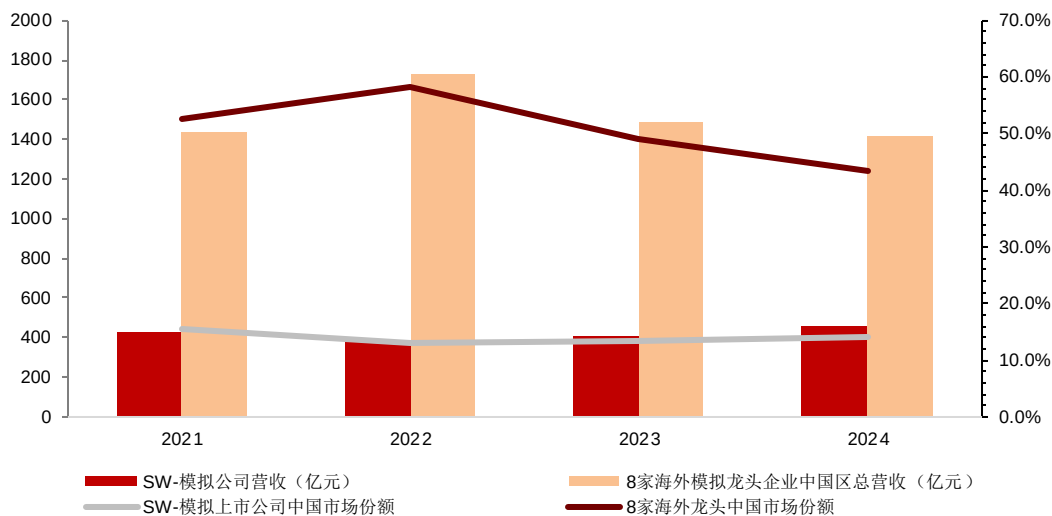
数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

2.1 模拟芯片行业由海外龙头主导，中国企业后来居上自给率逐年提升

模拟芯片行业由海外龙头主导。海外龙头企业在经历数十年技术积累及多番行业并购，当前已形成较为稳定的格局。其中，美国模拟芯片企业在全中国范围内占据主导地位，全球前十大模拟芯片上市公司中，美国企业占六家，市占率领先。受益于疫情后复苏以及 IPO 政策支持多家模拟芯片公司成功上市，2021 年我国申万-模拟芯片 34 家上市公司实现总营收 425.5 亿元；2022 年该数据下滑 10% 至 383.9 亿元，主要系 1) 中国企业对消费电子领域依赖较重，2022 年消费电子行业在需求收缩明显，手机/PC 出货量均下滑超 10%；2) 中国企业绝大部分料号仍集中在中低端领域因此错过了同期工业及汽车领域的高增长需求。2023 年起我国模拟芯片上市公司营收逐步修复，2024 年 34 家企业总营收为 455.8 亿元，同比增长 11.1%。2021-2022 年，受益于工业自动化和数据中心的大量建设以及车规芯片高需求，8 家海外龙头企业（包括德州仪器、亚德诺、思佳讯、英飞凌、恩智浦、安森美、微芯科技及瑞萨电子）在中国区销售额增长强劲，从 2021 年的 1433.7 亿元增长 20.4% 至 1726.1 亿元；2023 年起，中国企业后来居上，市场份额稳步增长，海外龙头在中国区销售额开始逐年下滑，2024 年为 1415.9 亿元。

车规领域从 0 到 1 已完成，看好国产料号放量提升自给率。从国产化率来看，2022 年 8 家海外龙头企业占据我国模拟芯片市场规模超 5 成，而同期中国 34 家上市公司仅占比不到 15%。近年来，我国模拟芯片公司加大研发投入与团队扩张，不断侵蚀海外厂商在国内份额，2024 年 8 家海外龙头占我国模拟芯片市场规模降至 43.6%。国产厂商不断增加汽车领域的投入，车规芯片研发难度较高且验证周期较长，部分企业在 22-23 年完成了车规领域的从 0 到 1，多款料号进入验证导入周期，预计未来两年随着这部分壁垒较高的料号逐步通过验证及导入期，海外厂商份额有望进一步受损。

图 5：2021-2024 模拟芯片上市公司营收情况及占市场份额

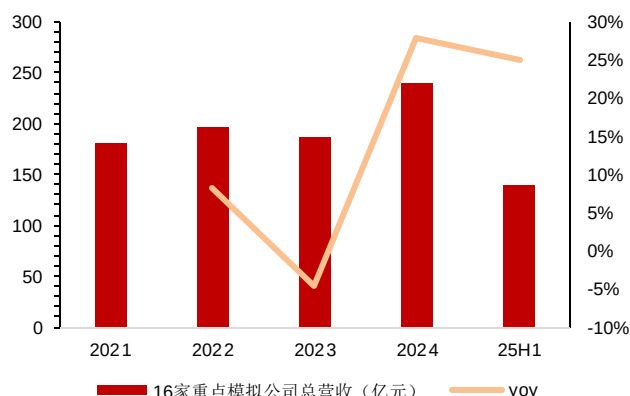


数据来源：wind、上市公司年报，西南证券整理

2.2 德州仪器多次涨价，25 年行业有望进入结构性复苏

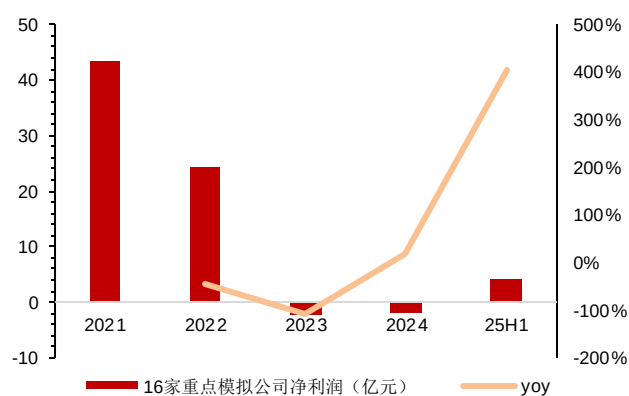
海外龙头狼性价格战重伤国产厂商利润率，模拟芯片市场定价体系严重紊乱。2023 年 5 月，全球模拟芯片龙头德州仪器 (TI) 在中国市场发起系统性价格战，核心策略为通过超幅度降价压制国产替代进程，维持其在中国市场份额。TI 针对消费电子领域 PMIC、通用运放等核心料号实施超 50% 的阶梯式降价，旨在压制圣邦股份、艾为电子等本土企业份额扩张，直接导致国产厂商利润率受到重伤。根据 wind 的数据显示，我国重点模拟芯片上市公司毛利率从 21 年起呈现逐年下滑的态势，我们选取的 16 家重点模拟芯片公司平均毛利率由 2021 年的 48.4% 骤降至 23 年的 34.4%，平均净利率由 21 年 22.6% 下降至 23 年 -3.8%，部分头部企业单季度净利润最大回撤超 60%。2024 年，TI 进一步将战火蔓延至高毛利汽车电子领域，超 60% 的车规料号降幅达 50% 以上，甚至出现低于 BOM 成本的极端报价，迫使纳芯微、杰华特等转型企业跟进降价，利润率进一步受损，16 家重点模拟芯片公司平均净利率进一步下滑至 -6.7%；同时，行业陷入“增量不增收”困局，根据 wind 统计的数据显示，2024 年 16 家重点模拟芯片公司实现总营收 239.2 亿元，同比显著增长 27.9%；而这 16 家重点模拟芯片公司同期净亏损为 1.9 亿元。与此同时，国内未上市中小厂商为回笼现金流大规模抛售低端芯片，模拟芯片市场定价体系严重紊乱。(该段落提及的 16 家重点模拟芯片上市公司包括艾为电子、必易微、帝奥微、杰华特、晶丰明源、美芯晟、纳芯微、南芯科技、圣邦股份、思瑞浦、天德钰、希荻微、芯海科技、芯朋微、英集芯、中颖电子)

图 6：重点模拟芯片公司总营收及增速情况



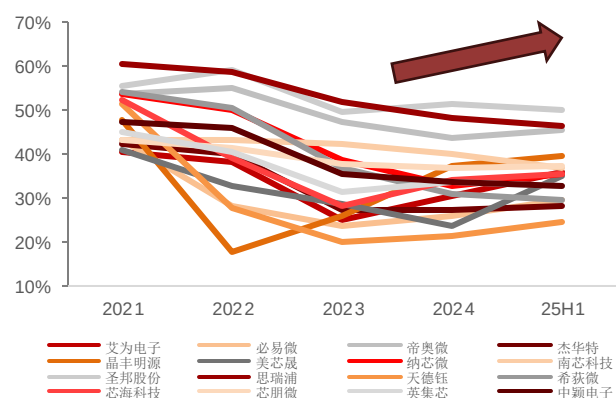
数据来源：wind，西南证券整理（选取模拟芯片行业重点公司 16 家，包含艾为电子、必易微、帝奥微、杰华特、晶丰明源、美芯晟、纳芯微、南芯科技、圣邦股份、思瑞浦、天德钰、希荻微、芯海科技、芯朋微、英集芯、中颖电子）

图 7：重点模拟芯片公司归母净利润总额及增速情况



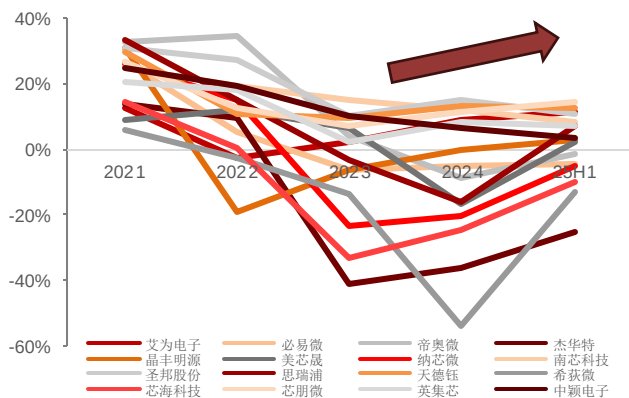
数据来源：wind，西南证券整理（选取模拟芯片行业重点公司 16 家，包含艾为电子、必易微、帝奥微、杰华特、晶丰明源、美芯晟、纳芯微、南芯科技、圣邦股份、思瑞浦、天德钰、希荻微、芯海科技、芯朋微、英集芯、中颖电子）

图 8：重点模拟芯片公司毛利率走势



数据来源：wind，西南证券整理（选取模拟芯片行业重点公司 16 家，包含艾为电子、必易微、帝奥微、杰华特、晶丰明源、美芯晟、纳芯微、南芯科技、圣邦股份、思瑞浦、天德钰、希荻微、芯海科技、芯朋微、英集芯、中颖电子）

图 9：重点模拟芯片公司净利率走势



数据来源：wind，西南证券整理（选取模拟芯片行业重点公司 16 家，包含艾为电子、必易微、帝奥微、杰华特、晶丰明源、美芯晟、纳芯微、南芯科技、圣邦股份、思瑞浦、天德钰、希荻微、芯海科技、芯朋微、英集芯、中颖电子）

TI 宣布全面涨价，模拟芯片行业有望进入利润修复与结构性复苏阶段。24H2 至 25H1，模拟芯片行业价格持续处于底部震荡。期间，国产模拟芯片厂商毛利率整体呈现逐季修复的态势，库存水位持续优化。截至 25H1，16 家重点模拟芯片厂商平均毛利率由 23Q4 的 34.4% 修复至 36.3%，部分企业修复势头亮眼，如艾为电子毛利率由 23Q4 的 24.9% 增长 11.0pp 至 25Q1 的 35.9%；库存周转方面，25Q2，16 家模拟芯片厂商平均库存周转天数为 152 天，较 23Q2 减少 69 天。2025 年 6 月，TI 宣布全面涨价，涨价范围覆盖 3300 余款料号，信号链芯片平均涨幅 15%-20%，高压运放等紧缺型号调价超 100%；25 年 8 月，TI 再一次宣布大规模涨价，涉及料号超过 6 万个，其中工业和汽车电子成涨价主力。德州仪器料号全面涨价标志着模拟芯片行业为期两年的价格战周期终结，行业有望进入利润修复与结构性复苏阶段。

表 1：重点模拟芯片厂商 22Q4-25Q2 单季度毛利率情况

	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
艾为电子	38.1%	28.8%	27.3%	25.1%	24.9%	27.2%	28.1%	29.7%	30.4%	35.1%	37.0%
必易微	28.0%	22.4%	23.9%	23.8%	23.6%	26.6%	25.0%	25.0%	25.9%	29.1%	29.9%
帝奥微	55.0%	48.2%	49.3%	48.9%	47.4%	45.7%	45.8%	44.7%	43.5%	47.5%	43.5%
杰华特	39.9%	32.8%	31.6%	28.7%	27.4%	27.7%	27.8%	28.0%	27.4%	29.7%	26.9%
晶丰明源	17.6%	23.2%	24.7%	24.4%	25.7%	33.7%	35.4%	36.1%	37.1%	40.1%	39.2%
美芯晟	32.8%	29.5%	30.5%	29.2%	28.8%	22.0%	23.1%	23.3%	23.5%	37.6%	32.7%
纳芯微	50.0%	45.3%	42.8%	41.1%	38.6%	32.0%	33.9%	33.2%	32.7%	34.4%	36.0%
南芯科技	43.0%	41.2%	41.4%	42.2%	42.3%	42.6%	41.3%	40.9%	40.1%	38.2%	35.9%
圣邦股份	59.0%	52.7%	51.5%	50.5%	49.6%	52.5%	52.3%	52.2%	51.5%	49.1%	51.0%
思瑞浦	58.6%	57.9%	54.7%	53.6%	51.8%	47.6%	48.0%	49.5%	48.2%	46.4%	46.3%
天德钰	27.5%	20.4%	21.1%	20.0%	20.0%	19.6%	20.7%	21.4%	21.4%	24.5%	24.4%
希荻微	50.3%	43.6%	39.2%	40.2%	36.7%	32.5%	34.7%	33.5%	31.1%	30.0%	29.0%
芯海科技	39.2%	28.9%	29.4%	28.6%	28.3%	34.2%	33.4%	34.7%	34.2%	37.2%	34.4%
芯朋微	41.2%	39.1%	38.9%	38.6%	37.9%	36.7%	36.5%	36.9%	36.8%	36.7%	37.9%
英集芯	40.5%	31.1%	30.7%	30.4%	31.3%	32.1%	33.5%	33.7%	33.5%	32.6%	32.9%
中颖电子	45.8%	38.9%	36.6%	36.1%	35.6%	33.9%	34.4%	33.8%	33.6%	32.1%	32.9%

数据来源：wind，西南证券整理

表 2：重点模拟芯片厂商 22Q4-25Q2 单季度库存周转天数情况（天）

	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
艾为电子	189	293	206	159	147	110	111	104	112	132	126
必易微	131	143	129	144	129	139	129	137	116	175	148
帝奥微	121	256	219	203	199	160	168	167	164	171	172
杰华特	219	368	347	319	317	319	289	276	255	204	188
晶丰明源	130	108	99	100	93	104	86	96	91	113	104
美芯晟	102	108	100	128	99	143	130	142	143	152	137
纳芯微	179	224	313	342	320	293	251	229	227	165	172
南芯科技	134	169	158	136	151	149	143	145	133	137	130
圣邦股份	152	286	262	234	219	246	220	228	229	262	231
思瑞浦	107	219	213	257	246	361	272	244	232	143	134
天德钰	63	62	69	65	68	74	60	52	51	62	55
希荻微	182	811	505	366	282	202	216	251	164	110	88
芯海科技	160	458	346	291	230	192	182	207	186	274	219
芯朋微	127	151	151	156	152	154	142	152	154	154	153
英集芯	169	182	138	125	160	257	218	177	155	162	140
中颖电子	160	309	276	291	273	299	284	283	267	250	235

数据来源：wind，西南证券整理

2.3 贸易摩擦+政策红利内外共驱，半导体国产替代进程加速

2.3.1 外部：中美贸易战削弱半导体供应链稳定性，终端厂商国产替代意愿强

中美贸易战削弱半导体供应链稳定性，终端厂商国产替代意愿较强。近年来，美国多次发布政策阻碍中国半导体领域成长，包括 2018-2020 年的“实体清单”制裁及晶圆代工限制、2021-2024 年期间联合多个国家限制对华出口设备等。2025 年 4 月起，中美关税政策升级引发全球芯片供应链重构。在多次宣布上调关税后，2025 年 4 月 2 日，美国宣布实施“基准关税+对等关税”双体系对中国商品加征 34% 关税，中国同步反制并明确“晶圆流片地”原产地规则，对美系芯片厂商加征 125% 关税，此举间接性推动了终端客户加速国产化的进程。2025 年 5 月，中美双方就关税条例进行调整及缓冲并设立 90 天观察期，半导体领域短期成本压力得到缓解，由于豁免清单尚未明确，模拟芯片仍面临 50% 潜在税率。

表 3：25 年中美关税时间线梳理

阶段	时间	政策
政策升级，双方博弈加剧	2025 年 2 月 1 日	美国总统特朗普签署行政命令，对所有进口自中国的商品在现有基础上加征 10% 关税
	2025 年 3 月 3 日	美国将中国输美商品的额外 10% 关税上调至 20%，部分商品综合税率超 40%
	2025 年 4 月 2 日	美国宣布实施“基准关税+对等关税”双体系，4 月 5 日起对所有国家进口商品加征 10% 基础税率；4 月 9 日起对中国等主要贸易伙伴实施差异化对等关税。中国进口商品加征 34% 关税，涵盖半导体领域。随后，中国反制政策推出，将美国进口商品关税上调至 84%，于 4 月 10 日生效
	2025 年 4 月 10 日	美国宣布对中国进口商品征收“对等关税”税率进一步提高至 125%；次日，中国反制政策推出，将美国进口商品关税上调至 125%
	2025 年 4 月 11 日	中方明确“晶圆流片地”原产地规则，规定只要晶圆制造在美国完成，无论封装地何处均按美国原产地征税 125%。
关税调整与缓冲	2025 年 5 月 9 日	为保证汽车等供应链，中国将模拟芯片等八类美产汽车芯片列入零关税豁免清单，有效期至 5 月中旬
	2025 年 5 月 11 日	中美达成临时妥协，1) 中国：自 5 月 14 日起，对美加征关税降至 10%；2) 美国：对华芯片综合税率调整为 50%，未明确豁免清单。设置 90 天观察期

数据来源：搜狐，西南证券整理

2.3.2 内部：并购支持+反倾销调查+强制国产化率政策组合拳为中国模拟芯片市场提供扩容动力

国家推出多层次政策支持半导体行业并购重组。近年来，我国为加速半导体产业整合与技术升级，构建了多层次政策支持体系，通过资金引导、审批优化和产业聚焦等措施推动行业并购重组。“国九条”鼓励上市公司向新质生产力方向转型升级，支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购；鼓励上市公司加强产业整合，通过完善限售期规定、简化审核程序等方式支持产业集中度提升，提高资源配置效率。科八条明确指出“更大力度支持并购重组”，支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，提升产业协同效应；同时建立健全并购重组“绿色通道”，优化审核流程，提高审核效率；适当提高科创板上市公司并购重组估值包容性，支持科创板上市公司着眼于增强持续经营能力，收购优质未盈利“硬科技”企业；鼓励运用股份、现金、定向可转债等方式并购重组。除此之外，多个省市推出地方配套政策，如上海市推出千亿基金及 3000 亿元并购目标，支持芯片设计企业并购重组；深圳市设立 50 亿基金聚焦第三代半导体材料研发与生态建设。资金层面，国家大基金三期及各地政府产业基金对半导体领域重点支持。

关注模拟芯片 IC 行业供给格局改善。模拟芯片 IC 上市公司账上现金充足，在多层级政策条例的刺激下，模拟芯片行业有望逐步集中整合，行业供给格局将进一步改善。截至 2025 年 6 月，多家国产模拟芯片厂商已开启并购重组进程，包括纳芯微、思瑞浦、晶丰明源、希荻微、南芯科技等。

表 4：近年来支持半导体领域并购重组相关政策梳理

	政策	政策细则
国家层面政策放宽	并购六条	明确支持上市公司围绕战略性新兴产业开展并购重组，允许收购为盈利资产以补强关键技术短板
	国九条	鼓励上市公司向新质生产力方向转型升级，鼓励上市公司加强产业整合；通过完善限售期规定、简化审核程序等方式支持产业集中度提升，提高资源配置效率
	科八条	明确指出“更大力度支持并购重组”，支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，提升产业协同效应；适当提高科创板上市公司并购重组估值包容性，鼓励运用股份、现金、定向可转债等方式并购重组
地方层面配套政策 (部分)	上海：千亿基金+3000 亿元并购目标	推出《上海市支持上市公司并购重组行动方案（2025-2027 年）》，并设立 100 亿元集成电路设计产业并购基金重点支持芯片设计企业整合
	深圳：第三代半导体领域生态建设	推出《促进半导体与集成电路产业高质量发展的若干措施》，设立 50 亿基金聚焦氮化镓/碳化硅等第三代半导体材料研发
资金层面支持	国家大基金三期	总规模 3440 亿元
	地方政府产业基金	除上海百亿基金外，深圳、安徽等地均通过参股型并购基金形成“政策+市场”双轮驱动

数据来源：搜狐、政府官方网站，西南证券整理

表 5：截至 25H1 模拟芯片上市公司并购重组情况

公司	收并购公告	被收购公司情况
希荻微	拟以发行股份及支付现金的方式购买深圳市 诚芯微 科技股份有限公司 100%股份并募集配套资金，55%对价以股份形式支付，剩余 45%以现金支付	诚芯微 专注电源芯片研发，若成功收购，有助于希荻微提升技术实力、拓展产品品类、整合销售渠道和客户资源
纳芯微	拟以现金方式收购上海 麦歌恩 微电子股份有限公司部分股份及上海莱睿企业管理合伙企业（有限合伙）、上海留词企业管理合伙企业（有限合伙）部分财产份额。上述交易完成后，纳芯微及其全资子公司纳星投资将直接及间接持有麦歌恩 100%股份。纳芯微直接持有麦歌恩 68.28%的股份，公司及全资子公司纳星投资通过上海莱睿、上海留词间接持有麦歌恩 31.72%的股份	麦歌恩 专注于模拟芯片及混合信号芯片，收购后有助于纳芯微在汽车电子、磁传感器等领域的布局和市场竞争力提升。
晶丰明源	拟以发行股份、可转换公司债券及支付现金方式购买四川 易冲科技 有限公司 100%的股权并拟向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金	四川易冲是一家无线充电芯片和解决方案服务商，专注于磁共振耦合无线充电技术，若收购成功，有助于晶丰明源拓展无线充电芯片和智能硬件等新的业务领域。
思瑞浦	拟发行可转换公司债券以及支付现金的方式成功收购深圳市 创芯微 微电子有限公司 100.00%股权，交易价格 10.6 亿元，涉及 19 名交易对方。收购后有助于思瑞浦进一步巩固和扩大在芯片设计领域的市场份额和技术实力	
南芯科技	拟以现金方式收购昇生微 100%股权，收购对价不超过 1.6 亿元	昇生微是一家提供端侧应用处理器芯片及数模混合芯片解决方案的公司，主要从事 RISC-V 处理器、POWER MCU

公司	收并购公告	被收购公司情况
		微控制器芯片及配套的电源管理芯片研发、生产和销售。其产品主要服务于端侧设备，在可穿戴、消费、工业等领域提供电源和供能管理的处理器等芯片及解决方案

数据来源：上市公司公告、被收购公司官网，西南证券整理

反倾销政策终结恶性竞争，强制国产化率有望打开中高端市场替代空间。美国德州仪器等龙头企业受益于《美国芯片法案》的大量补贴，23年起在全球范围内对成熟制程芯片实施超 50% 降价幅度的倾销，扰乱国内模拟芯片市场定价体系，2025 年 1 月 16 日，商务部发言人表示将对美国成熟制程芯片展开反倾销调查，海外龙头低价抢份额的行为有望减少，模拟芯片市场价格有望逐步稳定。此外，近年来我国先后出台多项政策强力推进重点领域芯片国产化率提升。2025 年 1 月，工信部印发《国家汽车芯片标准体系建设指南》指出，2025 年将指定 30 项以上汽车芯片重点标准；到 2030 年，制定 70 项以上汽车芯片相关标准，为国产芯片认证清除技术壁垒。政策明确要求车企提升芯片国产化率，上汽集团等部分车企提出 2025 年国产化率超 30% 的目标。除汽车领域外，《超长期国债政策》强制要求设备更新国产化率超 80%，北京市对国产 GPU 采购补贴要求之一为厂商国产化率达 60% 以上。在多重利好政策的驱动下，模拟芯片行业有望正式从“极端价格战”阶段迈入“高壁垒技术认证+生态协同”的结构性成长新周期。

3 公司分析：电源管理+信号链双轮驱动，虚拟 IDM 赋能高端模拟芯片国产替代

公司产品线齐全，品类丰富，构建了包括 AC-DC、DC-DC、线性电源和电池管理在内的电源管理产品线，可为消费电子、工业控制、计算、汽车电子、新能源等下游应用场景，提供高效、可靠的电源管理解决方案。在信号链领域，公司不断加码研发，在检测产品、接口产品、转换器产品、时钟产品和线性产品等领域发力，产品广泛应用于通信、计算存储、汽车电子等领域。

深挖新兴领域增长潜能，产品逐步开花结果。截至 25H1，公司及控股子公司在模拟芯片领域拥有丰富的产品组合，在售产品型号超 3200 款，展示了强大的产品谱系和技术储备。报告期内，公司产品在多个应用领域实现技术落地与市场认可。**1) 新能源领域**，公司推出了基于自有工艺的超高压面向太阳能应用的 PMIC 芯片，具有系统级时序管理功能，集成度高，易于使用，已进入量产阶段。**2) 在网通和安防领域**，公司推出了多款 PoE 以太网供电芯片，包括高集成 4 路 PSE 供电芯片、高性价比 8 路 PSE 供电芯片、PD 受电端协议和功率全集成芯片，部分产品已开始批量供货。**3) 汽车电子领域**，公司推出了多款汽车应用的高低边驱动芯片和车灯驱动芯片，已获得多个客户使用；同时，公司新一代车规 DrMOS 实现量产，多款 USB 车充和协议芯片已经开始收获订单；此外，公司基本完成了汽车 LDO 的布局，能够提供完整的 LDO 产品组合。**4) 计算领域**，公司推出了符合 intel1.VR14 的 12 相控制器、intel1.IMVP9.3 的 9 相控制器等多款多相控制器和 DrMOS 大电流产品，获得了计算行业客户的高度好评，推出了多款业界领先水平功率管集成产品，包括 18V/25A、18V/50A 等，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，获得了计算领域客户的广泛认可。公司依托多元化的产品布局、持续的技术突破和客户价值创新，构建了强大的市场适应能力，不仅能够快速响应行业变革，更能精准捕捉新兴领域的发展机遇，为长期可持续增长奠定坚实基础。

3.1 电源管理芯片为主，信号链产品有望逐步放量

公司凭借自身在技术积累以及较好的产品质量，在电源管理模拟芯片领域形成了多品类、广覆盖、高性价比的产品供应体系，同时通过持续丰富信号链芯片产品线，进一步巩固了市场地位。

3.1.1 电源管理芯片：通信+消费电子+车规全覆盖，多相电源技术国内领先

电源管理芯片用于管理电池与电路之间的关系，负责电能转换、分配、检测、监控等功能。公司电源管理芯片包括 AC-DC 芯片、DC-DC 芯片、线性电源产品和电池管理芯片等四大子产品类别。

AC-DC 芯片技术实力雄厚，持续发力 GaN 领域。AC-DC 芯片主要作用将市电等交流电压转换成低压供电子设备使用，并提供各类保护机制，防止电子设备因电路发生故障而损坏。公司基于自主工艺平台的芯片设计，可提供宽电压、低能耗、高性价比的 AC-DC 产品。相比于竞争对手，公司具备诸多领先且具特色的技术；1) 同步整流系列产品技术先进，是业界最早推出集成 FET 同步整流器的厂商之一，并较早推出了高频 SR 系列同步整流产品，在 2024 年持续推出了多款高性价比迭代方案，进一步巩固产品优势；2) 相继在国内率先推出了智能电表智能调压芯片、基于 ACF（有源钳位）和 AHB（不对称半桥）拓扑的高效率控制芯片的快充高频 GaN 控制和驱动器等，具备极强的竞争优势，获得了客户的高度认可。公司在 GaN 相关产品方面持续发力，目前已经形成较强的产品组合，可以覆盖从低端到中高端的应用需求。25H1，公司 AC-DC 业务实现营收 2.4 亿元，同比增长 7.3%，占比电源管理业务 22.0%，贡献公司营收 20.5%。

表 6：公司 AC-DC 细分产品线

芯片类别	产品功能介绍	主要应用领域	主要性能指标
AC-DC 同步整流产品	可用于替代反激的副边整流二极管，提高电源效率，并优化副边整流器件的热性能	工业应用、消费电子	- 效率高 - 待机功耗低 - 支持高开关频率 - 支持多种工作模式的应用
AC-DC 初级侧调节器	作为主控芯片，调制交流输入电压，用于控制电源实现恒压或恒流的输出，并集成各种保护功能	工业应用、消费电子	- 高效率与高功率密度 - 低待机功耗 - 完备保护 - 极好 EMI 特性 - 简洁系统外围
高频 GaN 控制和驱动器	控制和驱动高频氮化镓功率管，并集成完备的保护功能保证电源和负载的安全运行，包括了初次侧调节器和驱动器，副边同步整流系列成套产品	工业应用、消费电子	- 高效率与高功率密度 - 完备保护 - 简洁系统外围
去频闪照明	基于自有线性纹波消除专利技术，串联于 LED 负载端，将流经 LED 负载的电流进行可控直流滤波，具备对前级工频电流纹波的消除功能	消费电子	- 输出电流纹波小 - 开路、短路保护 - 过温纹波缓释

数据来源：公司公告，西南证券整理

DC-DC 产品类别完整，覆盖 5-700V 低中高全电压等级。DC-DC 芯片主要作用是将外部直流输入电压，转换成数字芯片、电子产品执行装置中适用的工作电压，并实现稳定供电，保障电子产品的平稳运行。DC-DC 芯片产品应用领域广泛，覆盖新能源、汽车电子、通讯电子、计算和存储、工业应用、消费电子等众多应用场景，具体细分市场包括通讯和服务器、笔记本电脑、安防、电视机、STB/OTT 盒子、光调制解调器、路由器等。公司为业界少数拥有完整 DC-DC 芯片产品组合的集成电路厂商，产品覆盖 5-700V 低中高全电压等级。针对不同电压等级转换需求，公司基于不同电压等级转换需求相匹配的自有工艺进行电路设计，实现晶粒面积小于竞品，使公司产品形成一定成本优势；同时公司结合下游终端设备的系统应用特点进行优化，并基于自有 DC-DC 控制技术，实现产品的高效率、高可靠性和良好电源特性。25H1，公司 DC-DC 业务实现营收 6.7 亿元，同比增长 82.9%，占比电源管理业务 61.0%，贡献公司营收 56.8%。报告期内公司 DC-DC 业务实现大幅增长，主要系多相电源产品出货量增长，增速较快。

多相电源产品技术国内领先，通信+消费电子+车规全覆盖。1) 在通讯和服务器领域，公司部分产品已达到国际先进水平。公司基于自有的工艺和 DC-DC 控制技术，持续迭代高压和大电流产品，24 年起在行业头部客户侧量产的 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。2) 在笔记本领域，公司能够提供完整的 PC 电源方案，是多家全球头部笔记本代工厂的合格供应商，多个 DC-DC 产品系列已进入知名终端客户的供应链体系。针对 AI 应用、小型化等行业趋势，公司积极迭代产品，通过技术创新来大幅度提升产品性能满足市场需求。3) 在车规领域，公司推出了满足 AEC-Q100 的 5~100V 完整的 DC-DC 产品矩阵，陆续导入知名车厂或一级供应商的供应链体系，较好地满足了新能源汽车对 DC-DC 的需求。

表 7：公司 DC-DC 细分产品线

芯片类别	产品功能介绍	主要应用领域	主要性能指标
降压转换器	主要用于将高输入电压转换为较低的输出电压，适用于对电源转换效率较为敏感的场景	通讯电子、计算和存储、工业应用、消费电子	- 功率密度高 - 电磁干扰低 - 低静态功耗与高效率 - 快速负载跳变动态反应 - 简单易用
升压转换器	主要用于将低输入电压转换为较高的输出电压，适用于电池供电的场景	通讯电子、工业应用、消费电子	- 可实现较低的输入电压 - 功耗低 - 功率密度高 - 可实现关断功能
升降压转换器	在输入电压相对输出电压更高、更低以及接近等不同条件下，均可提供稳定的输出电压，适用于电池供电、Type-CPD、超级电容供电等场景	计算和存储、工业应用、消费电子	- 输入输出范围宽 - 低静态功耗与高效率 - 功率密度高
多相控制器和智能功率级模块	通过多相控制器和智能功率级模块的组合使用，将多个降压电路的输出并联使用，从而输出数百安培到数千安培的电流，适用于超大功率供电的需求	通讯电子、计算和存储	- 转换效率高 - 电流精度高 - 实现温度采样

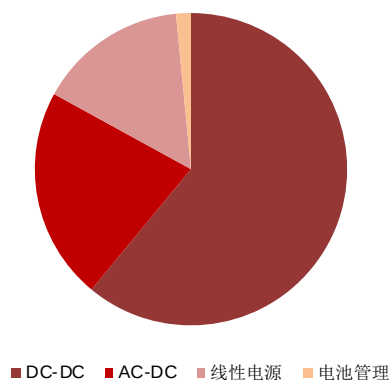
数据来源：公司公告，西南证券整理

线性电源芯片主要作用为对外部输入直流电压等进行线性电压调节与管理,通过使功率器件工作于线性状态,实时调节输出电压或电流状态,以保障电子产品的稳定、高效运行。线性电源芯片往往具备使用简单、低噪声等特点。公司基于自研高中低压工艺技术,对不同输入输出电压需求的线性电源芯片进行最优化设计,实现了产品的低静态功耗、高性能与高适用性。公司在线性电源芯片领域相继研发的多系列特色产品,推出市场后具有较强的市场竞争力。以保护芯片为例,公司推出的 25A 和 50A 集成 MOSFET 的大电流电子保险丝产品,具有电流精度高、导通功耗小、启动电流能力大、保护完备等优点,具备较强的竞争力。25H1,公司线性电源实现营收 1.7 亿元,同比增长 42.2%,占比电源管理芯片收入 15.5%,贡献公司总营收 14.4%。

电池管理芯片主要用于对电池的充电与放电进行管理,保证电池系统的安全运行,需要成熟的高压工艺和多拓扑电源转换技术,同时需要对客户系统具有较深刻的认识,技术门槛和市场门槛都较高。目前,公司在电池管理芯片领域可提供系统的充电 IC 解决方案以及移动电源方案,相关产品广泛运用于 TWS 耳机、蓝牙音箱、数码相机、电动玩具、移动电源以及移动 POS 机等工业应用以及消费电子场景。如公司推出了新一代的 Buck-boost 充电控制器芯片,应用于工业电池系统、移动储能、移动电源等领域,此外应用于手机的电荷泵充电芯片和应用用于 PC 的降压充电芯片。面对下一代移动设备的需求,比如 AI 应用、新材料电池、USB PD 升级、小型化等,公司提前进行了技术和产品布局,旨在通过技术创新来实现该领域的跨越式发展。25H1,公司电池管理芯片实现营收 0.2 亿元,同比下滑 24.2%,占比电源管理芯片收入 1.5%,贡献公司总营收 1.4%。

电源管理芯片为主要营收来源,多相电源量产有望开启该业务毛利率修复。截至 2024 年,公司电源管理芯片业务实现营收 16.5 亿元,同比增长 28.8%,占比公司营收 98.1%。25H1,公司电源管理芯片业务实现营收 11.1 亿元,同比大幅增长 49.8%。2024 起,下游消费电子行业景气度持续回升,带动电源管理芯片需求增长;计算领域(如服务器、PC 等)市场需求稳健,公司多相控制器、DrMOS 等高端产品渗透率提升;汽车电子领域快速放量,车规级 DC-DC、LDO 等产品在头部客户中的份额持续扩大。同时,公司深化与行业头部客户的合作,核心客户订单放量;另外,公司在产品竞争力方面得到了快速提升,电源管理芯片在高效率、高集成度方向持续迭代,满足客户对低功耗、高性能的需求。2024 年,公司电源管理芯片业务毛利率为 27.8%,基本保持稳定;25H1 毛利率为 28.4%,逐步修复,主要系高毛利产品出货比例增加、行业价格战放缓所致。未来在多相电源等高壁垒料号持续放量的基础上,公司电源管理业务毛利率有望实现逐季修复。

图 10: 25H1 公司电源管理芯片细分产品线占比拆分



数据来源:公司公告,西南证券整理

3.1.2 信号链芯片壁垒较高，公司已完成从零到一布局阶段

信号链芯片是电子系统中连接物理世界与数字世界的核心组件，专注于模拟芯片信号的采集、转换、处理及传输，其功能涵盖信号放大、滤波、模数/数模转换（ADC/DAC）、接口协议适配等。公司信号链芯片主要包括检测产品、接口产品、转换器产品、时钟产品和线性产品等五类，应用于通信、汽车电子、工业控制、医疗设备等下游领域。

公司检测产品主要用于锂电池的电压电流检测。公司产品布局完整，从低压到高压，均能提供合适的解决方案，相关产品广泛运用于低速电动车、储能系统、智能家居、电动工具等领域，可提供稳定、可靠、及时的系统保护和跟踪预警，保障系统的良好运行，目前已进入多家行业头部客户的供应链体系。

公司接口产品主要用于电子系统间的数字信号传输。截至 2024 年，公司已量产了多款具备创新性的接口产品，广泛应用于基站、安防、适配器、车充等多类细分市场。公司推出的以太网供电协议芯片，包括了供电端（PSE）和受电端（PD）的多款产品组合，适用于安防和网通领域，目前已经进入多家相关行业头部客户的供应链。此外，公司推出了内嵌 MCU USB PD 协议芯片，具备高兼容性，通过了多个客户多个项目的测试，已经进入批量阶段。

转换器产品主要用于模拟芯片信号向数字信号转换过程的控制、监控与反馈。公司是国内少数掌握高串电池模拟芯片前端技术的设计公司之一，基于自有高压工艺，可提供 10 串和 16 串的模拟芯片前端产品，该产品系列的电压电流检测精度等主要指标处于行业先进水平，可广泛应用于储能系统、UPS 系统、智能家居、轻型电动交通工具、电动工具等领域。

公司时钟产品主要用于时钟信号的产生和缓冲输出。截至 2024 年，公司部分时钟产品已突破高精度时钟振荡器技术，具有低相噪特点，性能优异且小型化，主要应用于 5G 基站、无线通信、智能手机与物联网设备、卫星通讯等领域。

公司线性产品主要用于对模拟芯片信号处理。目前，公司已量产了放大器，比较器，模拟芯片开关等多款产品，可广泛应用于新能源、工业控制、通信设备、消费电子等领域。

截至 2024 年，公司信号链产品线实现营收 1963 万元，同比增长 98.6%，占比总营收 1.2%。25H1，公司信号链产品实现营收 0.52 亿元，营收大幅增长 652.0%。信号链产品研发壁垒较高，公司已完成从零到一的布局阶段，未来有望迅速进入大量量产阶段。

表 8：公司产品线梳理

产品类别	产品子类别	功能	部分产品系列举例
电源管理芯片	AC-DC 芯片	对电子设备外部交流输入电压进行转换等	AC-DC 原边控制器、同步整流产品、PFC 功率因素校正芯片、非隔离式开关型降压产品
	DC-DC 芯片	对电子设备外部直流输入电压进行转换等	降压转换器、升压芯片、升降压转换器
	线性电源芯片	对电子设备外部直流输入电压进行线性调节与管理等	负载开关和 USB 开关、电子保险丝和热插拔、线性稳压器芯片、电源合路芯片
	电池管理芯片	对电子设备中的电池进行充电与放电管理等	充电 IC、移动电源方案
信号链芯片	检测芯片	对电子系统进行电压电流检测	电压和电流监控芯片
	接口芯片	负责处理电子系统间的数字信号传输	以太网供电产品、接口芯片产品
	转换器芯片	负责模拟芯片信号向数字信号转换过程的控制、监控与反馈	模拟芯片前端和平衡器产品、数模转换器产品

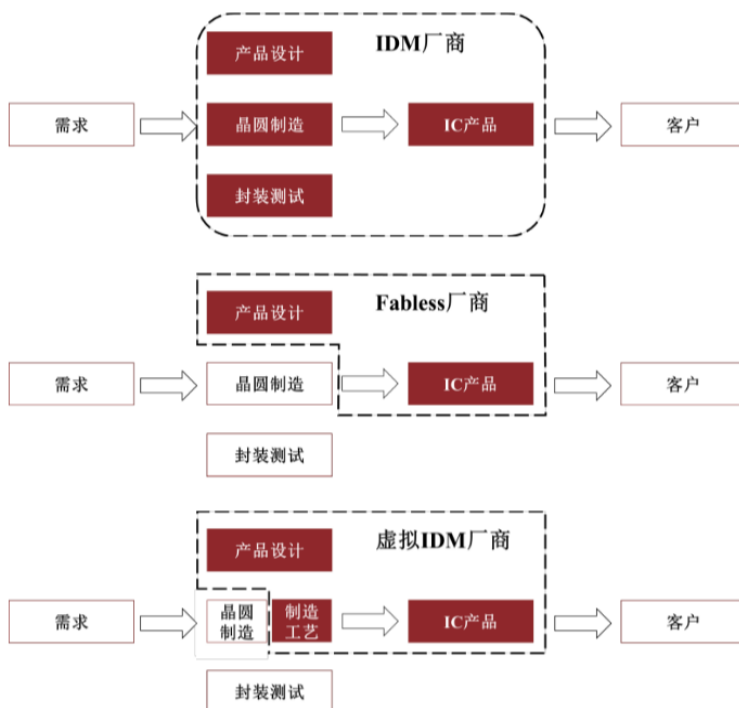
数据来源：公司年报，西南证券整理

集成电路设计企业主要分为 IDM、Fabless 和虚拟 IDM 三种经营模式。

2) Fabless 为垂直分工模式,也称为无工厂模式,采取该模式的企业专注于集成电路的设计/验证及最终的产品销售环节,而将晶圆制造和封装测试等环节全部委托专业的代工厂商完成。一般 Fabless 公司的模拟芯片工艺依赖于晶圆厂,难以形成真正技术门槛和代际差,缺乏长期竞争力,因而较难产生头部企业。

3) 虚拟 IDM (Virtual IDM) 为虚拟垂直整合制造模式, 相关厂商不仅专注于集成电路设计环节, 也拥有自己专有的工艺技术, 能要求晶圆厂商配合其导入自有的制造工艺, 并用于其自己的产品中, 但产线本身不属于设计厂商。

图 11: 集成电路设计企业三种经营模式比较



数据来源：公司招股书，西南证券整理

虚拟 IDM 优势明显。相较于 IDM 模式，虚拟 IDM 模式降低了集成电路设计企业的初始进入成本，由于无需自身组织晶圆制造等生产加工环节，企业固定资产投入较少，可专注于集成电路设计与销售环节，自身运行更加轻便灵活。相较于 Fabless 模式，虚拟 IDM 模式公司能够持续提升工艺平台的性能，使工艺制造水平与芯片开发需求相匹配，以实现芯片最优性能、更高可靠性与效率，更能够打入壁垒较高的通讯电子、汽车电子等新兴应用领域。其次，公司能够更好地进行设计工艺协同优化，加快产品迭代，增强市场竞争能力。

杰华特主要采取虚拟 IDM 的经营模式，与晶圆厂实现双赢效果。在主要合作晶圆厂均开发了国际先进的自有 BCD 工艺平台用于芯片设计制造。基于自有工艺平台，公司相继研发出了诸如高集成度大电流系列、高压高精度高可靠性功率管理系列等多类具有首创性的芯片产品，基于自身定制化开发能力逐步从面向消费电子领域为主，向工业应用、计算及存储、通讯电子和汽车电子领域扩展，形成了较为全面的产品覆盖广度，保证了公司持续的市场竞争力。经过多年发展，公司已在国内主要晶圆厂构建了三大类工艺平台，初步形成了系统的自研工艺体系。在与国内各晶圆厂合作过程中，一方面，公司推动晶圆厂突破原有产线资源局限性，通过帮助引入新设备和新工艺技术，提升了产线性能，特别是提升了国内起步较晚、水平相对落后的 BCD 工艺水平，同时又实现了企业自身上游供应链的国产化；另一方面，定位精准的自有工艺平台增强了芯片产品的市场竞争力，既有助于公司的业务发展，也保证了晶圆厂的产能利用率。这类合作模式客观上实现了双赢效果，加强了公司与晶圆厂的合作关系。

凭借工艺研发团队的持续精进，公司已与国内主要晶圆代工厂合作，构建了 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，各工艺平台均已迭代一至三代，初步形成了系统的自研工艺体系。

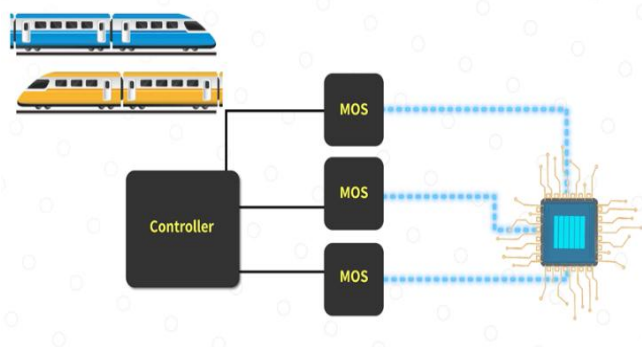
3.3 多相电源蓝海市场成长空间客观，公司为国产龙头

公司深耕模拟芯片行业多年，前瞻性布局多相电源领域，产品研发进度领先国产其他厂商。目前多相电源供应主要由海外厂商主导，24 年公司推出了符合 intel1.VR14 的 12 相控制器、intel1.IMVP9.3 的 9 相控制器等多款多相控制器和 DrMOS 大电流产品，获得了计算行业客户的高度好评，未来有望率先受益于多相电源国产替代进程。

3.3.1 多相电源应用领域持续扩展，AI 服务器带动其量价提升

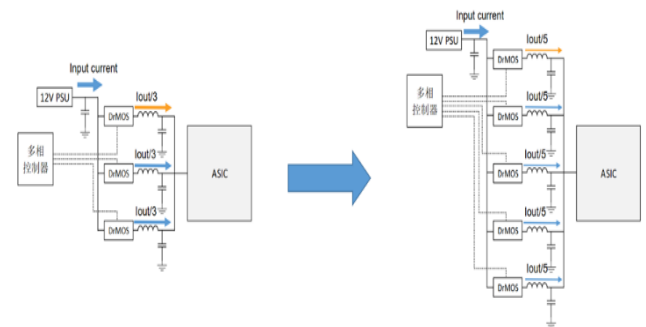
多相电源是一种基于多相交错拓扑的高性能直流电压转换系统，由多相控制器与集成式功率级芯片（DrMOS）协同构成，通过将输入电能分流至多个相位并联处理，实现低压大电流（通常为 0.5-1.8V/数百至数千安培）的高精度输出。其核心价值在于利用相位交错技术显著降低输出纹波、提升动态响应速度，并优化功率密度与温升控制，主要服务于 CPU、GPU、ASIC 等算力芯片的供电需求，是支撑高性能计算设备能效与稳定性的关键电源架构。

图 12：多相电源示意图



数据来源：MPS 公众号，西南证券整理

图 13：Drmos 相数扩展示意图

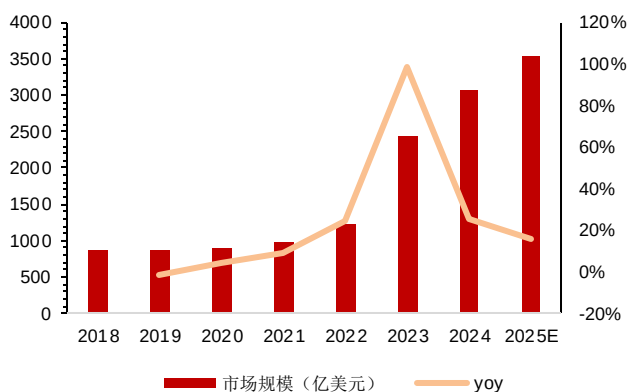


数据来源：MPS 公众号，西南证券整理

多相电源主要应用在服务器/PC/汽车/通信基站等领域。

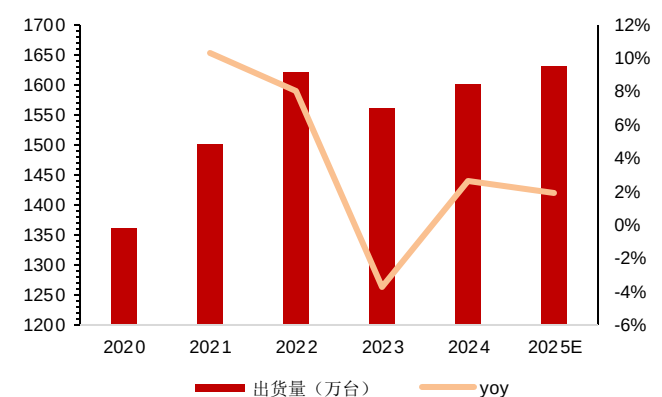
当前，全球服务器行业正经历由生成式 AI 革命驱动的结构性的裂变。根据 IDC 的统计显示，2018 年全球服务器市场规模为 884 亿美元，2024 年这一数据增长至 3067 亿美元，期间 CAGR 为 23%。24Q4 服务器市场规模激增 89%，主要系超大规模服务商及其他大型 IT 厂商持续大规模部署 GPU 服务器所驱动。预计 25 年全球服务器市场规模有望增长 15% 至 3542 亿美元；受益于 AI 的演进，未来 4 年（至 2029 年），服务器市场有望以 16% 的复合增长率持续扩张。出货量方面，受益于全球数字化转型加速以及新兴技术的广泛应用，2020-2024 年全球服务器出货量呈平稳增长态势，由 1360 万台增长至 1600 万台，年均复合增长率为 4.15%，预计 2025 年全球服务器出货量有望进一步增长至 1630 万台。根据 IDC 统计，24 年全球服务器出货量中 12.5% 为 AI 服务器，随着新兴产业对 AI 智能体的需求不断增长，我们预计这一占比有望逐年提升。

图 14：2018-2025E 年全球服务器市场规模



数据来源：IDC，西南证券整理

图 15：2020-2025E 年全球服务器出货量

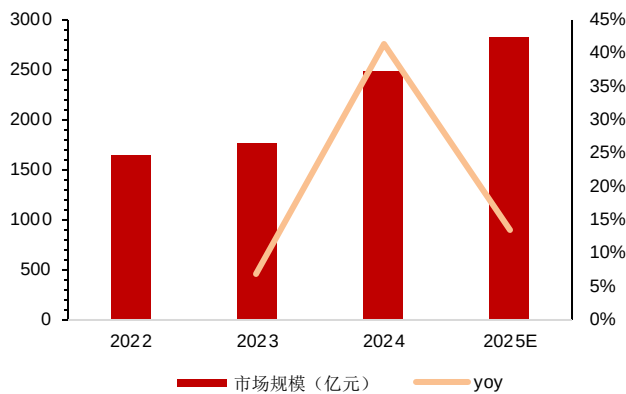


数据来源：IDC，西南证券整理

2022-2024 年，中国服务器市场规模持续扩大，带动云计算、人工智能等产业链上下游协同发展。根据 IDC 的统计和数据，2024 年中国服务器市场规模为 2492.1 亿元，同比增长 41.3%，预计 25 年这一数据有望增长 13.3% 至 2823.5 亿元。随着下游应用领域的持续扩张，AI 服务器市场规模快速增长。在国家政策支持以及信息安全需求推动下，国产服务器厂商份额逐渐扩大。根据 IDC 统计，2024 年浪潮信息以 30.8% 的份额位居中国 x86 服务器市场首位，超聚变和新华三分别以 13.3% 和 12.6% 的份额位居第二、第三。AI 服务器市场规模稳步

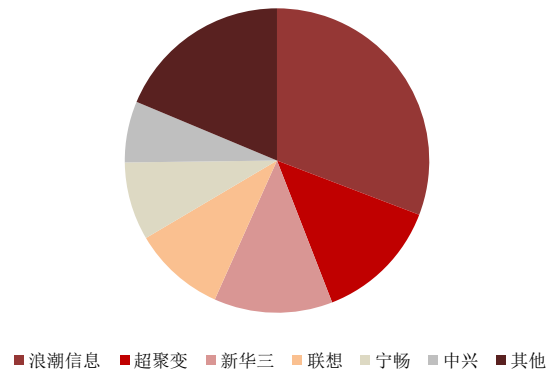
扩张。根据 IDC 统计，2024 年中国 AI 服务器市场规模约 560 亿元，同比增长 14.3%，25 年中国 AI 服务器市场规模有望进一步增长至 630 亿元。

图 16：2022-2025E 年中国服务器市场规模



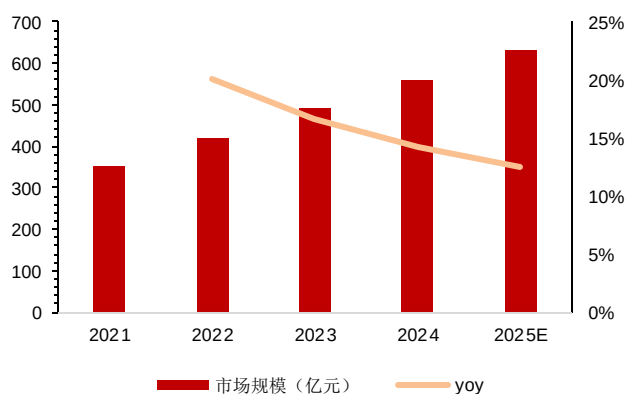
数据来源：IDC，西南证券整理

图 17：2024 年中国服务器市场份额情况



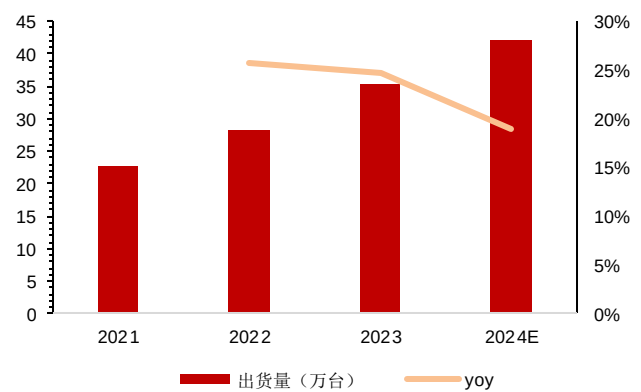
数据来源：IDC，西南证券整理

图 18：2021-2025E 年中国 AI 服务器市场规模



数据来源：IDC，西南证券整理

图 19：2021-2024E 年中国 AI 服务器出货量



数据来源：IDC，西南证券整理

多相电源为满足 AI 服务器极端供电性能需求的唯一可行技术方案。AI 芯片的低电压、大电流与高功率特性使得传统单相电源陷入物理性失效，多相电源通过多路并联分流的形式，将 AI 芯片的大电流拆解为多路小电流处理，并通过热量分布式管理大幅降低温升，系统性解决了 AI 供电在低压大电流的前提下难以保持稳定快速响应的问题，成为 AI 服务器的刚性选择。杰华特与大客户合作研发，定制多相电源产品。截至 25H1，公司 4/8/12 相多相控制器均已实现量产，16 相控制器将于 25Q4 实现量产。此外，公司 30/50/70/90A Drmos 实现批量出货，120A Drmos 持续开发，有望结合客户需求在 26Q1 开始出货。

图 20：杰华特服务器领域多相控制器产品



数据来源：杰华特公众号，西南证券整理

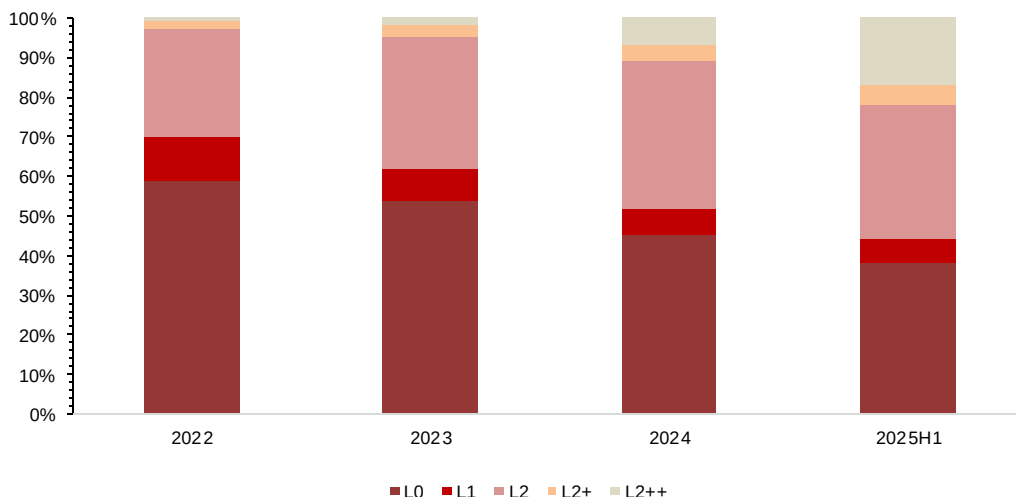
图 21：杰华特服务器领域 Drmos 产品



数据来源：杰华特公众号，西南证券整理

智能驾驶渗透率提升带动多相电源需求增长。在智能驾驶领域，汽车智驾系统对高算力芯片的需求增加，大电流供电需求较强，进一步提升了多相电源增长空间。根据盖世汽车统计，25H1我国乘用车 L2 级及以上辅助驾驶渗透率高达 56%，这一数据在 2022 年仅为 30%。从市场结构看，新能源乘用车 L2 级及以上 ADAS 渗透率达 67%。随着 L2 级以上智驾渗透率继续提升，多相电源在汽车领域的应用有望随之增长。截至目前，公司推出了满足 AEC-Q100 的 5~100V 完整的 DC-DC 产品矩阵，陆续导入知名车厂或一级供应商的供应链体系，较好地满足了新能源汽车对 DC-DC 的需求。

图 22：2022-25H1 中国乘用车辅助驾驶渗透率情况



数据来源：盖世汽车，西南证券整理

3.3.2 竞争格局：海外大厂主导，国内厂商后起新秀

截至目前，多相电源市场仍由海外大厂如 MPS/英飞凌/德州仪器主导。近几年国内厂商后起新秀，杰华特/晶丰明源/芯朋微等公司技术突破较为领先，逐步占据一定份额。截至 25H1，晶丰明源多相控制器、DrMOS、POL 及 Efuse 全系列产品已经实现量产并进入批量销售，新一代显卡应用在多家海外和国内客户开始大批量出货，带动公司高性能计算电源芯片业务增长。公司通过持续 BCD 工艺和产品创新，第二代 Drmos 芯片性能显著提升，成本显著下

降,已导入多家客户并实现量产。芯朋微在三次电源侧的 EFUSE、大电流 POL、多相控制器及配套 DRMOS 已经过服务器主板厂商和工业电源客户的验证和逐步试产。杰华特在多相电源领域布局较早,为国内龙头企业。截至 2024 年,公司推出了符合 inte1.VR14 的 12 相控制器、inte1.IMVP9.3 的 9 相控制器等多款多相控制器和 DrMOS 大电流产品,获得了计算行业客户的高度好评,推出了多款业界领先水平功率管集成产品,包括 18V/25A、18V/50A 等,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,获得了计算领域客户的广泛认可。未来随着高端模拟芯片领域国产替代的需求逐步提升,叠加多相电源应用领域的持续扩展,公司有望率先受益。

3.4 财务分析: 25H1 需求回暖营收增长亮眼

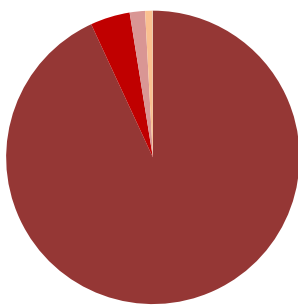
2023 年业绩承压, 24 年营收恢复增长。2024 年公司实现营收 16.8 亿元,同比增长 29.5%; 实现归属于上市公司股东的净利润-6.0 亿元,同比下滑 13.5%; 2025H1, 公司实现营收 11.9 亿元,同比增长 58.2%; 实现归属于上市公司股东的净利润-3.0 亿元,同比减亏,主要系行业下游终端市场需求回升、公司营收增长所致。

公司主营业务包括: 电源管理芯片、信号链芯片、功率产品、技术服务费及其他主营业务。

从营收结构来看, 25H1, 电源管理芯片实现营收 11.1 亿元,同比增长 49.8%, 贡献 93.1% 的收入; 信号链芯片实现营收 0.5 亿元, 同比增长 49.8%, 贡献 4.4% 的收入; 功率产品实现营收 0.2 亿元, 贡献 1.7% 营收; 技术服务费和其他主营业务分别实现营收 0.1/0.001 亿元, 分别同比+571.8%/-96.6%, 分别贡献 0.8%/0.01% 营收。

从毛利结构来看, 25H1, 电源管理芯片贡献毛利 3.1 亿元, 毛利占比 94.0%; 信号链芯片贡献毛利 0.2 亿元, 毛利占比 5.3%。功率产品/技术服务费分别贡献毛利 0.01/0.01 亿元,, 毛利分别占比 0.4%/0.2%。

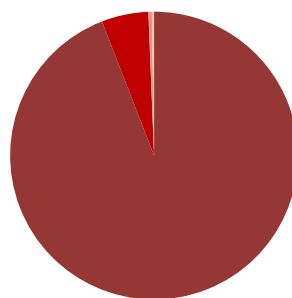
图 23: 2025H1 公司营收结构



■ 电源管理芯片 ■ 信号链芯片 ■ 功率产品 ■ 技术服务费 ■ 其他业务收入 ■ 其他

数据来源: iFinD, 公司公告, 西南证券整理

图 24: 25H1 公司毛利结构



■ 电源管理芯片 ■ 信号链芯片 ■ 功率产品 ■ 技术服务费 ■ 其他业务收入 ■ 其他

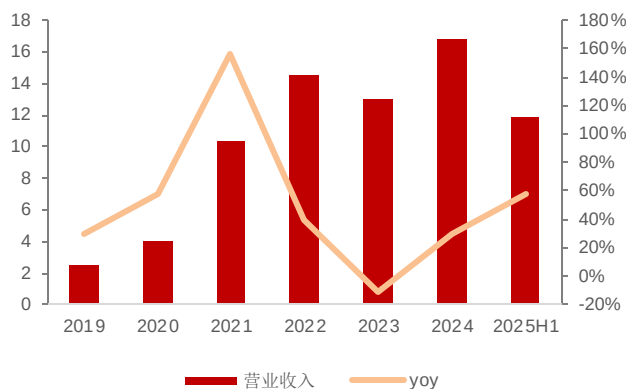
数据来源: iFinD, 公司公告, 西南证券整理

3.4.1 成长能力

回顾公司往年的经营情况：2019-2022 年，公司营收持续提升，而归母净利润波动较大：2019 年和 2020 年处于亏损状态，2021 年实现扭亏为盈，2022 年保持盈利；2023 年，公司营收小幅下滑，主要受到全球经济放缓、半导体行业周期波动以及终端需求疲软、产品价格承压等因素影响；归母净利润大幅下滑至-5.3 亿元，同比下滑 487.4%，主要系收入下降、产品毛利率下滑，研发投入增长以及公司实行股权激励导致股份支付费用增加等原因所致；2024 年，公司营收重回增长轨道，主要得益于行业终端市场逐步复苏；公司归母净利润仍为负，主要系产品价格承压，公司毛利率尚未得到改善所致。

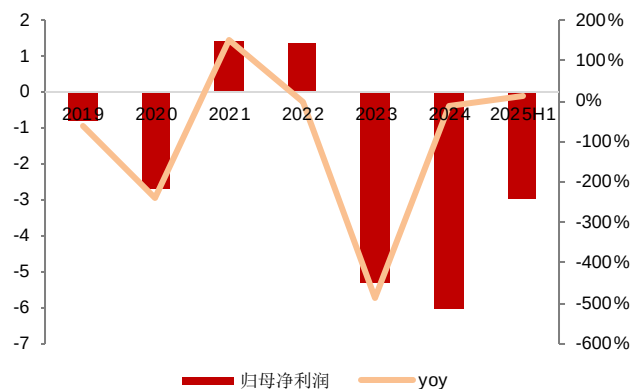
25H1 计算、车规等领域开花结果，产品逐步实现量贡献营收。2024 年公司实现营收 16.8 亿元，同比增长 29.5%；实现归属于上市公司股东的净利润-6.0 亿元，同比下滑 13.5%；2025H1，公司实现营收 11.9 亿元，同比增长 58.2%，表现亮眼，主要系 1) 下游终端市场去库基本结束，客户恢复常规采买；2) 公司重点投入的计算、汽车等领域产品逐步实现规模量产。公司实现归母净利润-3.0 亿元，同比收窄。报告期内公司亏损主要系 1) 在激烈的市场竞争下公司毛利率修复不显著；2) 公司为提升长期竞争力，持续在研发创新、市场开拓、供应链体系优化、质量管理等方面加大投入。

图 25：2019-2025H1 公司营业收入及增速情况（亿元）



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 26：2019-2025H1 公司归母净利润及增速情况（亿元）



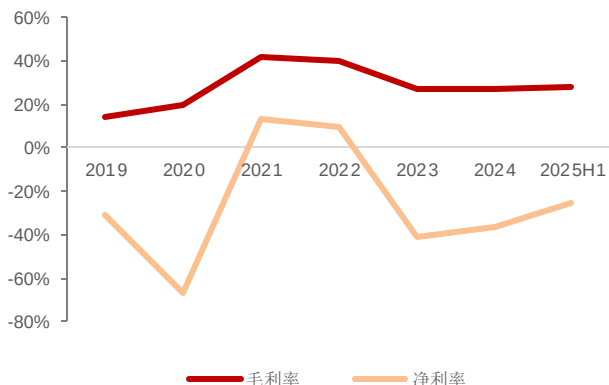
数据来源：iFinD，西南证券整理

3.4.2 盈利能力

回顾历史表现：2019-2021 年公司毛利率快速提升，由 13.7% 增至 42.2%，其中 21 年提升幅度较大，主要受益于终端客户需求旺盛，公司产品销量和单价双双增长，22 年毛利率小幅回落至 39.9%；2023 年，受宏观经济不稳定和半导体行业周期性下滑影响，公司毛利率下降至 27.4%。净利率方面，2019-2020 年公司净利率为负，系股权激励带来的股份支付费用增加所致，2021 年，公司多款产品成功打入通讯电子领域大客户供应链，叠加行业景气度提升，净利率扭亏为盈，22 年延续盈利态势；2023 年受宏观环境与行业景气波动冲击，净利率再度大幅下滑至-41.1%。

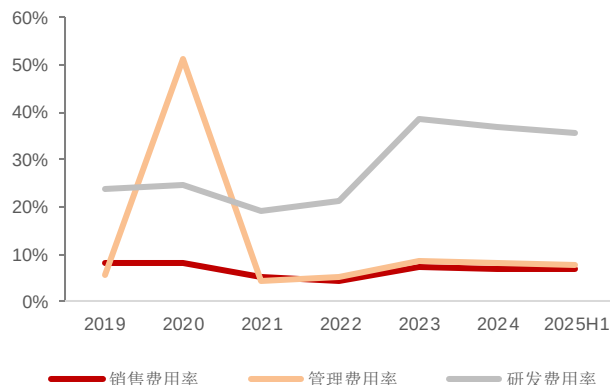
行业需求回暖，公司盈利能力逐步改善。受益于下游终端市场需求回升，2024 年公司毛利率稳定在 27.4%，净利率小幅回升至-36.4%，同比增长 4.7pp。其中，公司电源管理芯片 / 信号链芯片 / 技术服务费 / 其他业务收入 / 其他的毛利率分别为 27.8%/-1.7%/10.9%/52.1%/-55.4%。25H1 公司盈利能力延续修复趋势，毛利率和净利率分别为 28.2%/-25.4%。

图 27：2019-2025H1 公司毛利率和净利率



数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理

图 28：2019-2025H1 公司费用率

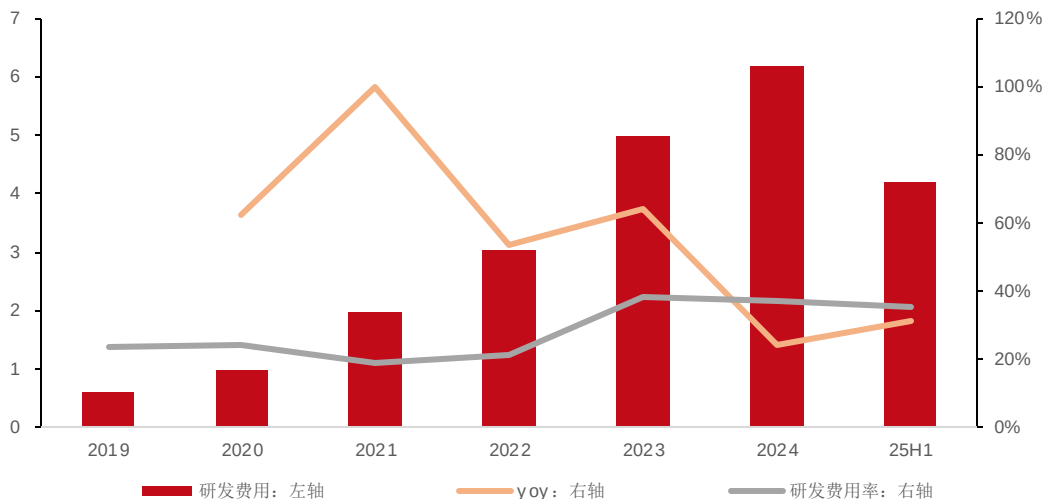


数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理

3.4.3 研发能力

公司研发费用持续提升，研发费用率整体较为稳定。公司 2020-2024 年研发费用年复合增长率为 59.0%；2024 年，公司研发费用为 6.2 亿元，同比增长 24.0%，为公司历史最高。2025H1，公司研发费用为 4.2 亿元，同比提升 31.3%，研发费用率为 35.5%。公司研发费用率处于较高水平，主要系公司持续在高性能计算、车规等领域加大研发投入所致。25H1，公司研发费用为 4.2 亿元，同比增长 31.3%。

图 29：2019-2025H1 公司研发费用情况（亿元）

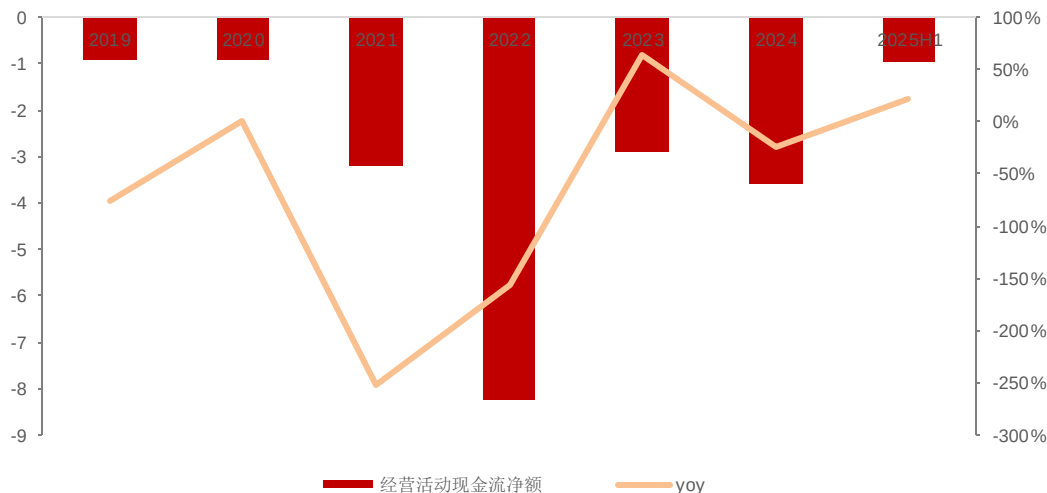


数据来源：wind、西南证券整理

3.4.4 经营及现金流情况

经营活动现金流净额开启修复。2019-2022 年，公司经营性现金流净额持续下降，由 2019 年的 -0.9 亿下降至 2022 年的 -8.2 亿，主要系支付供应商产能保证金及业务扩张导致的存货、应收账款和人员支出增加所致；23 年经营性现金流净额回升至 -2.9 亿。2024 年经营性现金流净额为 -3.6 亿，2020-2024 年 5 年复合增长率为 31.4%。25H1，公司经营活动现金流净额持续修复，为 -1.0 亿元。

图 30：2019-2025H1 公司经营活动现金流情况（亿元）

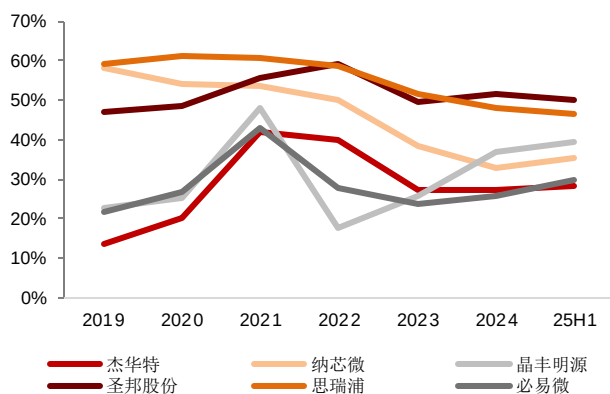


数据来源：wind、西南证券整理

3.5 可比公司分析

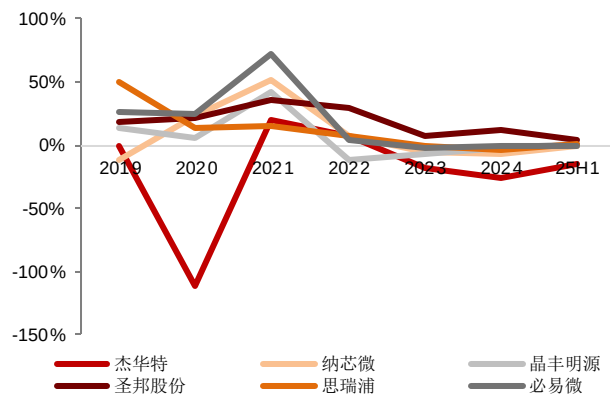
我们选取纳芯微、晶丰明源、圣邦股份、思瑞浦、必易微为可比公司进行分析。公司毛利率略低于其他公司，主要系近年来 LED 照明市场需求不及预期，价格战明显。公司财务表现略低于行业平均，主要系研发投入持续加大。截至 25H1，公司研发费用净值为 4.2 亿元，费用率为 35%，显著高于其他公司，主要系公司持续发力多相电源领域，不断扩充研发团队、加大技术投入。该领域壁垒较高，前期投入较大。25H1，公司 12 相多相控制器及 90A Drmos 已在客户处放量，产品迭代研发进展顺利。预计 26 年公司盈利能力有望显著改善。

图 31：2019-2025H1 公司及可比公司毛利率情况



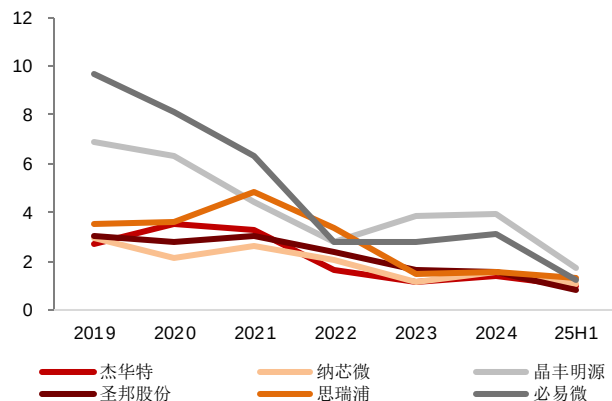
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

图 32：2019-2025H1 公司及可比公司 ROE



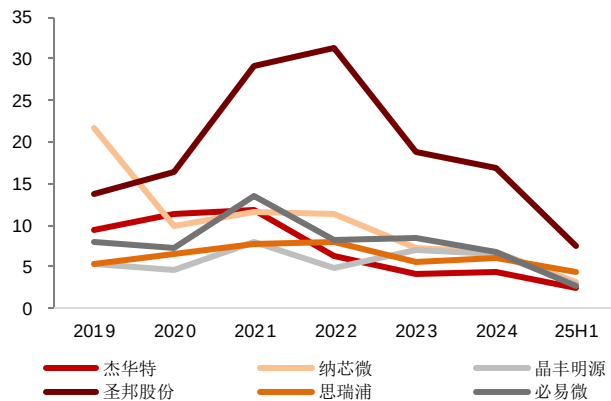
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

图 33：2019-2025H1 公司及可比公司存货周转率（次）



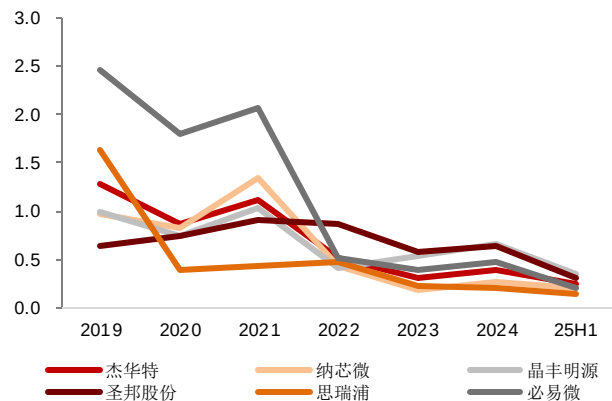
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

图 34：2019-2025H1 公司及可比公司应收账款周转率（次）



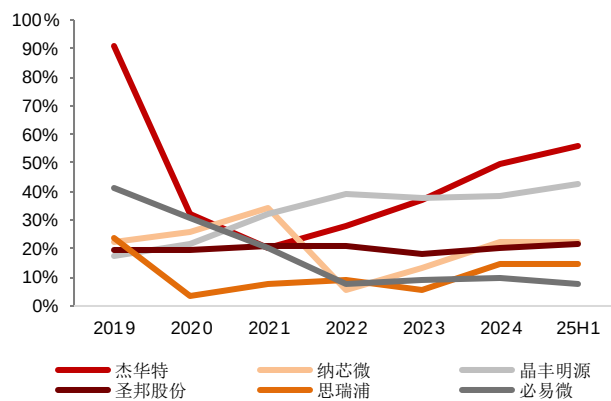
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

图 35：2019-2025H1 公司及可比公司总资产周转率（次）



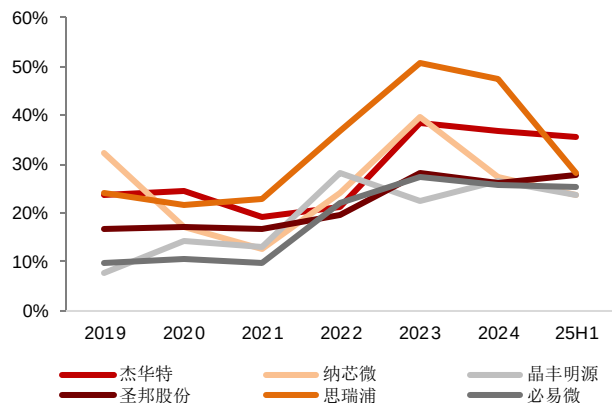
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

图 36：2019-2025H1 公司及可比公司资产负债率



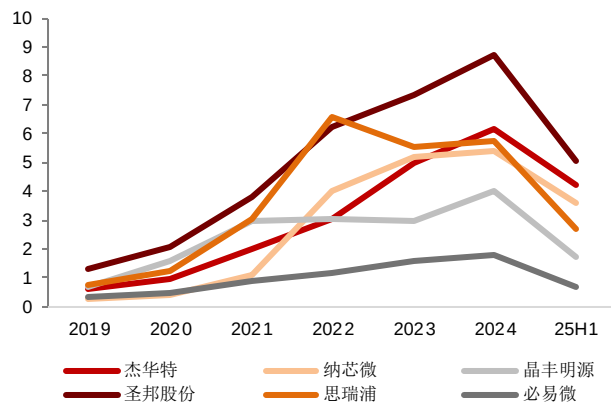
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

图 37：2019-2025H1 公司及可比公司研发费用率



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

图 38：2019-2025H1 公司及可比公司研发费用（亿元）



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：电源管理芯片：电源管理芯片为公司营收主要来源，产品线齐全，品类丰富，包括 AC-DC、DC-DC、线性电源和电池管理等产品，可为消费电子、工业控制、计算、汽车电子、新能源等下游应用场景，提供高效、可靠的电源管理解决方案。25 年公司多相电源产品正式在客户处大规模供货，多相电源壁垒较高，竞争格局较好，有望修复电源管理芯片业务整体毛利率。随着多相电源在更多应用场景扩展，公司电源管理业务有望实现稳步增长。我们预计 2025-2027 年，公司电源管理芯片营收增速分别为 43.1%/28.1%/21.5%，毛利率分别为 32.5%/34.9%/35.8%。

假设 2：信号链芯片：信号链领域，公司不断加码研发，在检测产品、接口产品、转换器产品、时钟产品和线性产品等领域发力，产品广泛应用于通信、计算存储、汽车电子等领域。目前信号链产品占比公司营收仍然较低，但公司已经完成从零到一的布局阶段，未来有望受益于国产替代的进程加速上量。我们预计 2025-2027 年，公司信号链芯片营收增速分别为 534%/150%/50%，毛利率分别为 34.6%/38.0%/39.0%。

假设 3：功率产品。我们预计 2025-2027 年，公司功率产品营收增速分别为 -/20%/20%，毛利率分别为 7%/8%/9%。

基于以上核心假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
电源管理芯片	收入	1646.0	2355.7	3017.4	3665.1
	增速	28.8%	43.1%	28.1%	21.5%
	毛利率	27.8%	32.5%	34.9%	35.8%
信号链芯片	收入	19.6	124.4	311.0	466.5
	增速	98.6%	534.0%	150.0%	50.0%
	毛利率	-1.7%	34.6%	38.0%	39.0%
技术服务费	收入	9.0	19.5	21.5	23.6
	增速		117.6%	10.0%	10.0%
	毛利率	10.9%	11.3%	12.0%	12.0%
功率产品	收入		41.2	49.5	59.4
	增速			20.0%	20.0%
	毛利率		7.3%	8.0%	9.0%
其他主营业务	收入	1.4	1.4	1.4	1.5
	增速	-84.0%	-2.8%	2.0%	2.0%
	毛利率	-54.9%	54.9%	55.0%	55.0%
其他业务	收入	2.7	2.9	3.1	3.2
	增速	871.4%	8.1%	5.0%	5.0%
	毛利率	52.2%	100.0%	100.0%	100.0%

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	收入	1678.8	2545.1	3403.9	4219.3
	增速	29.5%	51.6%	33.7%	24.0%
	毛利率	27.3%	32.1%	34.7%	35.7%

数据来源：Wind，西南证券

我们预计 25-27 年公司营业收入分别为 25.5 亿元（+51.6%）、34.0 亿元（+33.7%）、42.2 亿元（+24.0%），归母净利润分别为 -1.6 亿元（+73.6%）、0.7 亿元（+141.5%）、2.5 亿元（+283.5%），EPS 分别为 -0.35 元、0.15 元、0.56 元，对应 PE 分别为 -149、360、94 倍。

4.2 相对估值

我们选取了行业内 3 家主流可比公司，分别是圣邦股份、艾为电子和思瑞浦。由于近几年我国模拟芯片上市公司受海外价格战影响，盈利表现波动较大，我们采取 PS 估值法。2026 年 3 家公司平均 PS 为 7 倍。考虑到公司深耕模拟芯片行业多年，与客户定制化研发布局多相电源等高端料号，壁垒较高，叠加虚拟 IDM 经营模式下公司在国内主要晶圆厂初步形成自有工艺，具有一定优势；我们给予公司 2026 年 9 倍 PS，对应目标价 68.03 元，首次覆盖予以“买入”评级。

表 12：可比公司估值

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	营业收入（亿元）				PS（倍）			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300661.SZ	圣邦股份	460.29	33.47	40.90	50.07	59.46	14	11	9	8
688798.SH	艾为电子	181.54	29.33	33.38	38.60	43.60	6	5	5	4
688536.SH	思瑞浦	206.32	12.20	19.94	25.84	32.29	17	10	8	6
平均值							12	9	7	6
688141.SH	杰华特	237.99	16.79	25.45	34.04	42.19	14	9	7	6

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2025.10.17 收盘）

5 风险提示

- 1) 产品研发不及预期风险：模拟芯片行业料号迭代较快，对研发团队要求较高，若公司产品研发进度落后于市场其他公司，可能会对其业绩表现造成不利影响。
- 2) 下游需求恶化风险：模拟芯片行业覆盖下游广泛，包括消费电子、汽车、工业等，若下游需求不及预期，则将直接影响下游客户拉货意愿，直接影响模拟厂商的出货量及产品价格，对公司经营造成不利影响。
- 3) 行业价格战反复风险：模拟芯片料号价格自 23 年起开始处于底部震荡，由于行业竞争激烈，部分厂商低价抛售芯片，影响行业整体生态；当前行业整体价格处于稳定，如若价格战重新开始，可能会对公司经营造成不利影响。
- 4) 政策波动风险：近年来国际贸易形势不稳定，对我国半导体领域带来较大波动；如若贸易格局进一步恶化，公司经营可能会受到影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1678.75	2545.12	3403.86	4219.27	净利润	-611.25	-164.33	61.06	248.32
营业成本	1219.69	1727.93	2223.18	2714.58	折旧与摊销	62.79	30.62	30.62	30.62
营业税金及附加	1.59	3.09	4.12	4.92	财务费用	19.86	73.69	68.55	65.05
销售费用	113.80	165.83	228.77	281.09	资产减值损失	-205.30	-88.57	-104.91	-124.54
管理费用	138.08	839.89	919.04	1012.62	经营营运资本变动	-82.72	489.48	311.11	-189.58
财务费用	19.86	73.69	68.55	65.05	其他	456.18	-54.63	149.94	152.97
资产减值损失	-205.30	-88.57	-104.91	-124.54	经营活动现金流净额	-360.44	286.27	516.37	182.85
投资收益	-2.18	2.81	3.51	4.38	资本支出	-240.00	-150.00	-90.00	-50.00
公允价值变动损益	-2.60	-0.99	-1.13	-1.23	其他	-260.39	1.82	2.38	3.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-500.40	-148.18	-87.62	-46.85
营业利润	-612.83	-174.91	67.50	268.68	短期借款	41.29	-255.76	-50.00	-50.00
其他非经营损益	-0.04	-1.79	-1.84	-1.67	长期借款	-57.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-612.87	-176.70	65.66	267.01	股权融资	-23.38	0.00	0.00	0.00
所得税	-1.62	-12.37	4.60	18.69	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-611.25	-164.33	61.06	248.32	其他	275.55	-504.82	-68.55	-65.05
少数股东损益	-7.88	-5.00	-5.00	-5.00	筹资活动现金流净额	236.47	-760.58	-118.55	-115.05
归属母公司股东净利润	-603.37	-159.33	66.06	253.32	现金流量净额	-620.89	-622.50	310.21	20.95
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1194.20	571.70	881.91	902.86	成长能力				
应收和预付款项	631.22	898.54	1212.20	1505.18	销售收入增长率	29.46%	51.61%	33.74%	23.96%
存货	854.99	283.68	-262.32	-277.51	营业利润增长率	-15.66%	71.46%	138.59%	298.02%
其他流动资产	156.97	229.44	306.86	380.37	净利润增长率	-14.59%	73.12%	137.16%	306.66%
长期股权投资	186.83	186.83	186.83	186.83	EBITDA 增长率	-6.02%	86.68%	336.10%	118.60%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	581.61	710.44	779.27	808.10	毛利率	27.35%	32.11%	34.69%	35.66%
无形资产和开发支出	77.61	68.55	59.48	50.41	三费率	16.19%	42.41%	35.73%	32.20%
其他非流动资产	520.90	520.51	520.13	519.74	净利率	-36.41%	-6.46%	1.79%	5.89%
资产总计	4204.33	3469.69	3684.35	4075.96	ROE	-28.79%	-8.48%	3.05%	11.05%
短期借款	455.76	200.00	150.00	100.00	ROA	-14.54%	-4.74%	1.66%	6.09%
应付和预收款项	414.30	508.28	675.78	833.26	ROIC	-32.98%	-5.19%	7.73%	18.70%
长期借款	625.95	625.95	625.95	625.95	EBITDA/销售收入	-31.58%	-2.77%	4.90%	8.64%
其他负债	584.96	197.43	233.52	269.34	营运能力				
负债合计	2080.97	1531.65	1685.25	1828.54	总资产周转率	0.40	0.66	0.95	1.09
股本	446.88	450.32	450.32	450.32	固定资产周转率	9.66	10.79	15.86	21.81
资本公积	2449.15	2445.71	2445.71	2445.71	应收账款周转率	4.09	4.38	4.22	4.05
留存收益	-849.41	-1008.74	-942.67	-689.35	存货周转率	1.04	1.95	8.58	—
归属母公司股东权益	2067.62	1887.30	1953.36	2206.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.52%	—	—	—
少数股东权益	55.74	50.74	45.74	40.74	资本结构				
股东权益合计	2123.36	1938.04	1999.10	2247.42	资产负债率	49.50%	44.14%	45.74%	44.86%
负债和股东权益合计	4204.33	3469.69	3684.35	4075.96	带息债务/总负债	51.98%	53.93%	46.04%	39.70%
					流动比率	2.05	2.38	2.17	2.22
					速动比率	1.43	2.04	2.43	2.47
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	-1.34	-0.35	0.15	0.56
					每股净资产	4.59	4.19	4.34	4.90
					每股经营现金	-0.80	0.64	1.15	0.41
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	-530.18	-70.60	166.67	364.36					
PE	-39.44	-149.37	360.25	93.95					
PB	11.51	12.61	12.18	10.79					
PS	14.18	9.35	6.99	5.64					
EV/EBITDA	-44.13	-333.40	139.05	63.41					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn