

杰华特 (688141.SH) / 电子

证券研究报告/公司点评

2023年6月1日

评级：买入（维持）

市场价格：43.82 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

研究助理：王九鸿

Email: wangjih07@zts.com.cn

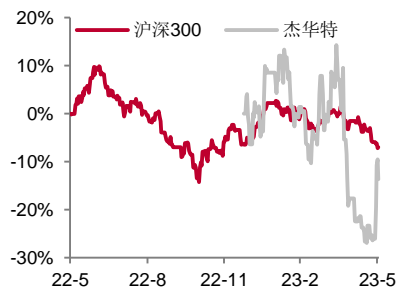
公司盈利预测及估值

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 1,042 | 1,448 | 1,773 | 2,444 | 3,172 |
| 增长率 yoy% | 156% | 39% | 22% | 38% | 30% |
| 净利润 (百万元) | 142 | 137 | 3 | 98 | 262 |
| 增长率 yoy% | 153% | -3% | -98% | 3105% | 168% |
| 每股收益 (元) | 0.32 | 0.31 | 0.01 | 0.22 | 0.59 |
| 每股现金流量 | -0.72 | -1.84 | 1.12 | 0.13 | 0.07 |
| 净资产收益率 | 15% | 4% | 0% | 3% | 7% |
| P/E | 138 | 143 | 6423 | 200 | 75 |
| P/B | 21 | 6 | 6 | 6 | 6 |

备注：以 2023 年 6 月 1 日收盘价计算

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 447 |
| 流通股本(百万股) | 49 |
| 市价(元) | 43.82 |
| 市值(百万元) | 19,582 |
| 流通市值(百万元) | 2,167 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- 事件：**5月29日，公司发布2023年限制性股票激励计划草案，拟向激励对象授予1463.551万股限制性股票，约占股本总额44688万股的3.28%，其中首次授予80%、预留20%，首次授予和预留股票的授予价格均为14.61元/股；业绩考核目标为，以2022年营业收入为基数，2023-2026年营业收入增速分别不低于10%/20%/30%/40%；以5月29日收盘价作为公允价值，首次授予需摊销的总费用为3.17亿元，2023-2026年分别为0.82/1.25/0.67/0.34/0.10亿元。
- 本次激励覆盖广，有助于吸引和留住优秀人才。**首次授予的激励对象共计418人，约占公司全部职工人数的64.61%，包括公司公告激励计划时在公司任职的高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干。作为上市后首次股权激励，本次激励覆盖了超过一半的员工，有助于进一步建立健全公司的长效激励与约束机制，吸引和留住优秀人才，充分调动核心团队的积极性。
- 继续夯实模拟IC虚拟IDM独特卡位。**公司目前已在国内主要晶圆厂构建0.18微米的7-55V中低压BCD工艺、0.18微米的10-200V高压BCD工艺、以及0.35微米的10-700V超高压BCD工艺等三大类工艺平台，各工艺条线均已迭代一至三代，初步形成了系统的自研工艺体系。通过本次股权激励，持续吸引、激励、壮大工艺团队，开发特色工艺，在高压大电流模拟IC产品开发方面发挥独特优势。
- 全品类布局夯实长期增长基础。**公司立足电源管理，逐步拓展信号链及其他产品，目前电源管理包括AC-DC、DC-DC、线性电源、BMS等并拥有40余条子线，信号链芯片包括线性芯片、转换器芯片、接口芯片、时钟芯片等差异化高端产品。通过本次股权激励，持续吸引和激励模拟IC各细分方向优秀人才，为公司进行全品类拓展。
- 大陆大电流DC-DC领先玩家，关注AI浪潮带来服务器等高端市场机遇。**公司通用DC-DC应用于笔电、通讯、服务器客户，除此以外还重点布局了用于给服务器、基站、交换机、PC等CPU供电的大电流DC-DC，该类产品难度大、壁垒高，有助于公司进行差异化竞争。公司目前大电流DC-DC出货量持续放大，DrMOS推出多个料号，开始大批量供应。
- 投资建议：**考虑到目前半导体处于下行周期和模拟IC国内竞争趋紧，公司短期业绩承压，预计公司2023-2025年归母净利润为0.03/0.98/2.62亿元，2023/6/1收盘价对应PE为6423/200/75倍，剔除股份支付影响后预计公司2023-2025年归母净利润为分别为0.85/2.23/3.28亿元，2023/6/1收盘价对应剔除股份影响后PE为231/88/60倍。考虑到公司虚拟IDM模式在国内模拟IC生态中的独特卡位，我们看好公司服务器大电流DC-DC为代表的众多新产品的未来增长前景，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：**下游景气度修复不及预期；新产品导入进度不及预期

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 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 2,186 | 2,434 | 2,627 | 2,784 | 营业收入 | 1,448 | 1,773 | 2,444 | 3,172 |
| 应收票据 | 13 | 16 | 0 | 0 | 营业成本 | 870 | 1,162 | 1,566 | 2,003 |
| 应收账款 | 312 | 253 | 326 | 415 | 税金及附加 | 1 | 2 | 2 | 3 |
| 预付账款 | 144 | 116 | 157 | 200 | 销售费用 | 62 | 75 | 98 | 108 |
| 存货 | 783 | 581 | 626 | 801 | 管理费用 | 72 | 91 | 110 | 134 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 研发费用 | 305 | 504 | 589 | 688 |
| 其他流动资产 | 188 | 94 | 129 | 168 | 财务费用 | 10 | -30 | -13 | -25 |
| 流动资产合计 | 3,626 | 3,494 | 3,865 | 4,367 | 信用减值损失 | -13 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | -21 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 37 | 37 | 37 | 37 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 77 | 60 | 47 | 37 | 投资收益 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 184 | 184 | 184 | 184 | 其他收益 | 44 | 34 | 11 | 12 |
| 无形资产 | 30 | 42 | 45 | 48 | 营业利润 | 136 | 3 | 102 | 274 |
| 其他非流动资产 | 406 | 406 | 407 | 407 | 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产合计 | 734 | 730 | 720 | 713 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产合计 | 4,360 | 4,224 | 4,585 | 5,081 | 利润总额 | 136 | 3 | 102 | 274 |
| 短期借款 | 364 | 97 | 226 | 335 | 所得税 | 0 | 0 | 5 | 14 |
| 应付票据 | 70 | 126 | 151 | 157 | 净利润 | 136 | 3 | 97 | 260 |
| 应付账款 | 160 | 214 | 294 | 381 | 少数股东损益 | -1 | 0 | -1 | -1 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 137 | 3 | 98 | 262 |
| 合同负债 | 20 | 25 | 34 | 44 | NOPLAT | 146 | -27 | 85 | 236 |
| 其他应付款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (按最新股本摊薄) | 0.31 | 0.01 | 0.22 | 0.59 |
| 一年内到期的非流动负债 | 17 | 17 | 17 | 17 | | | | | |
| 其他流动负债 | 57 | 71 | 91 | 114 | | | | | |
| 流动负债合计 | 689 | 549 | 813 | 1,048 | | | | | |
| 长期借款 | 525 | 525 | 525 | 525 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 5 | 5 | 5 | 5 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 530 | 530 | 530 | 530 | | | | | |
| 负债合计 | 1,219 | 1,079 | 1,343 | 1,578 | | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 3,142 | 3,145 | 3,243 | 3,505 | | | | | |
| 少数股东权益 | -1 | -1 | -1 | -3 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 3,142 | 3,145 | 3,242 | 3,502 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 4,360 | 4,224 | 4,585 | 5,081 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | -823 | 502 | 58 | 32 |
| 现金收益 | 169 | -7 | 102 | 250 |
| 存货影响 | -506 | 202 | -45 | -175 |
| 经营性应收影响 | -184 | 85 | -98 | -133 |
| 经营性应付影响 | 97 | 109 | 105 | 94 |
| 其他影响 | -399 | 113 | -6 | -5 |
| 投资活动现金流 | -136 | -16 | -8 | -9 |
| 资本支出 | -127 | -16 | -8 | -8 |
| 股权投资 | -37 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | 28 | 0 | 0 | -1 |
| 融资活动现金流 | 2,910 | -238 | 142 | 134 |
| 借款增加 | 868 | -268 | 129 | 109 |
| 股利及利息支付 | -22 | -28 | -26 | -29 |
| 股东融资 | 2,081 | 0 | 0 | 0 |
| 其他影响 | -17 | 58 | 39 | 54 |

| 主要财务比率 | | | | |
|------------|-------|---------|---------|--------|
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 39.0% | 22.4% | 37.9% | 29.8% |
| EBIT 增长率 | 6.4% | -118.6% | -430.2% | 177.2% |
| 归母公司净利润增长率 | -3.4% | -97.8% | 3105.0% | 167.9% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 39.9% | 34.4% | 35.9% | 36.9% |
| 净利率 | 9.4% | 0.2% | 4.0% | 8.2% |
| ROE | 4.4% | 0.1% | 3.0% | 7.5% |
| ROIC | 4.0% | -0.8% | 2.5% | 6.3% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 42.5% | 43.4% | 28.0% | 25.5% |
| 债务权益比 | 29.0% | 20.5% | 23.8% | 25.2% |
| 流动比率 | 5.3 | 6.4 | 4.8 | 4.2 |
| 速动比率 | 4.1 | 5.3 | 4.0 | 3.4 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.6 |
| 应收账款周转天数 | 56 | 57 | 43 | 42 |
| 应付账款周转天数 | 57 | 58 | 58 | 61 |
| 存货周转天数 | 219 | 211 | 139 | 128 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.31 | 0.01 | 0.22 | 0.59 |
| 每股经营现金流 | -1.84 | 1.12 | 0.13 | 0.07 |
| 每股净资产 | 7.03 | 7.04 | 7.26 | 7.84 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 143 | 6,423 | 200 | 75 |
| P/B | 6 | 6 | 6 | 6 |
| EV/EBITDA | 70 | -1,699 | 110 | 45 |

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。