

杰华特 (688141.SH)

增持 (首次)

2022 全年业绩符合预期，关注新品发布和上量节奏

杰华特是国内虚拟 IDM 领先企业，公司早期主营照明类 AC-DC 芯片，2018 年借助大客户在通讯 DC-DC 芯片等领域快速放量，公司众多新品望持续贡献长期成长性。杰华特发布 2022 年业绩快报，结合公告信息，点评如下：

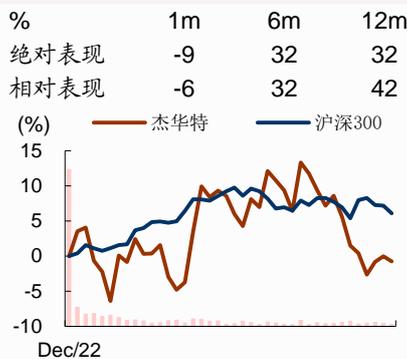
- 2022 全年业绩符合预期，22Q4 单季度营收和利润环比均有较大提升。公司 22 全年营收 14.47 亿元，同比+38.94%，归母净利润 1.61 亿元，同比+13.28%，扣非归母净利润 1.2 亿元，同比-11.65%，非经常性损益主要系政府补助。公司 22Q4 单季度营收 4.07 亿元，同比+7.96%/环比+20.27%，归母净利润 0.52 亿元，同比-29.53%/环比+241%，扣非归母净利润 0.42 亿元，同比-41.79%/环比+330.97%。公司持续加大研发项目投入并大力引入优秀人才，截至 2022 年底，公司研发人员数量同比+44.84%，研发费用同比+50.48%。
- 下游客户结构逐步均衡化，汽车电子、计算和存储等领域客户占比逐步提升。公司的产品结构目前占比最大的主要是电源管理芯片类的 AC-DC、DC-DC 和线性电源芯片，三类芯片 22H1 占总营收比例分别为 21%、48%和 29%，其中 AC-DC 芯片占比呈现逐年下降的趋势，DC-DC 和线性电源芯片占比逐步提升。分下游来看，2018 年公司营收占比最大的是消费电子（含照明，达 74%）和工业（达 16%），22H1 以公司营收占比近 98%的 AC-DC、DC-DC 和线性电源芯片来看，消费电子 22H1 占比仅为 31%，通讯电子占 37%，计算和存储从 21 年的 13%提升至 16%，汽车电子从 21 年的 0.5%提升至 1.7%，公司在汽车领域的客户包括比亚迪、长安、吉利、长城、小鹏和上汽等。
- 汽车领域逐步向全产品线布局，多相电源/DrMOS/AFE 等高端新品进展顺利。杰华特成立于 2013 年，成立后 5-6 年才逐步成为虚拟 IDM 模式，公司目前产品主要以电源管理类为主，信号链逐步放量。在汽车领域，公司目前主要销售的 DC-DC 芯片，预计 23 年将有更多的汽车料号推向市场，包括 DC-DC、灯的控制器和驱动、高低边开关、BMS AFE 等。对于其它高端芯片，公司的 DrMOS 22 年已量产出货，多相控制器正在送样阶段。BMS AFE 在储能和电动车领域都有产品布局，产品性能对标市场上最先进的产品。公司在低功耗技术、大电流控制和驱动技术、GaN 整套方案设计等方面取得显著突破，在隔离产品方面公司亦有布局，目前已具备隔离 DC-DC 电源技术，可适用于 300W 以内的板上隔离电源应用。
- 投资建议。杰华特是国内 A 股模拟芯片公司中的虚拟 IDM 领先企业，从创立至今逐步完成从 AC-DC 到 DC-DC 等电源管理芯片和信号链芯片全产品布局，与国内通讯领域大客户深度合作，产品上车进展顺利，公司的多相控制器和 DrMOS、AFE、隔离 DC-DC 等产品亦彰显公司强大技术实力。考虑到公司的全产品线布局以及下游应用领域深入行业大客户，我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 14.47/21.09/30 亿元，归母净利润为 1.61/3.07/4.53 亿元，对应 PE 为 139.5/73.3/49.7 倍，对应 EPS 为 0.36/0.69/1.01 元。首次给予“增持”评级。
- 风险提示：产品毛利率波动风险、虚拟 IDM 模式的研发风险、存货规模较大及跌价风险、国际贸易摩擦加剧的风险、客户和供应商集中度风险、半导体市场竞争加剧风险。

TMT 及中小盘/电子
当前股价：50.36 元

基础数据

总股本 (万股)	44688
已上市流通股 (万股)	4946
总市值 (亿元)	225
流通市值 (亿元)	25
每股净资产 (MRQ)	2.4
ROE (TTM)	17.3
资产负债率	51.3%
主要股东	JoulWatt Technology Inc.
主要股东持股比例	30.18%

股价表现



相关报告

- 1、《杰华特 (688141) 新股分析—国内虚拟 IDM 领先企业，模拟产品结构持续升级》2022-12-22

鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
曹辉 S1090521060001
caohui@cmschina.com.cn

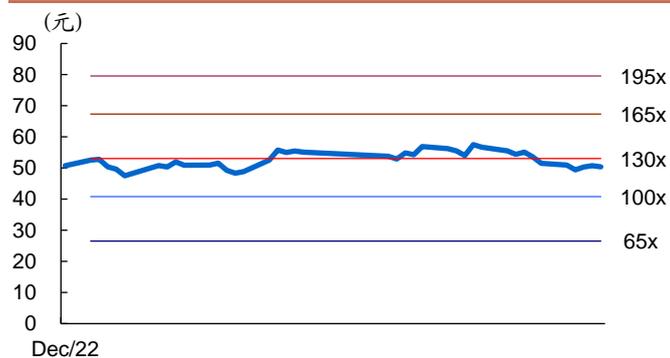
财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	407	1042	1447	2109	3000
同比增长	58%	156%	39%	46%	42%
营业利润(百万元)	-271	141	161	322	532
同比增长	239%	-152%	14%	101%	65%
归母净利润(百万元)	-270	142	161	307	453
同比增长	238%	-153%	14%	90%	48%
每股收益(元)	-0.60	0.32	0.36	0.69	1.01
PE	-83.3	158.5	139.5	73.3	49.7
PB	48.8	24.0	7.1	6.5	5.8

资料来源：公司数据、招商证券

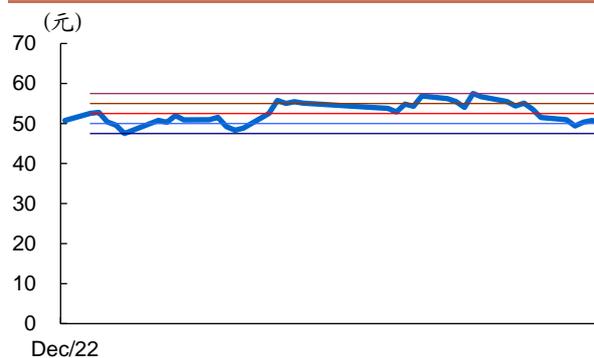
PE-PB Band

图 1: 杰华特历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 杰华特历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《杰华特（688141）新股分析—国内虚拟 IDM 领先企业，模拟产品结构持续升级》2022-12-22

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	602	868	3066	3425	3961
现金	374	231	2202	2175	2199
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	62	0	1	1	1
应收款项	37	141	171	249	355
其它应收款	4	5	7	10	14
存货	93	277	382	551	773
其他	33	215	303	439	620
非流动资产	81	303	341	375	404
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	11	66	108	145	177
无形资产商誉	38	37	33	30	27
其他	32	200	200	200	200
资产总计	683	1172	3408	3800	4365
流动负债	189	230	250	336	449
短期借款	16	0	0	0	0
应付账款	132	133	189	273	383
预收账款	6	4	5	8	11
其他	36	93	55	55	55
长期负债	32	5	5	5	5
长期借款	30	1	1	1	1
其他	2	4	4	4	4
负债合计	221	235	255	341	454
股本	109	389	447	447	447
资本公积金	838	400	2397	2397	2397
留存收益	-485	148	310	616	1069
少数股东权益	0	-0	-1	-1	-2
归属于母公司所有者权益	461	937	3153	3460	3913
负债及权益合计	683	1172	3408	3800	4365

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-91	-321	-13	17	68
净利润	-270	141	161	306	452
折旧摊销	3	14	14	20	25
财务费用	8	3	-22	-10	-10
投资收益	-0	0	-8	-8	-8
营运资金变动	168	-480	-175	-316	-420
其它	0	0	18	25	30
投资活动现金流	-62	-129	-54	-54	-54
资本支出	-71	-129	-62	-62	-62
其他投资	9	0	8	8	8
筹资活动现金流	451	299	2039	10	10
借款变动	-250	451	-38	0	0
普通股增加	37	280	58	0	0
资本公积增加	671	-438	1997	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	-6	6	22	10	10
现金净增加额	298	-152	1972	-27	24

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	407	1042	1447	2109	3000
营业成本	325	602	856	1234	1731
营业税金及附加	0	2	2	3	5
营业费用	33	53	71	99	135
管理费用	208	46	62	89	120
研发费用	99	199	299	380	495
财务费用	8	-4	-22	-10	-10
资产减值损失	-9	-11	-25	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	5	8	8	8	8
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	-271	141	161	322	532
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-270	141	161	323	532
所得税	0	0	0	16	80
少数股东损益	-0	-1	-0	-0	-0
归属于母公司净利润	-270	142	161	307	453

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	58%	156%	39%	46%	42%
营业利润	239%	-152%	14%	101%	65%
归母净利润	238%	-153%	14%	90%	48%
获利能力					
毛利率	20.0%	42.2%	40.8%	41.5%	42.3%
净利率	-66.4%	13.6%	11.2%	14.6%	15.1%
ROE	-111.3%	20.3%	7.9%	9.3%	12.3%
ROIC	-82.2%	18.5%	6.7%	9.0%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	32.4%	20.0%	7.5%	9.0%	10.4%
净负债比率	6.9%	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.2	3.8	12.3	10.2	8.8
速动比率	2.7	2.6	10.7	8.6	7.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.1	0.6	0.6	0.7
存货周转率	3.5	3.3	2.6	2.6	2.6
应收账款周转率	5.2	8.7	9.3	10.0	9.9
应付账款周转率	2.7	4.5	5.3	5.3	5.3
每股资料(元)					
EPS	-0.60	0.32	0.36	0.69	1.01
每股经营净现金	-0.20	-0.72	-0.03	0.04	0.15
每股净资产	1.03	2.10	7.06	7.74	8.76
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-83.3	158.5	139.5	73.3	49.7
PB	48.8	24.0	7.1	6.5	5.8
EV/EBITDA	-78.6	142.8	135.3	61.9	37.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

鄢凡：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，14年证券从业经验，08-11年中信证券，11年加入招商证券，现任研发中心董事总经理、电子行业首席分析师、TMT及中小盘大组主管。11/12/14/15/16/17/19/20/21/22年《新财富》电子最佳分析师第2/5/2/2/4/3/3/4/3/5名，11/12/14/15/16/17/18/19/20年《水晶球》电子第2/4/1/2/3/3/2/3/3名，10/14/15/16/17/18/19/20年《金牛奖》TMT/电子第1/2/3/3/3/2/2/1名，2018/2019年最具价值金牛分析师。

曹辉：上海交通大学工学硕士，2019/2020年就职于西南证券/浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师，主要覆盖半导体领域。

王恬：电子科技大学金融学、工学双学士，北京大学金融学硕士，2020年在浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

程鑫：武汉大学工学、金融学双学士，中国科学技术大学硕士，2021年加入招商电子团队，任电子行业研究助理。

湛薇：华中科技大学工学学士，北京大学微电子硕士，2022年加入招商证券，任电子行业研究助理。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。