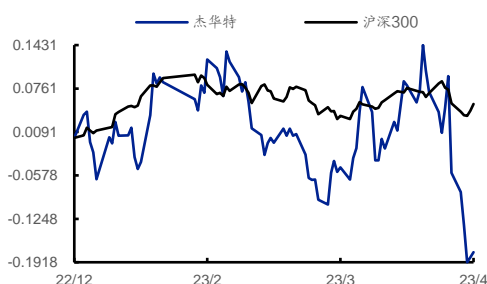


研究所
 证券分析师：杨阳 S0350521120005
 yangy08@ghzq.com.cn
 证券分析师：葛星甫 S0350522100001
 gexf@ghzq.com.cn

盈利能力短期承压，研发加码蓄力成长

——杰华特（688141）2022 年年报及 2023 年一季度报点评

近期走势



相对沪深 300 表现

2023/04/28

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|--------|--------|--------|------|
| 杰华特 | -14.7% | -24.1% | |
| 沪深 300 | 0.7% | -3.6% | 2.8% |

市场数据

2023/04/28

| | |
|-------------|-------------|
| 当前价格(元) | 41.79 |
| 52 周价格区间(元) | 40.38-59.50 |
| 总市值(百万) | 18,675.12 |
| 流通市值(百万) | 2,066.72 |
| 总股本(万股) | 44,688.00 |
| 流通股本(万股) | 4,945.50 |
| 日均成交额(百万) | 99.00 |
| 近一月换手(%) | 140.04 |

相关报告

《——杰华特（688141）2022 年业绩快报点评：模拟 IC 虚拟 IDM 龙头，关注 BMS AFE 进展（增持）*中小盘* 杨阳》——2023-03-03

事件：

杰华特于 2023 年 4 月 28 日发布 2022 年年度报告及 2023 年一季度报告，2022 年公司实现营收 14.48 亿元，同比+38.99%，实现归母净利润 1.37 亿元，同比-3.39%；2023Q1 公司实现营收 3.02 亿元，同比-10.55%，实现归母净利润-0.57 亿元，同比-210.82%。

投资要点：

- 营收扩张符合预期，成本因素致毛利率短期承压。**2022 年公司产销两旺，芯片生产量与销售分别增长 21.11%/11.92%。（1）电源管理芯片板块：DC-DC 芯片、AC-DC 芯片、线性电源芯片、电池管理芯片收入占比分别为 52.36%/18.42%/23.56%/1.05%，收入同比变化+102.39%/-27.42%/+27.89%/+45.33%；公司持续优化产品布局，开拓与深化客户合作。（2）信号链芯片板块：收入占比 1.85%，收入同比+21.76%。规模扩张带动成本增长，同时伴随信号链芯片原材料成本涨价以及新增技术服务增加相关成本，公司营业成本 2022 年+44.39%，2023Q1 同比+8.34%，环比-19.91%。2022 年公司实现毛利率 39.93%，同比-2.25pcts。2023Q1 公司盈利压力尚未缓解，毛利率为 32.83%，同比-11.71%，环比-5.12%。
- 研发投入稳步增长，期间费率有所上升。**（1）销售费率：2022 年为 4.32%，同比-0.77pcts；2023Q1 为 7.33%，同比+2.32pcts，环比+3.74pcts；销售规模扩张下销售费率有所上升。（2）管理费率：2022 年为 4.99%，同比+0.56pcts；2023Q1 为 10.49%，同比+6.08pcts，环比+5.46pcts；主要原因为公司经营规模扩大，上市过程中支付中介机构费用增多，以及业务招待费与折旧摊销等费用增加较多。（3）研发费率：2022 年为 21.05%，同比+1.98pcts；2023Q1 为 35.25%，同比+15.10pcts，环比+14.92pcts；研发人员薪酬、研发材料和试制费等研发投入持续增加，截至 2022 年末公司在研项目达 29 项，可应用于通讯电子、计算和存储、工业应用等领域，预算总投资规模为 13.96 亿元，2022 年期间投入达 3.05 亿元，累计投入 6.68 亿元。此外，2022 年公司银行借款增加，财务费用为-395 万元，上年同期为 980 万元。2022 年公司净利率为 9.43%，同比-4.15pcts。
- 全品类产品布局打开市场，研发加码蓄力成长。**（1）AC-DC 产品方

面，2022 年公司推出具有自主知识产权的 AHB 控制器，氮化镓相关产品已经形成较完善布局。(2)DC-DC 产品方面，通用 DC-DC 产品迭代成功，大电流 DC-DC 在计算和通信等领域出货量进一步放大；DrMOS 系列在计算和服务器领域开始大批量供应；首颗应用于智能座舱和辅助驾驶的车规级产品实现量产。(3)其他方面，公司成功开发支持 IEEE 802.3bt 的以太网供电 PSE 芯片；运放、模拟开关、时钟等多款芯片陆续推向市场；芯片工业级 BMSAFE 产品开始逐步放量；多款电池管理和保护芯片进入客户试样阶段，多款低噪声 LDO 产品进入市场送样阶段。公司募投项目有序开展，计划于 2026 年 12 月全部结项，“高性能电源管理芯片研发及产业化项目”预计于 2023 年 12 月达到可使用状态。

■ **盈利预测** 根据公司发展节奏我们调整盈利预测，预计 2023-2025 年公司营业收入有望达 18.12/25.33/34.24 亿元，同比增长 25%/40%/35%，归母净利润分别为 1.92/3.14/4.76 亿元，同比增长 40%/64%/52%，对应 PE 分别为 97/60/39 倍。杰华特是国内领先的模拟集成电路 IDM 公司，布局电源管理芯片与信号链芯片，客户资源丰富、技术壁垒深厚，未来伴随模拟 IC 国产化趋势，公司随着高端产品的推出有望持续受益。维持“增持”评级。

■ **风险提示** 新技术迭代不及预期；产品研发不及预期；募投项目进度不达预期；晶圆代工产能紧张；芯片国产化进程的不确定性；存货跌价计提损失风险；半导体市场竞争加剧；下游需求不及预期。

| 预测指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1448 | 1812 | 2533 | 3424 |
| 增长率(%) | 39 | 25 | 40 | 35 |
| 归母净利润(百万元) | 137 | 192 | 314 | 476 |
| 增长率(%) | -3 | 40 | 64 | 52 |
| 摊薄每股收益(元) | 0.31 | 0.43 | 0.70 | 1.07 |
| ROE(%) | 4 | 6 | 9 | 12 |
| P/E | 135.71 | 97.34 | 59.50 | 39.22 |
| P/B | 6.76 | 5.60 | 5.12 | 4.53 |
| P/S | 14.66 | 10.31 | 7.37 | 5.45 |
| EV/EBITDA | 112.40 | 79.72 | 50.84 | 29.22 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：杰华特盈利预测表

| 证券代码: | 688141 | | | | 股价: | 41.79 | | | | 投资评级: | 增持 | | | | 日期: | 2023/04/28 | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|----|--|--|--|-----|------------|--|--|--|
| 财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | | | | | | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | | | | | | | | | | |
| ROE | 4% | 6% | 9% | 12% | EPS | 0.35 | 0.43 | 0.70 | 1.07 | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 40% | 40% | 40% | 41% | BVPS | 7.03 | 7.46 | 8.16 | 9.23 | | | | | | | | | | |
| 期间费率 | 10% | 11% | 9% | 10% | 估值 | | | | | | | | | | | | | | |
| 销售净利率 | 9% | 11% | 12% | 14% | P/E | 135.71 | 97.34 | 59.50 | 39.22 | | | | | | | | | | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 6.76 | 5.60 | 5.12 | 4.53 | | | | | | | | | | |
| 收入增长率 | 39% | 25% | 40% | 35% | P/S | 14.66 | 10.31 | 7.37 | 5.45 | | | | | | | | | | |
| 利润增长率 | -3% | 40% | 64% | 52% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.33 | 0.40 | 0.50 | 0.62 | 营业收入 | 1448 | 1812 | 2533 | 3424 | | | | | | | | | | |
| 应收账款周转率 | 4.64 | 12.87 | 4.95 | 58.11 | 营业成本 | 870 | 1088 | 1514 | 2035 | | | | | | | | | | |
| 存货周转率 | 1.85 | 3.51 | 1.88 | 6.64 | 营业税金及附加 | 1 | 2 | 3 | 3 | | | | | | | | | | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 62 | 100 | 127 | 171 | | | | | | | | | | |
| 资产负债率 | 28% | 26% | 28% | 25% | 管理费用 | 72 | 100 | 127 | 154 | | | | | | | | | | |
| 流动比 | 5.26 | 5.51 | 4.40 | 5.13 | 财务费用 | 10 | -8 | -16 | 4 | | | | | | | | | | |
| 速动比 | 3.67 | 4.09 | 2.48 | 3.92 | 其他费用/(-收入) | 305 | 374 | 519 | 651 | | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 营业利润 | 136 | 197 | 324 | 491 | | | | | | | | | | |
| 现金及现金等价物 | 2186 | 2528 | 1681 | 3103 | 营业外净收支 | 0 | 1 | 1 | 2 | | | | | | | | | | |
| 应收款项 | 325 | 158 | 565 | 101 | 利润总额 | 136 | 199 | 325 | 493 | | | | | | | | | | |
| 存货净额 | 783 | 517 | 1350 | 516 | 所得税费用 | 0 | 6 | 10 | 15 | | | | | | | | | | |
| 其他流动资产 | 332 | 443 | 449 | 505 | 净利润 | 136 | 193 | 315 | 479 | | | | | | | | | | |
| 流动资产合计 | 3626 | 3646 | 4044 | 4226 | 少数股东损益 | -1 | 1 | 2 | 2 | | | | | | | | | | |
| 固定资产 | 77 | 202 | 358 | 539 | 归属于母公司净利润 | 137 | 192 | 314 | 476 | | | | | | | | | | |
| 在建工程 | 184 | 204 | 224 | 244 | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | | | | | | |
| 无形资产及其他 | 436 | 436 | 436 | 436 | 经营活动现金流 | -823 | 553 | -586 | 1733 | | | | | | | | | | |
| 长期股权投资 | 37 | 37 | 37 | 37 | 净利润 | 137 | 192 | 314 | 476 | | | | | | | | | | |
| 资产总计 | 4360 | 4526 | 5100 | 5482 | 少数股东权益 | -1 | 1 | 2 | 2 | | | | | | | | | | |
| 短期借款 | 364 | 364 | 364 | 364 | 折旧摊销 | 30 | 25 | 44 | 69 | | | | | | | | | | |
| 应付款项 | 230 | 191 | 423 | 290 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | | | | |
| 预收帐款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运资金变动 | -1041 | 294 | -987 | 1145 | | | | | | | | | | |
| 其他流动负债 | 94 | 106 | 133 | 169 | 投资活动现金流 | -136 | -169 | -219 | -268 | | | | | | | | | | |
| 流动负债合计 | 689 | 662 | 920 | 823 | 资本支出 | -84 | -169 | -219 | -268 | | | | | | | | | | |
| 长期借款及应付债券 | 525 | 525 | 525 | 525 | 长期投资 | -54 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | | | | |
| 其他长期负债 | 5 | 5 | 5 | 5 | 其他 | 2 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | | | | |
| 长期负债合计 | 530 | 530 | 530 | 530 | 筹资活动现金流 | 2910 | -42 | -42 | -42 | | | | | | | | | | |
| 负债合计 | 1219 | 1192 | 1450 | 1354 | 债务融资 | 868 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | | | | |
| 股本 | 447 | 447 | 447 | 447 | 权益融资 | 2081 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | | | | |
| 股东权益 | 3142 | 3334 | 3650 | 4128 | 其它 | -39 | -42 | -42 | -42 | | | | | | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 4360 | 4526 | 5100 | 5482 | 现金净增加额 | 1955 | 342 | -847 | 1423 | | | | | | | | | | |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【公用事业和中小盘团队介绍】

杨阳，中央财经大学会计硕士，湖南大学电气工程本科，5年证券从业经验，现任国海证券公用事业和中小盘团队首席，曾任职于天风证券、方正证券和中泰证券。获得2021年新财富分析师公用事业第4名，21世纪金牌分析师和Wind金牌分析师公用事业行业第2名，21年水晶球公用事业入围，2020年wind金牌分析师公用事业第2，2018年新财富公用事业第4、水晶球公用事业第2核心成员。

罗琨，香港浸会大学经济学硕士、湖南大学会计学本科，5年证券从业经验，曾任财信证券资管投资部投资经理、研究发展中心机械研究员、宏观策略总监。

钟琪，山东大学金融硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员，曾任职于方正证券、上海证券。

许紫荆，对外经济贸易大学金融学硕士，现任国海证券公用事业&中小盘研究员。

【电子小组介绍】

葛星甫，男，上海财经大学硕士，国海证券电子行业首席分析师，研究方向为电子，证书编号：S0350522100001。2年买方TMT研究经验，曾任职于华创证券研究所，历任电子研究员、半导体行业研究主管。2021年新财富电子行业第五名团队核心成员，2022年新财富电子行业第三名团队核心成员，2022年加入国海证券研究所，担任电子组首席分析师。

【分析师承诺】

杨阳，葛星甫，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续

问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。