

杰华特 (688141.SH) / 电子

证券研究报告/公司点评

2023年5月5日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 39.35 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

公司盈利预测及估值

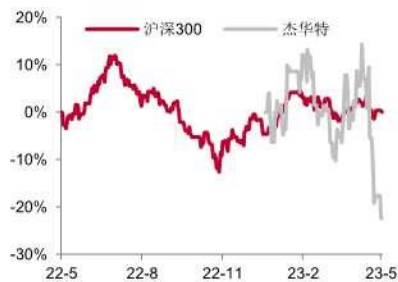
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,042	1,448	1,773	2,444	3,172
增长率 yoy%	156%	39%	22%	38%	30%
净利润 (百万元)	142	137	85	206	322
增长率 yoy%	153%	-3%	-38%	144%	56%
每股收益 (元)	0.32	0.31	0.19	0.46	0.72
每股现金流量	-0.72	-1.84	1.32	0.39	0.25
净资产收益率	15%	4%	3%	6%	9%
P/E	124	128	208	85	55
P/B	19	6	5	5	5

备注: 以 2023 年 5 月 5 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)	39.35
市值(百万元)	17,585
流通市值(百万元)	1,946

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- **事件:** 4.28 日公司发布 2022 年报及 23 年一季报: **1) 2022 年:** 营收 14.48 亿元, 同比+38.99%, 归母净利润 1.37 亿元, 同比-3.43%, 扣非归母净利润 0.96 亿元, 同比-29.55%, 非经常性损益主要为政府补助 0.44 亿元; **2) 22Q4:** 营收 4.08 亿元, 同比+8.1%, 环比+20.4%, 归母净利润 0.28 亿元, 同比-61.8%, 环比+85%, 扣非归母净利润 0.17 亿元, 同比-76%, 环比+78%; **3) 23Q1:** 营收 3.02 亿元, 同比-11%, 环比-26%, 归母净利润-0.57 亿元, 同比-211%, 环比-304%, 扣非归母净利润-0.57 亿元, 同比-228%, 环比-431%。
- **DC-DC 推动 2022 收入高增长。** 22 年公司 AC-DC、DC-DC、线性电源、电池管理、信号链芯片收入分别为 2.67、7.58、3.41、0.15、0.27 亿元, 同比分别-27%、+102%、+28%、+45%、+22%, 其中 DC-DC 增长较为突出, 2022 年实现翻倍增长, AC-DC 收入出现下滑, 主要系公司 AC-DC 主要用于 LED 照明, 2022 年 LED 照明行业需求疲软、景气度下行, 导致公司相关收入出现下滑。
- **毛利率下滑叠加高研发投入, 盈利能力暂时承压。** 公司 2022 年和 23Q1 归母净利润同比下滑主要系: 1) 22 年/23Q1 毛利率同比-2.2pct/-11.7pct, 其中 22 年 AC-DC 芯片毛利率同比-15.29pct; 2) 既有产品线升级迭代、DrMOS 和多项控制器等项目研发投入加大, 22 年/23Q1 研发费用率分别为 21%/35.3%, 同比+2pct/+17pct。未来随着行业需求修复、高毛利产品 DrMOS 和多项控制器等放量, 公司整体毛利率有望逐步回升, 同时随着收入规模效应显现, 研发费用率有望回落, 盈利能力有望逐渐恢复。
- **坚定虚拟 IDM 和全品类布局夯实成长基础。** 1) 虚拟 IDM: 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; 2) 全品类布局: 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。
- **服务器电源等众多强竞争力新品开启新增长。** 1) AC-DC: 推出高性能原边控制器和通用原边控制器、控制器和驱动及氮化镓多合一芯片、新一代 MOS 集成同步整流芯片等; 2) DC-DC: 通用 DC-DC 迭代成功, 进一步扩大市占率; 大电流 DC-DC 出货量进一步放大; DrMOS 推出多个料号, 开始大批量供应; 首颗车规产品量产, 应用于智能座舱和辅助驾驶; 3) 其他: 运放、模拟开关、时钟等陆续推向市场; 支持 IEEE 802.3bt 的以太网供电 PSE 芯片开发成功; 工业级 BMS AFE 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 进入市场送样阶段。
- **投资建议:** 上一轮周期受 2020 疫情后半导体周期上行、缺货潮和国产化浪潮影响, 模拟 IC 供不应求, 叠加公司不断推出新产品, 收入呈现高增长, 整体毛利率上行, 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 2023 年收入增速和毛利率承压, 同时考虑公司坚持长期目标, 维持较高的研发投入, 综上预计公司 2023-2025 年归母净利润为 0.85/2.06/3.22 亿元(此前预测 2023-2024 归母净利润分别为 2.8/5.08

亿元), 2023/5/5 收盘价对应 PE 为 208/85/55 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, 我们看好公司在模拟 IC 市场的全品类布局以及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	2,513	2,812	3,031	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	67	86	102
存货	783	581	626	801	管理费用	72	83	98	127
合同资产	0	0	0	0	研发费用	305	438	489	619
其他流动资产	188	94	129	168	财务费用	10	-19	-1	-6
流动资产合计	3,626	3,572	4,050	4,615	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	44	11	12
无形资产	30	42	45	48	营业利润	136	84	216	338
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	4,302	4,770	5,328	利润总额	136	84	216	338
短期借款	364	97	226	335	所得税	0	0	11	17
应付票据	70	126	151	157	净利润	136	84	205	321
应付账款	160	214	294	381	少数股东损益	-1	0	-1	-2
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	137	85	206	322
合同负债	20	25	34	44	NOPLAT	146	65	204	315
其他应付款	0	0	0	0	EPS (按最新股本摊薄)	0.31	0.19	0.46	0.72
一年内到期的非流动负债	17	17	17	17					
其他流动负债	57	68	87	112					
流动负债合计	689	546	809	1,046					
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	1,077	1,339	1,576					
归属母公司所有者权益	3,142	3,227	3,433	3,755					
少数股东权益	-1	-1	-2	-4					
所有者权益合计	3,142	3,226	3,431	3,752					
负债和股东权益	4,360	4,302	4,770	5,328					

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%	-55.8%	232.0%	54.3%
归母公司净利润增长率	-3.4%	-38.3%	143.9%	56.3%
获利能力				
毛利率	39.9%	34.4%	35.9%	36.9%
净利率	9.4%	4.7%	8.4%	10.1%
ROE	4.4%	2.6%	6.0%	8.6%
ROIC	4.0%	1.9%	5.7%	7.9%
偿债能力				
资产负债率	42.5%	43.4%	28.0%	25.0%
债务权益比	29.0%	20.0%	22.5%	23.5%
流动比率	5.3	6.5	5.0	4.4
速动比率	4.1	5.5	4.2	3.6
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	0.19	0.46	0.72
每股经营现金流	-1.84	1.32	0.39	0.25
每股净资产	7.03	7.22	7.68	8.40
估值比率				
P/E	128	208	85	55
P/B	6	5	5	5
EV/EBITDA	71	141	52	35

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	591	176	113
现金收益	169	85	222	330
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	110	-8	-3
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	-248	131	115
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	48	28	35

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。