

# 杰华特（688141）

## 乘国产算力芯片之风，平台型模拟龙头展DrMOS宏图

买入（首次）

2026 年 06 月 14 日

证券分析师 陈海进

执业证书：S0600525020001

chenhj@dwzq.com.cn

证券分析师 谢文嘉

执业证书：S0600525120001

xiewenjia@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2024A    | 2025A    | 2026E    | 2027E  | 2028E    |
|---------------|----------|----------|----------|--------|----------|
| 营业总收入（百万元）    | 1,679    | 2,655    | 4,451    | 7,577  | 12,166   |
| 同比（%）         | 29.46    | 58.15    | 67.63    | 70.24  | 60.57    |
| 归母净利润（百万元）    | (603.37) | (717.12) | (487.85) | 621.86 | 2,139.71 |
| 同比（%）         | (13.54)  | (18.85)  | 31.97    | 227.47 | 244.08   |
| EPS-最新摊薄（元/股） | (1.34)   | (1.59)   | (1.08)   | 1.38   | 4.75     |
| P/E（现价&最新摊薄）  | (87.55)  | (73.67)  | (108.29) | 84.95  | 24.69    |

### 投资要点

#### ■ 专注模拟芯片设计与虚拟 IDM 模式，构筑稳定供应链体系。

杰华特是以虚拟 IDM 为主要经营模式的模拟集成电路设计企业，专注于电源管理及信号链芯片的研发与销售。公司拥有自主 BCD 工艺平台，与国内龙头晶圆厂深度合作，实现工艺协同与供应链国产化，具备稳定的制造保障与成本优势。前期公司的亏损主因较高的研发投入，但前期研发储备已转变成为当下完备的料号产品，为未来业绩贡献提供坚实基础。我们预计 26-28 年，公司营收将进入放量期，且研发费用率逐渐下降，看好后续公司盈利情况的显著改善。

#### ■ 下游应用需求复苏与国产替代双轮驱动，成长空间广阔。

模拟芯片下游覆盖消费电子、汽车电子、工业控制、通信、计算存储等多领域。随着消费电子政策刺激回暖、汽车电动化智能化加速、AI 服务器与 5G 基站建设推进，模拟芯片市场持续扩容。目前海外厂商仍占主导，国产替代政策加码为公司带来结构性成长机遇。

#### ■ 产品矩阵完善，多领域实现客户突破与技术落地。

公司覆盖 AC-DC、DC-DC、线性电源、电池管理及信号链芯片全品类。在多相电源、汽车 DrMOS、高边驱动、GaN 控制等高端领域已实现量产导入，客户包括各下游行业龙头，产品竞争力持续提升。

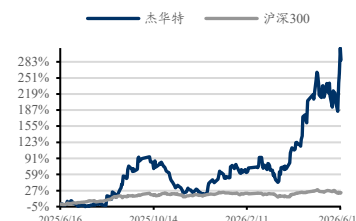
#### ■ 多相电源与汽车电子重点布局，助力高性能计算与电动化转型。

公司推出国产首套 Intel 服务器 CPU 多相电源解决方案，JWH7079 智能功率级与 JWH6376 多相控制器性能对标国际领先水平。汽车电子方面已量产车规 DrMOS、LDO、预驱动芯片等，覆盖 EPB、车灯、USB 充电等应用，受益于新能源汽车渗透率提升。我们看好 27、28 年公司 DrMOS 产品在国产算力客户的份额提升，同时跟随国产算力客户同步放量。

#### ■ 盈利预测与投资评级：公司在模拟芯片全品类布局完善，虚拟 IDM 模式保障供应链稳定，下游多领域客户资源优质。我们预测公司 2026-2028 年营业收入为 44.51/75.77/121.66 亿元；归母净利润为-4.9/6.2/21.4 亿元，对应当前 PS 估值为 12/7/4 倍。随着产品结构优化、高端芯片上量、行业需求回暖，盈利能力有望逐步修复。建议关注其在高性能计算、汽车电子等领域的成长动能，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ■ 风险提示：产品研发与技术迭代风险；宏观经济环境风险；存货跌价风险；地缘政治与贸易限制风险。

### 股价走势



### 市场数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元)        | 117.31       |
| 一年最低/最高价      | 28.68/129.86 |
| 市净率(倍)        | 42.32        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 52,827.23    |
| 总市值(百万元)      | 52,827.23    |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 2.77   |
| 资产负债率(%，LF) | 72.10  |
| 总股本(百万股)    | 450.32 |
| 流通 A 股(百万股) | 450.32 |

### 相关研究

## 内容目录

|                                                 |           |
|-------------------------------------------------|-----------|
| <b>1. 杰华特：国产领先模拟芯片设计企业，具有稳定供应链体系 .....</b>      | <b>4</b>  |
| 1.1. 公司专注模拟芯片设计，覆盖宽领域的产品布局 .....                | 4         |
| 1.2. 采用虚拟 IDM 经营模式，上下游稳定 .....                  | 6         |
| 1.3. 前期专注研发扩品类，26 年进入放量期 .....                  | 8         |
| <b>2. 行业分析：需求回暖叠加终端创新，模拟芯片有望迈入新一轮成长周期 .....</b> | <b>11</b> |
| 2.1. 下游新兴应用多点开花，模拟芯片市场规模持续增长 .....              | 11        |
| 2.2. 国产替代乘势纵深突破，自给率提升与整合共筑成长动能 .....            | 14        |
| <b>3. 公司分析：产品矩阵完善，成长空间广阔 .....</b>              | <b>16</b> |
| 3.1. 打造自主知识产权体系，产品多元化布局、多领域应用 .....             | 16        |
| 3.2. 多相电源领域持续发力，提供稳定高效算力解决方案 .....              | 16        |
| 3.3. 汽车电气化智能化趋势，模拟芯片技术提供稳定支持 .....              | 18        |
| <b>4. 盈利预测与投资建议 .....</b>                       | <b>19</b> |
| 4.1. 盈利预测 .....                                 | 19        |
| 4.2. 投资建议 .....                                 | 21        |
| <b>5. 风险提示 .....</b>                            | <b>22</b> |

## 图表目录

|       |                                           |    |
|-------|-------------------------------------------|----|
| 图 1:  | 公司产品简介.....                               | 5  |
| 图 2:  | 主要产品及对应下游领域.....                          | 6  |
| 图 3:  | IDM、Fabless、虚拟 IDM 模式比较.....              | 6  |
| 图 4:  | IDM 与 Fabless 模式具体各环节差异.....              | 7  |
| 图 5:  | 2022 年上半年前五大供应商占比情况.....                  | 7  |
| 图 6:  | 2022-2025 年各营销模式营收情况（单位：亿元）.....          | 8  |
| 图 7:  | 2022 年上半年前五大客户占比情况.....                   | 8  |
| 图 8:  | 公司 2021-2026Q1 营业收入及同比增长（单位：亿元）.....      | 9  |
| 图 9:  | 公司 2025 年各产品营收百分比情况.....                  | 10 |
| 图 10: | 公司 2021-2026Q1 研发费用及与营收占比（单位：亿元）.....     | 10 |
| 图 11: | 公司 2021-2026Q1 归母净利润（单位：亿元）.....          | 11 |
| 图 12: | 公司 2021-2026Q1 毛利率和净利率情况.....             | 11 |
| 图 13: | 中国大陆智能手机市场出货量（2023 年 Q1 至 2026 年 Q1）..... | 12 |
| 图 14: | 2019Q1-2026Q2 ADI 工业业务营收及同比（亿美元）.....     | 12 |
| 图 15: | 2015-2024 年新能源汽车销售情况及渗透率（万量）.....         | 13 |
| 图 16: | 2021-2026 年中国 AI 服务器市场规模(亿元，含预测).....     | 13 |
| 图 17: | 中国 5G 基站规模（单位：万个）.....                    | 14 |
| 图 18: | 2023 年全球模拟厂商排名.....                       | 15 |
| 图 19: | 新港海岸公司股权结构（截至 2026 年 6 月 11 日）.....       | 15 |
| 图 20: | 多相电源示意图.....                              | 17 |
| 图 21: | DrMOS 相数扩展示意图.....                        | 17 |
| 图 22: | 杰华特 JWH7079 方案.....                       | 18 |
| 图 23: | JWQ79818 EPB 专用双 H 桥预驱动芯片方案.....          | 19 |
| 图 24: | JWQ79808 8 通道智能半桥预驱动芯片方案.....             | 19 |
| 图 25: | 杰华特营收结构拆分（百万元）.....                       | 21 |
| 图 26: | 杰华特估值情况（数据选自 2026-06-13）.....             | 22 |

## 1. 杰华特：国产领先模拟芯片设计企业，具有稳定供应链体系

### 1.1. 公司专注模拟芯片设计，覆盖宽领域的产品布局

公司是一家以虚拟IDM为主要经营模式的模拟集成电路设计企业,专业从事模拟集成电路的研发与销售，主要采用公司自有的国际先进的BCD工艺技术进行芯片设计与制造。公司具备包括芯片和系统设计技术、晶圆制造工艺在内的完整核心技术架构。目前公司以电源管理和信号链产品为主，提供创新、高效、可靠的模拟半导体解决方案，持续为客户创造最大价值。

按照功能划分，电源管理芯片产品包括AC-DC芯片、DC-DC芯片、线性电源芯片、电池管理芯片等子类别，信号链芯片包括检测芯片、接口芯片、转换器芯片、时钟芯片、线性芯片、传感器芯片及高速信号芯片等子类别。公司产品的细分品类繁多，可满足不同类别客户多样化的应用需求。

图1：公司产品简介

| 产 品<br>类别        | 产品子<br>类别   | 功能介绍                                  | 部分产品系列举例                                    |
|------------------|-------------|---------------------------------------|---------------------------------------------|
| 电 源<br>管 理<br>芯片 | AC-DC<br>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<br>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<br>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<br>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<br>链 芯<br>片  | 检测芯<br>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<br>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<br>芯片   | 负责模拟信号向数字信号转换过程的控制、监控与反馈              | 模拟前端和平衡器产品、数模转换器产品                          |
|                  | 时钟芯<br>片    | 将时钟信号生成多个不同频率的时钟信号进行输出;或增加时钟信号的输出线路数量 | 时钟驱动器 Buffer、时钟发生器 PLL 等                    |
|                  | 线性芯<br>片    | 用于对模拟信号进行放大、滤波、开关切换等各种处理              | 比较器、运算放大器、模拟开关等                             |
|                  | 传感器<br>芯片   | 用于将物理量、化学量或生物量等非电信号转换为可处理电信号          | 生物信号传感器、光传感器、磁传感器、温度传感器                     |
|                  | 高速信<br>号芯片  | 用于在各类电子系统中实现高速、无损数据传输的，包括信号中继、开关、分配等  | 中继芯片、信号转换芯片、高速信号处理芯片                        |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司股权结构相对集中，前十大股东以机构投资者与产业资本为主，持股比例较为稳定，反映市场对其长期发展前景的认可。

公司凭借自身在技术积累、质量管理上的优势，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。公司产品的应用范围涉及计算和存储、汽车电子、通讯电子、工业

应用、消费电子等不同领域。

图2：主要产品及对应下游领域

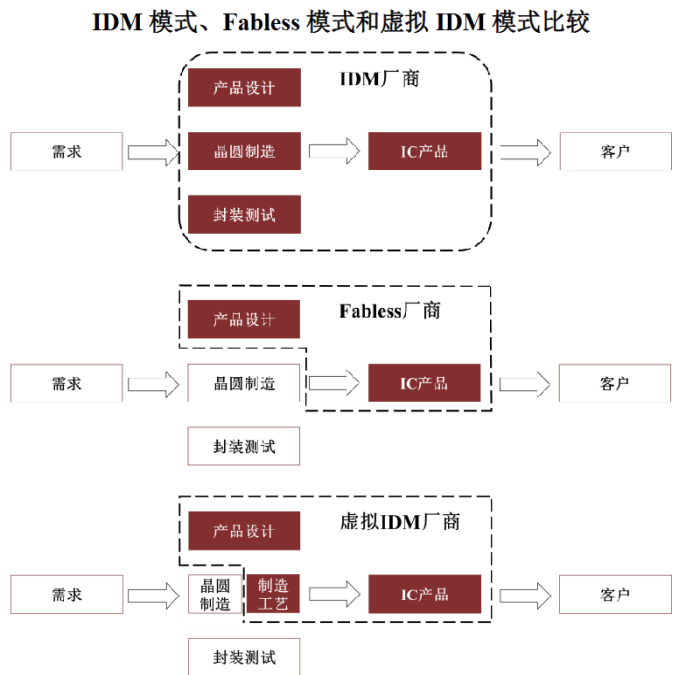


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.2. 采用虚拟 IDM 经营模式，上下游稳定

公司采用虚拟 IDM 经营模式，即不仅专注于集成电路设计环节，亦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3：IDM、Fabless、虚拟 IDM 模式比较



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

**虚拟 IDM 模式相较于传统的 IDM 和 Fabless 有许多优势。**(1) 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, 因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。(2) 与 Fabless 模式的主要差异在于是否可基于自有工艺进行芯片制造, 表

**图4: IDM 与 Fabless 模式具体各环节差异**

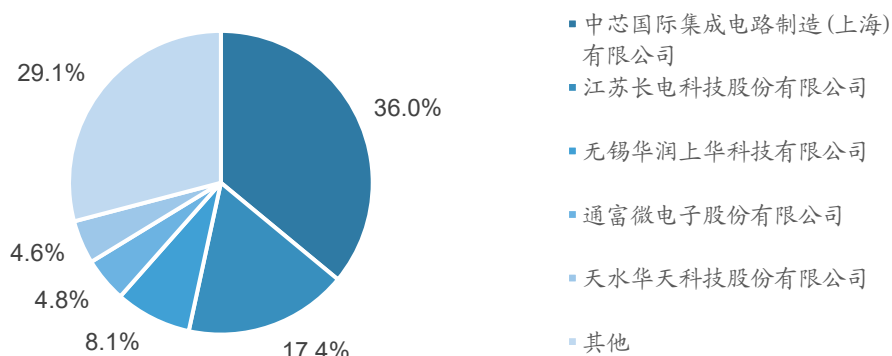
| 类别 | 虚拟 IDM 模式                                                                                                                                                | Fabless 模式                                                                            |
|----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 生产 | 可基于晶圆厂产线资源对工艺进行调试开发, 并可基于自有工艺平台进行晶圆制造                                                                                                                    | 基于晶圆厂本身产线资源及公共工艺平台进行晶圆制造                                                              |
| 采购 | 采购的晶圆主要基于自有工艺平台技术                                                                                                                                        | 采购的晶圆主要基于公共工艺平台技术                                                                     |
| 销售 | 销售模式无显著差异                                                                                                                                                | 销售模式无显著差异                                                                             |
| 研发 | 研发以电路、版图设计与工艺开发并重; 公司建有工艺开发团队, 可基于晶圆厂产线资源进行自有工艺的开发和改进; 研发人员在进行电路、版图设计时基于自行开发的专有集成电路工艺设计包 (PDK) 进行, 公司专有 PDK 体现了自有工艺技术, 并可持续基于产品开发需求进行优化, 因而研发效率和开发产品性能更高 | 研发以电路、版图设计为主; 没有工艺开发团队, 一般不具备基于晶圆厂产线资源进行自有工艺开发的能力; 研发人员在进行电路、版图设计时仅能基于晶圆厂提供的标准 PDK 进行 |

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

在虚拟 IDM 经营模式下, 公司专注于模拟集成电路的研发与销售, 将生产环节交由第三方完成, 并对第三方的晶圆制造与封装测试质量进行全程管控。

公司的晶圆代工厂商与封装测试服务提供商均为国内工艺先进、规模较大、具有行业影响力的知名企业, 公司就供应商的选择以及采购与生产流程管理已建立了一整套完整的管理制度, 以保证产品质量, 提高生产效率, 降低生产成本。其中晶圆供应商主要为中芯国际、华虹宏力、华润上华等, 封测供应商主要为长电科技、通富微电等。

**图5: 2022 年上半年前五大供应商占比情况**

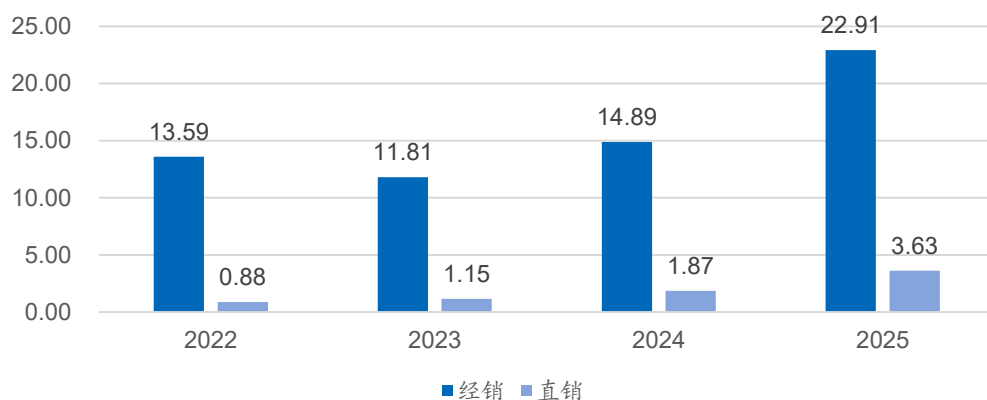


数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

公司采取“经销为主, 直销为辅”的销售模式。公司以经销模式为主, 公司产品应

用范围广泛，终端客户较为分散，经销商基于其渠道资源优势与服务经验，能更好地帮助公司扩大市场覆盖面，提升产品知名度，有效弥补公司在业务规模扩大下的客户开拓压力。在该模式下公司可投入更多精力于产品的设计开发环节，保持与提升公司在研发环节的核心竞争力。对于部分具有直接购买需求的客户，公司亦采取直销模式，更及时直接地对接客户需求。上述销售模式为集成电路设计行业所普遍采用。

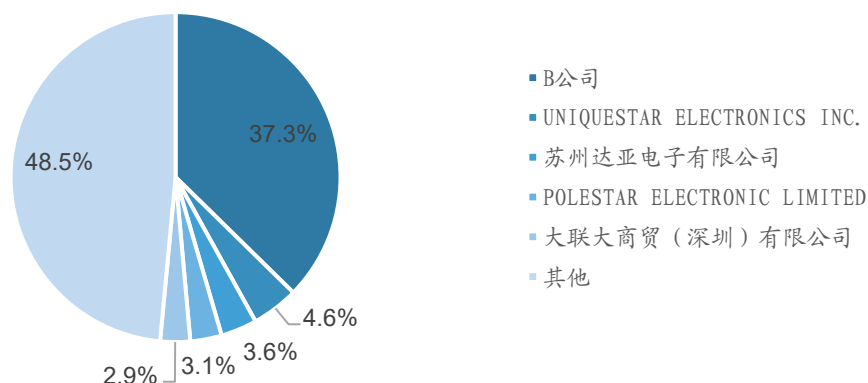
图6：2022-2025 年各营销模式营收情况（单位：亿元）



数据来源：公司各年年报，东吴证券研究所

**公司下游应用领域广泛，客户资源充足。**公司凭借自身的技术闭环优势，以及优秀的客户服务能力，目前已与新能源、汽车电子、通讯电子、计算和存储、工业应用、消费电子等众多领域的头部客户建立了长期合作关系，成功进入海康威视、中兴、小米通讯、新华三、荣耀等各行业龙头企业的产品供应体系，树立了公司良好的品牌形象。

图7：2022 年上半年前五大客户占比情况



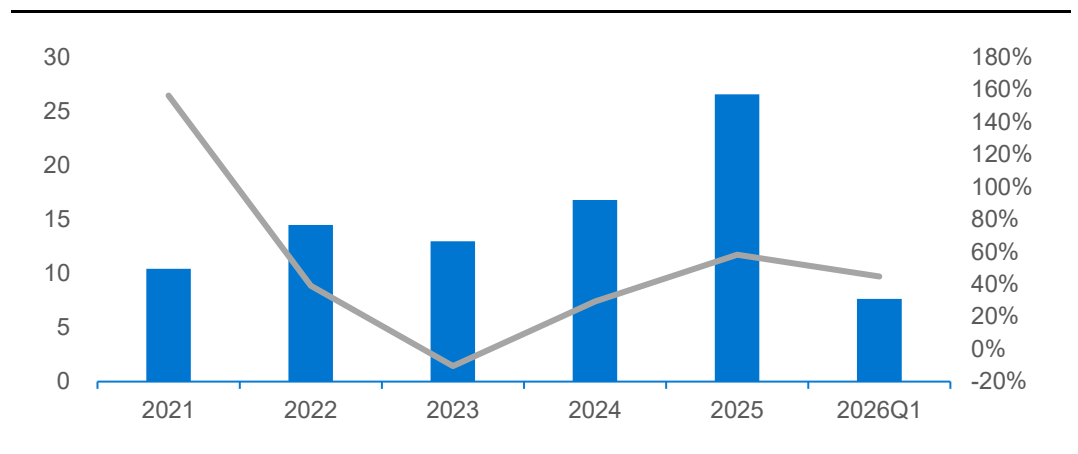
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

### 1.3. 前期专注研发扩品类，26 年进入放量期

**营收规模稳健增长，产品料号持续深化。**2025 年,公司主营业务收入较上年增加 58%,

各产品线销售收入均呈现增长态势,其中:电源管理芯片继续作为公司核心收入来源,主营业务收入同比增长 28.84%;信号链芯片主营业务收入同比增长 98.62%。增长原因系 2025 年度,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,如: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;信号链芯片在精度、响应速度等关键指标上优化,竞争力显著增强。

图8: 公司 2021-2026Q1 营业收入及同比增长(单位: 亿元)



数据来源: 公司招股书, 各年年报, 东吴证券研究所

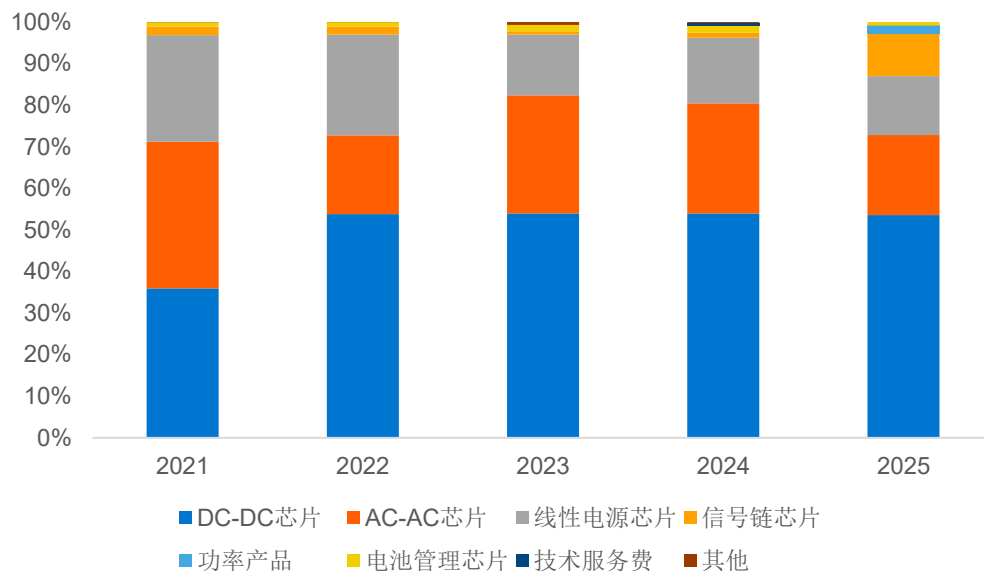
截至 2025 年底, 公司已在国内主要晶圆厂建立了 0.18 微米的 7 至 55V 中低压 BCD 工艺(部分电压段已延展至 90 纳米)、0.18 微米的 10 至 200V 高压 BCD 工艺以及 0.35 微米的 10 至 700V 超高压 BCD 工艺等三大类工艺平台, 各条线均已迭代一至三代, 形成了较完备的自研工艺体系。在与晶圆厂合作的过程中, 公司不仅助力提升了其 BCD 工艺水平, 也实现了企业上游供应链的全面国产化, 达成了双赢局面。

公司系业界少数拥有完整 DC-DC 芯片产品组合的集成电路厂商, 产品覆盖 5 伏至 700 伏低中高全电压等级。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。

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。比如公司的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。此外, 公司还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。

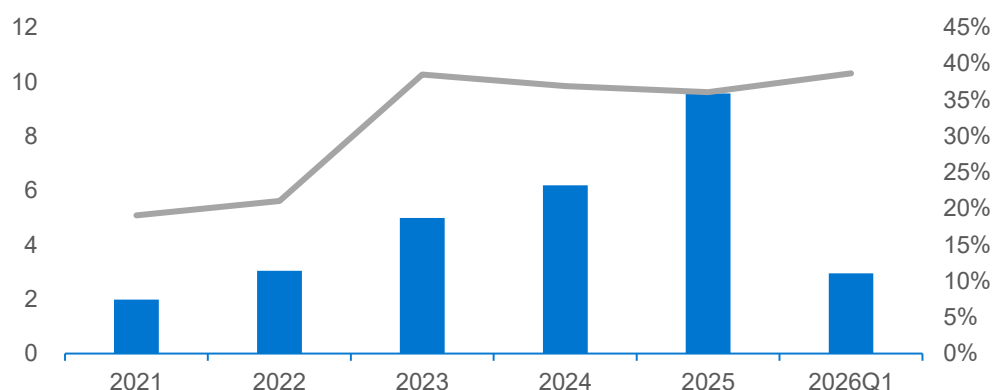
图9: 公司 2025 年各产品营收百分比情况



数据来源: 公司各年年报, 东吴证券研究所

公司高度重视研发投入,前期研发储备有望转变成为当下完备的料号储备,为未来业绩贡献提供坚实基础。公司通过持续的研发投入,逐步提升自身设计研发水平,进而构建起了较为系统的研发体系,保障了公司稳定的产品设计与技术改造升级能力,能够持续推出新产品。当前公司料号数量约 4000 颗,产品型号齐全。我们预计,随着后续公司营收放量,规模效应逐渐显著,研发费用率亦将同步显著下降。

图10: 公司 2021-2026Q1 研发费用及与营收占比(单位: 亿元)

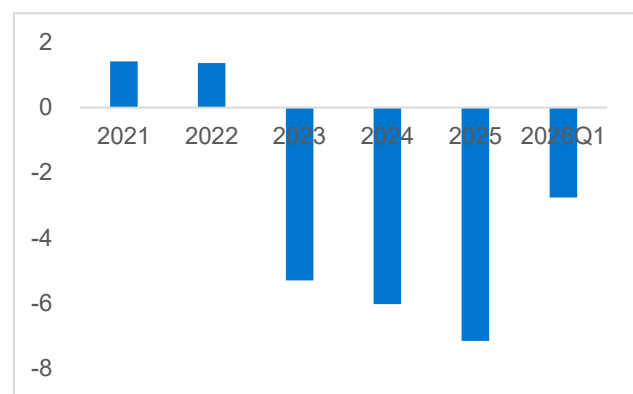


数据来源: 公司各年年报, 东吴证券研究所

利润持续减亏,经营进入收获期。前期公司的亏损主因较高的研发投入,我们预计 26-27 年营收将进入放量期,且研发费用率逐渐下降,从而看好 26-27 年公司盈利情况的

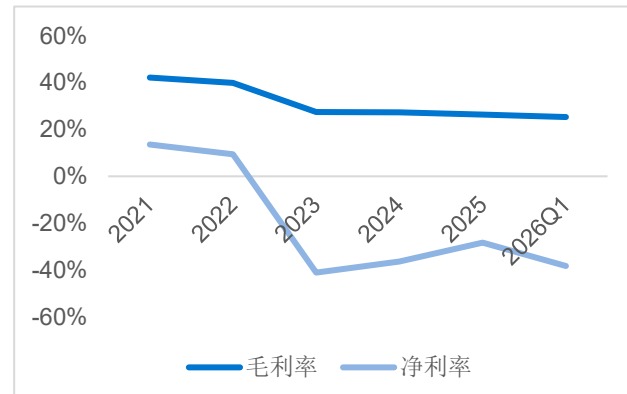
**显著改善。**公司是随着行业供需结构逐步优化、价格竞争态势趋于缓和，公司持续推进产品结构升级与高毛利新品放量，预计下一阶段毛利率有望逐步回升，营收增长动能将得到增强，并在规模效应与运营效率提升的共同推动下，实现盈利能力的持续修复与改善，后续有望迎来业绩的稳步恢复与增长。

图11: 公司 2021-2026Q1 归母净利润 (单位: 亿元)



数据来源: 公司各年年报, iFinD, 东吴证券研究所

图12: 公司 2021-2026Q1 毛利率和净利率情况



数据来源: 公司各年年报, iFinD, 东吴证券研究所

## 2. 行业分析: 需求回暖叠加终端创新, 模拟芯片有望迈入新一轮成长周期

### 2.1. 下游新兴应用多点开花, 模拟芯片市场规模持续增长

“国补”政策提振终端需求, 带动消费电子市场回暖。2024 年以来, 多地出台针对消费电子产品的以旧换新补贴政策, 有效刺激消费者电子产品换机意愿, 平板电脑、PC、手机等品类销量持续回暖, 带动消费电子产业链复苏, 促进企业产品创新迭代步伐加快。根据信通院发布的数据, 2026 年 4 月, 国内市场手机出货量 2573.3 万部, 同比增长 2.8%; 2026 年 1-4 月, 国内市场手机出货量 8653.8 万部, 同比下降 8.6%。

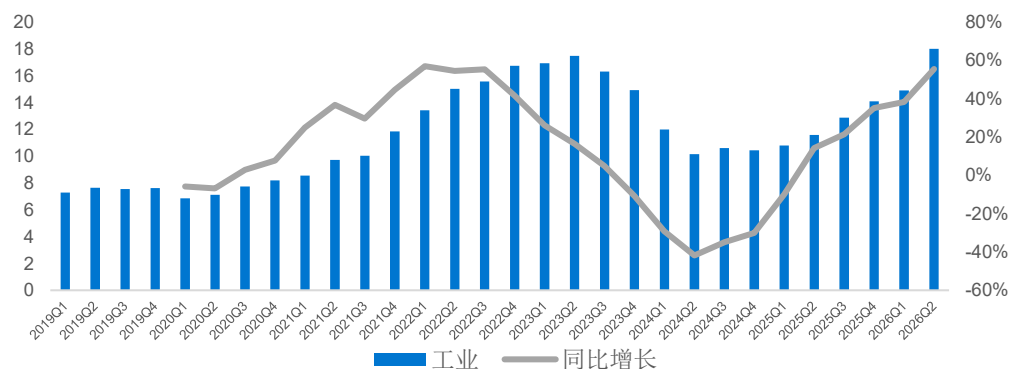
图13：中国大陆智能手机市场出货量（2023 年 Q1 至 2026 年 Q1）



数据来源：Omdia，东吴证券研究所

工业市场周期回暖，TI、ADI 等全球头部模拟 IC 厂商指引需求乐观。2023 年下半年以来，工业领域客户普遍处于库存调整阶段，终端市场需求整体低迷。随着库存消化接近尾声，2025Q1 初工业市场现复苏信号，德州仪器在 FY2025Q1 业绩会中指出，工业市场在连续 7 个季度环比下滑后首次实现高个位数增长，客户库存水位趋紧，周期已触底并进入全面复苏阶段；ADI 亦在工业终端实现四个财季连续环比增长，工业市场已逐步从“被动去库存”阶段转向正常拉货阶段。智能制造升级驱动高精度信号链与电源管理芯片需求。

图14：2019Q1-2026Q2 ADI 工业业务营收及同比（亿美元）

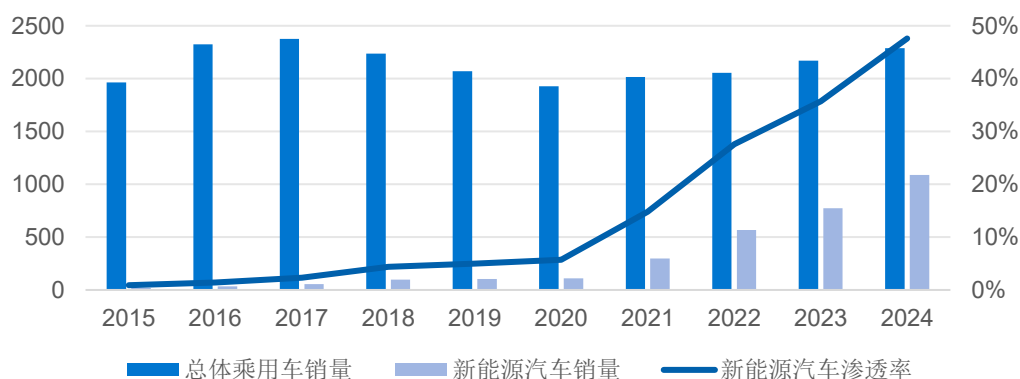


数据来源：iFinD，东吴证券研究所

全球新能源汽车渗透率持续提升，我国新能源汽车产业发展领跑全球。近年我国新能源汽车发展迈入快车道，2024 年中国新能源汽车销量近 1287 万台，渗透率达到 40.9%；

中国汽车工业协会数据显示，2025 年 11 月，新能源汽车产销分别完成 188 万辆和 182.3 万辆，环比分别增长 6.1%和 6.2%，同比分别增长 20%和 20.6%，**新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 53.2%**。未来新能源汽车有望渗透率有望不断提升，带动配套产业链稳步增长。

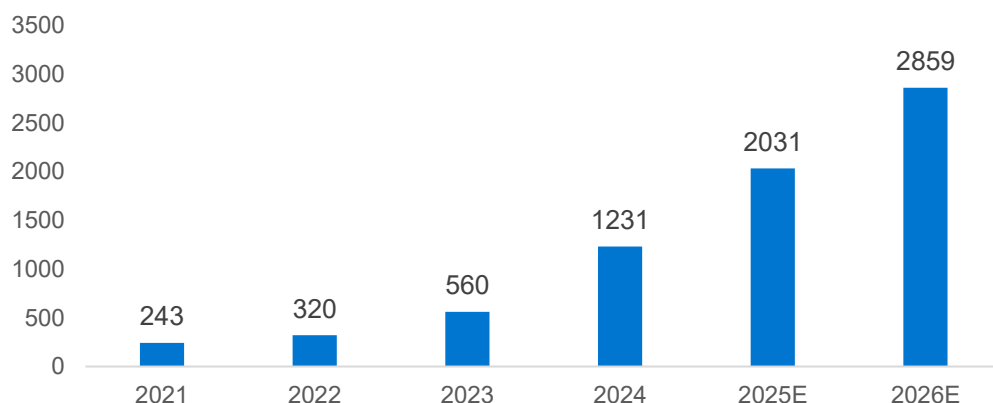
图15：2015-2024 年新能源汽车销售情况及渗透率（万辆）



数据来源：联乘会，东吴证券研究所

受益于大模型训练与推理对算力需求的持续释放，全球数据中心持续扩容。在云计算、人工智能和新兴技术的进步推动下，服务器市场正在快速增长。据 IDC 发布，预测 2025 年全球服务器市场规模有望达到 3660 亿美元，同比增长 44.6%。中商产业研究院发布的《2025-2030 中国 AI 服务器市场现状及未来发展趋势》显示，2024 年中国 AI 服务器市场规模达到 1231 亿元，较上年增长 119.82%。中商产业研究院分析师预测，2025 年全年中国 AI 服务器市场规模将达到 2031 亿元，2026 年市场规模将达到 2859 亿元。

图16：2021-2026 年中国 AI 服务器市场规模(亿元，含预测)

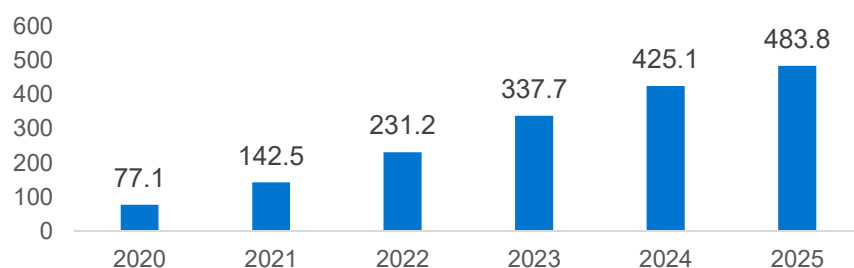


数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

**5G 基站建设加速，带动模拟芯片市场持续扩容。**工信部公报显示，我国 5G 网络建设深度覆盖，截至 2025 年底，建成 5G 基站总数达 483.8 万座，比上年末净增 58.7 万

个。占移动电话基站数比重达 37.6%。在 5G 通信中，ADC/DAC 作为核心信号转换器件，承担高频、大带宽信号的模数与数模转换任务，同时为基站能耗监控提供实时数据支持，作用关键。随着 5G 网络覆盖深化，相关信号链芯片市场需求稳步上升。同时，5G 基站因配置更多天线、射频组件及高频无线电设备，对电源管理芯片的能效、稳定性和集成度提出更高要求，单机价值显著提升。随着未来 6G 技术演进，有望继续拉动高性能模拟芯片需求。

图17：中国 5G 基站规模（单位：万个）



数据来源：工信部，东吴证券研究所

## 2.2. 国产替代乘势纵深突破，自给率提升与整合共筑成长动能

海外公司占主导地位，整体市场份额较为分散，存量替代空间可观。根据 IC Insights 数据，2023 年全球模拟厂商排名中，占比前十的企业均为海外公司，CR10 达 68%，主要得益于欧美发达国家集成电路技术起源较早，积累了资金、技术、客户资源等优势，由此在行业中占据主导地位。其中，德州仪器（TI）以 16% 的份额占据主要地位，亚德诺（ADI）以 15% 的市场份额位居第二，英飞凌（Infineon）以 8% 的市场份额位居第三，之后各公司的市场份额不超过 7%，整体市场份额较为分散。

图18：2023 年全球模拟厂商排名

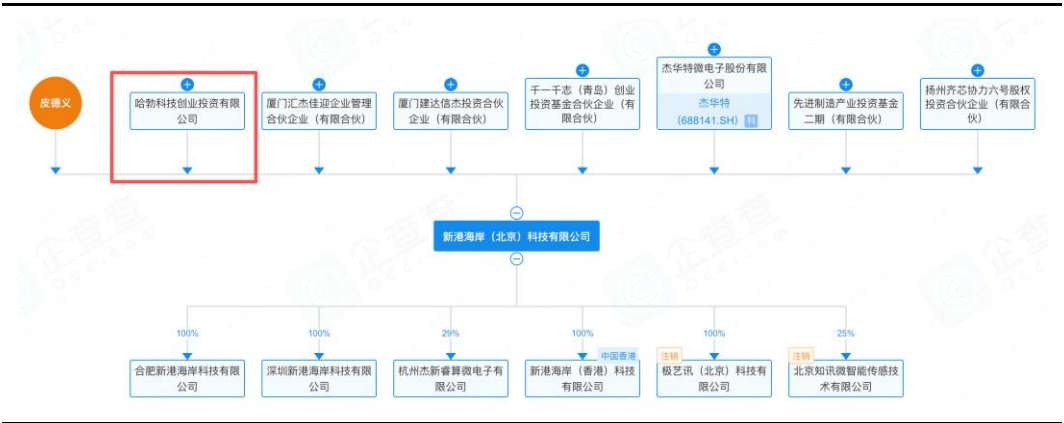
| 排名 | 厂商              | 总部所在地 | 市占率 |
|----|-----------------|-------|-----|
| 1  | 德州仪器（TI）        | 美国    | 16% |
| 2  | 亚德诺（ADI）        | 美国    | 15% |
| 3  | 英飞凌（Infineon）   | 德国    | 8%  |
| 4  | 思佳讯（Skyworks）   | 美国    | 6%  |
| 5  | 恩智浦（NXP）        | 荷兰    | 5%  |
| 6  | 意法半导体（ST）       | 瑞士    | 5%  |
| 7  | 威讯联合半导体（Qorvo）  | 美国    | 5%  |
| 8  | 安森美（onsemi）     | 美国    | 3%  |
| 9  | 微芯科技（Microchip） | 美国    | 3%  |
| 10 | 瑞萨（Renesas）     | 日本    | 2%  |

数据来源：ICInsight，Gartner，WSTS，芯八哥，东吴证券研究所

**四协会发声，政策引导强化国产替代导向。**2024 年，中国半导体行业协会、中国汽车行业协会等四大行业协会联合发布倡议，呼吁相关单位审慎选择采购美国芯片，寻求扩大与其他国家和地区芯片企业的合作。该倡议释放出强化自主可控的政策信号，包括在电源管理、信号链等通用型模拟芯片领域，有望加速终端客户国产验证与导入进程，强化自主可控战略。

**同时，国家推出多层级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。2025 年，杰华特的一项关键资本运作是出资 1.26 亿元，与其他投资方共同收购了高速数模混合芯片公司新港海岸的控股权。交易完成后，杰华特成为其重要股东。

图19：新港海岸公司股权结构（截至 2026 年 6 月 11 日）



数据来源：企查查，东吴证券研究所

### 3. 公司分析：产品矩阵完善，成长空间广阔

#### 3.1. 打造自主知识产权体系，产品多元化布局、多领域应用

公司凭借完善的产品矩阵把握模拟芯片市场扩张机遇。公司产品线覆盖电源管理与信号链两大品类，其中电源管理芯片包括 AC-DC、DC-DC、线性电源及电池管理芯片等，信号链芯片涵盖检测、接口、转换器、时钟与线性芯片等。丰富的细分品类可满足下游客户多样化需求。当前，模拟集成电路的应用领域持续拓宽，已从消费电子、通信设备延伸至汽车电子、工业控制及物联网等新兴领域，成为各行业电子系统的核心组成部分。尤其在 5G 通信、人工智能与自动驾驶等技术推动下，市场对芯片性能要求不断提升、需求规模持续扩大。公司将继续以技术创新与高质量产品为核心驱动力，契合行业发展趋势，推动业务持续增长。

公司逐步构建起以自主知识产权为核心的技术壁垒。自成立以来，公司长期专注于模拟芯片的自主研发，通过多年积累已形成多项应用价值突出、市场前景广阔的核心技术，且技术权属清晰。为保护创新成果，公司建立了完善的知识产权保护体系，并持续通过专利申请强化技术储备。报告期内，公司及控股子公司新增专利申请 231 项，其中发明专利 179 项，实用新型专利 51 项。截至 2024 年 12 月 31 日，累计申请国内外专利 1,361 项（发明专利 980 项），已获授权有效专利 641 项（发明专利 412 项），另拥有集成电路布图设计登记证书 115 项。

在多个关键应用领域，公司产品已实现技术落地与市场验证，展现出强劲的业务成长性。具体来看：新能源领域，公司推出集成度高的超高压太阳能 PMIC 芯片，已进入量产；网通与安防领域，多款高集成 PoE 供电芯片逐步批量供货；汽车电子领域，高低边驱动芯片、车灯驱动芯片、车规 DrMOS、USB 车充及协议芯片等已获客户采用，并基本完成汽车 LDO 产品布局；计算领域，多相控制器、大电流 DrMOS 及高集成功率管等产品获行业客户高度认可。公司依托多元化产品布局与持续技术突破，构建了良好的市场适应能力，为长期增长奠定基础。

#### 3.2. 多相电源领域持续发力，提供稳定高效算力解决方案

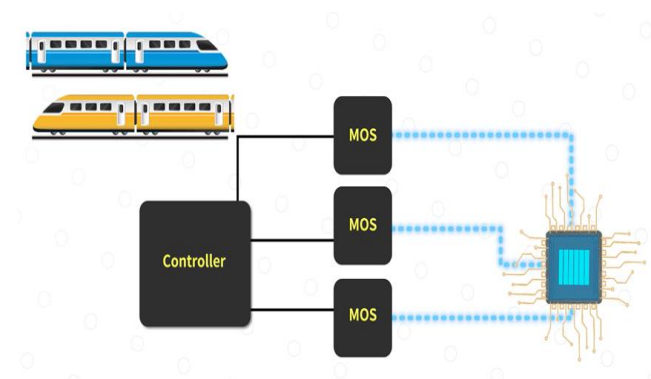
多相电源是一种面向高性能计算场景的关键供电架构，其通过多相交错拓扑与高集成设计，实现对算力芯片的高效、精准能量供给。该系统通常由多相控制器与集成功率级芯片（DrMOS）协同构成，将输入电能分配至多个相位并联处理，最终输出低压、大电流（典型范围 0.5–1.8V、数百至数千安培）的电源信号。借助相位交错技术，多相电源可显著降低输出纹波、提升动态响应速度，并优化整体功率密度与散热表现，从而满足 CPU、GPU、ASIC 等算力芯片对供电能效与稳定性的严苛要求，已成为支撑高性能计算设备稳定运行的核心电源方案。

AI 服务器电源是下一个千亿市场。长期以来，服务器电源芯片使用的都是海外产

品。目前，国内服务器电源国产替代率约 10~20%，海外几乎没有国内供应商身影。杰华特在 AI 服务器电源芯片领域持续发力，能够为计算领域提供全面的模拟芯片解决方案，产品涵盖高电流多相电源、DC/DC、eFuse、热插拔芯片、LDO、电源模块、限流开关、时钟缓冲器等关键品类，其中部分产品具备国内首创性，部分产品已达到国际先进水平。

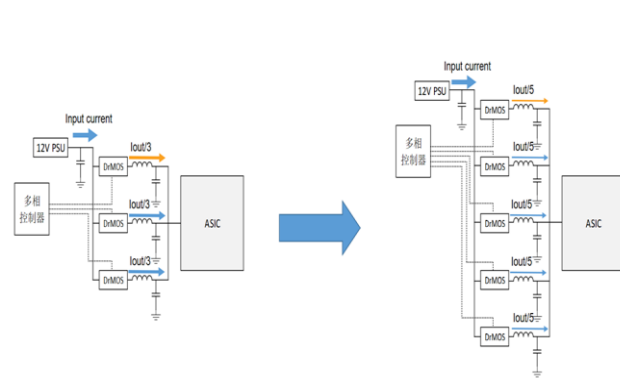
杰华特的“智能功率级（DrMOS）+多相控制器”方案相较于分立方案，能够降低高能耗问题。其中，智能功率级 JWH7079 基于杰华特自有工艺的高效率 16V/90A 智能功率级，效率、精度、功率密度已经达到业界先进水平，和海外大厂性能相当。多相控制器 JWH6376 则是国内首套适用于 Intel 服务器 CPU 的多相整体解决方案。

图20：多相电源示意图



数据来源：MPS，东吴证券研究所

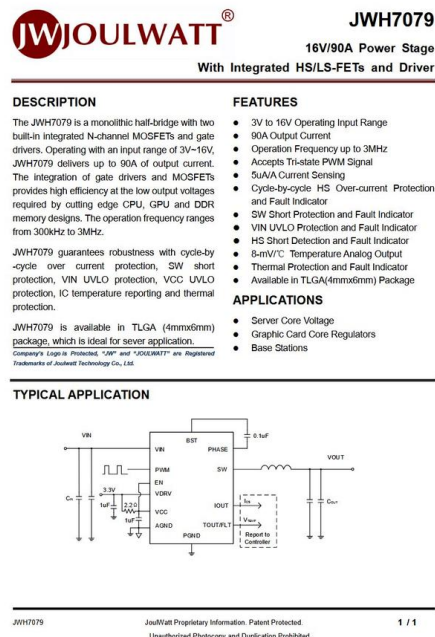
图21：DrMOS 相数扩展示意图



数据来源：MPS，东吴证券研究所

在智能功率级方面，杰华特 2024 年推出的 90A 大电流输出的 JWH7079 智能功率级，内置 MOSFET 和驱动，支持 3~16V 宽输入、90A 大电流输出，工作频率高达 3MHz。集成 5 $\mu$ A/A 电流检测、8mV/°C 温度监测及多重保护功能，采用 4 $\times$ 6mm TLGA 封装，适用于服务器、GPU 等高性能计算供电场景。

图22: 杰华特 JWH7079 方案



数据来源：电子工程世界，东吴证券研究所

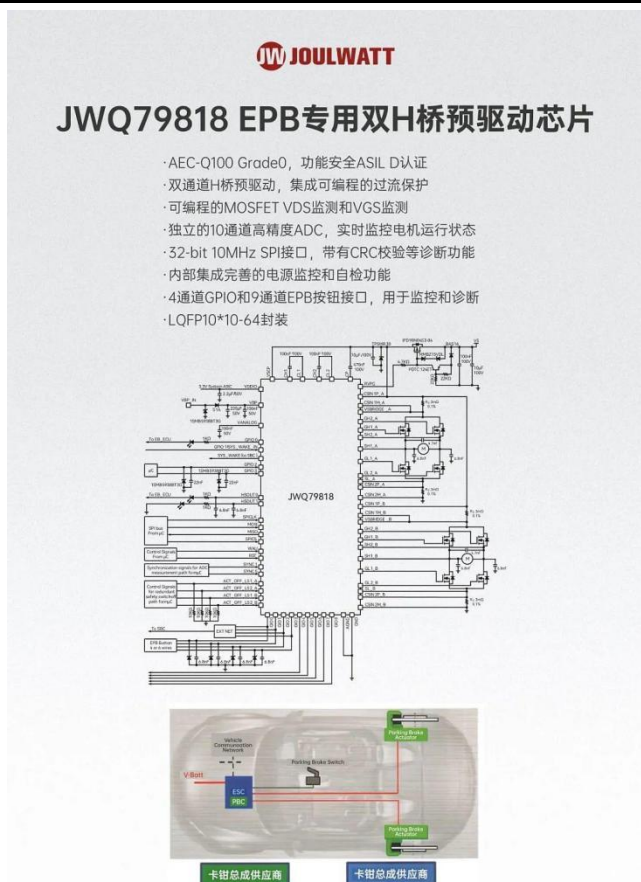
在多相控制器方面，JWH6376 是一款双路 12 相控制器，专为 Intel VR14 平台核心供电设计，同时兼容 VR13.HC/VR13 标准。该产品集成 PMBus/I<sup>2</sup>C 和 AVSBus 接口，支持电压、电流、功率及温度监测，并内置非易失存储（介质 NVM）保存配置和记录故障。具备可编程环路补偿、相间电流均衡、热均衡调节功能。集成多种保护功能包括 Vin/Vout 过压/欠压、过流、过热保护；以及 TLVR 电感开短路检测和 PWM 信号 float 检测，为系统可靠性保驾护航。采用业界主流 6mm×6mm QFN-48 封装。

### 3.3. 汽车电气化智能化趋势，模拟芯片技术提供稳定支持

在汽车电气化和智能化的推动下，模拟芯片成为汽车电子中连接物理和数字领域的桥梁，为传统系统和新能源汽车组件提供动力，同时实现多屏驾驶舱和自主传感器处理等智能功能。在高压架构和先进功能迭代的推动下，新能源汽车成为增长最快、最具创新性的模拟芯片细分市场推动整个行业的技术进步和市场增长。

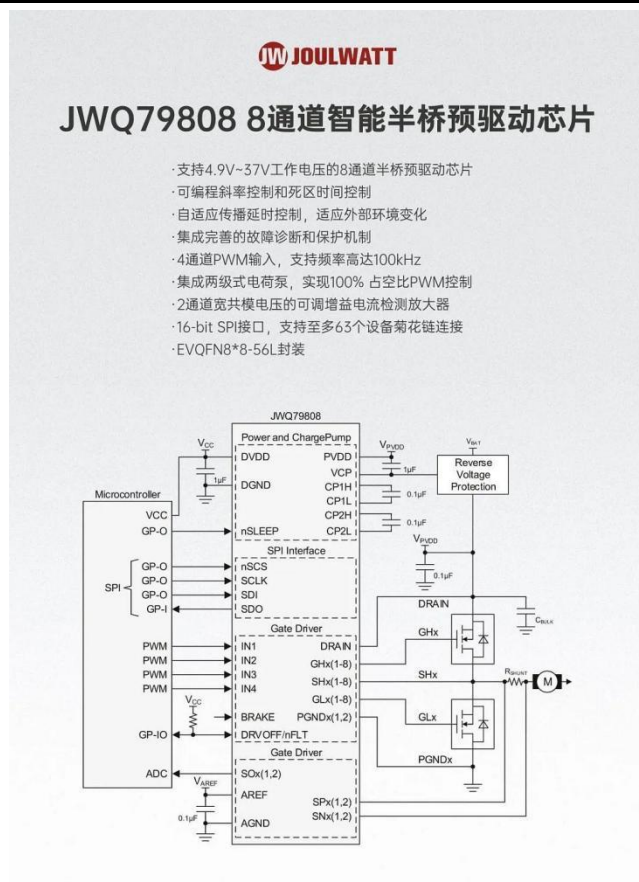
汽车电子领域，公司推出了多款汽车应用的高低边驱动芯片和车灯驱动芯片，已经进入客户设计阶段，推出了新一代车规 DrMOS 并实现量产，公司推出了多款 USB 车充和协议芯片，部分型号已经开始收获订单，获得了客户的认可；公司在 2024 年基本完成了汽车 LDO 的布局，能够提供完整的 LDO 产品组合。

图23: JWQ79818 EPB 专用双 H 桥预驱动芯片方案



数据来源：杰华特，东吴证券研究所

图24: JWQ79808 8 通道智能半桥预驱动芯片方案



数据来源：杰华特，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

我们预测公司 2026-2028 年营业收入为 44.51/75.77/121.66 亿元，增速分别为 67.63%/70.24%/60.57%，综合毛利率分别为 36%/44%/46%。分业务假设如下：

**(1) 在 AC-DC 芯片产品领域**，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。比如公司近年来于业内较早推出了高频 SR 列同步整流产品。公司还相继在国内率先推出了智能电表智能调压芯片、基于 ACF 和 AHB 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。

**(2) 在 DC-DC 芯片产品领域**，公司系业界少数拥有完整 DC-DC 芯片产品组合的集成电路厂商，产品覆盖 5 伏至 700 伏低中高全电压等级。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。借

助国产 GPU 浪潮，DC-DC 产品线中的 DrMOS 尤其值得重视。

**(3) 在线性电源芯片产品领域**，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。以电源配电和保护芯片为例，公司基于工艺和设计技术创新，该技术已处于行业前列水平，具备极高的性价比，可广泛应用于计算机、通讯和消费类电子领域。

**(4) 在电池管理芯片产品领域**，电池管理芯片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。公司电源管理芯片产品线齐全，品类丰富，包括上述 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。2025 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。

**(5) 在信号链芯片产品领域**，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。公司信号链检测产品的布局完整，从低压到高压，均能提供合适的解决方案；转换器方面，公司是国内少数掌握高串电池模拟前端技术的设计公司之一；接口、时钟以及产品也都有多款创新性产品量产。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。

**(6) 在功率产品领域**，公司拥有布局完善、品类齐全的功率类产品体系，依托自主可控的高低压 BCD 工艺平台，围绕 DC-DC 集成功率器件、DrMOS 智能功率模块、栅极驱动与氮化镓合封功率器件、功率开关、eFuse 及 PoE 功率模组、车规级功率器件形成完整产品矩阵，可全面适配消费电子、工业控制、AI 算力、汽车电子、新能源等多元应用场景。

图25：杰华特营收结构拆分（百万元）

| 收入项目                   | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入                   | 1,679 | 2,655 | 4,451 | 7,577 | 12,166 |
| 毛利率                    | 27%   | 26%   | 36%   | 44%   | 46%    |
| <b>DC/DC芯片</b>         |       |       |       |       |        |
| 收入                     | 905   | 1,415 | 2,734 | 5,281 | 9,250  |
| 毛利率                    | 24%   | 23%   | 36%   | 45%   | 48%    |
| 占总收入比重                 | 54%   | 53%   | 61%   | 70%   | 76%    |
| <b>消费类电子用AC/DC转换芯片</b> |       |       |       |       |        |
| 收入                     | 446   | 513   | 709   | 921   | 1,133  |
| 毛利率                    | 25%   | 28%   | 33%   | 40%   | 38%    |
| 占总收入比重                 | 27%   | 19%   | 16%   | 12%   | 9%     |
| <b>线性电源</b>            |       |       |       |       |        |
| 收入                     | 265   | 372   | 513   | 692   | 865    |
| 毛利率                    | 43%   | 38%   | 42%   | 50%   | 48%    |
| 占总收入比重                 | 16%   | 14%   | 12%   | 9%    | 7%     |
| <b>信号链芯片</b>           |       |       |       |       |        |
| 收入                     | 20    | 257   | 355   | 479   | 623    |
| 毛利率                    | -2%   | 28%   | 32%   | 37%   | 37%    |
| 占总收入比重                 | 1%    | 10%   | 8%    | 6%    | 5%     |
| <b>功率产品</b>            |       |       |       |       |        |
| 收入                     |       | 57    | 85    | 127   | 191    |
| 毛利率                    |       | -8%   | 20%   | 20%   | 20%    |
| 占总收入比重                 |       | 2%    | 2%    | 2%    | 2%     |
| <b>电池管理芯片</b>          |       |       |       |       |        |
| 收入                     | 30    | 23    | 31    | 43    | 59     |
| 毛利率                    | 34%   | 45%   | 30%   | 35%   | 38%    |
| 占总收入比重                 | 2%    | 1%    | 1%    | 1%    | 0%     |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4.2. 投资建议

我们选取模拟中业务模式相似的圣邦股份、思瑞浦、纳芯微、南芯科技作为可比公司，选取标准为核心产品均覆盖模拟领域且下游应用场景高度重合。当前股价对应可比公司 2026-2028 年平均 PS 估值为 10/8/7 倍。我们预测公司 2026-2028 年归母净利润为-4.9/6.2/21.4 亿元，对应当前 PS 估值为 12/7/4 倍。我们认为，公司在模拟的技术壁垒与客户粘性构建了较强竞争优势，叠加 AI 对公司 DrMOS 等产品的强劲需求，未来三年业绩增长确定性较高，可给予一定估值溢价。长期来看，随着新兴业务放量，有望实现估

值与业绩的双击。首次覆盖，给予“买入”评级。

图26：杰华特估值情况（数据选自 2026-06-13）

| 公司代码   | 公司简称 | 市值<br>(亿元) | 营收 (亿元) |       |       | 归母净利润 (亿元) |       |       | PS | PE    |       |       |
|--------|------|------------|---------|-------|-------|------------|-------|-------|----|-------|-------|-------|
|        |      |            | 2026E   | 2027E | 2028E | 2026E      | 2027E | 2028E |    | 2026E | 2027E | 2028E |
| 300661 | 圣邦股份 | 692        | 49.3    | 61.2  | 73.9  | 8.2        | 11.2  | 14.3  | 14 | 11    | 9     | 85    |
| 688536 | 思瑞浦  | 427        | 29.5    | 38.2  | 47.7  | 3.7        | 5.4   | 7.7   | 14 | 11    | 9     | 115   |
| 688052 | 纳芯微  | 365        | 44.8    | 56.9  | 71.1  | 0.9        | 3.3   | 5.8   | 8  | 6     | 5     | 403   |
| 688484 | 南芯科技 | 172        | 38.8    | 49.6  | 55.6  | 3.7        | 5.3   | 5.3   | 4  | 3     | 3     | 46    |
|        | 平均   |            |         |       |       |            |       |       | 10 | 8     | 7     | 162   |
| 688141 | 杰华特  | 528        | 44.5    | 75.8  | 121.7 | -4.9       | 6.2   | 21.4  | 12 | 7     | 4     | -     |
|        |      |            |         |       |       |            |       |       |    |       |       | 85    |
|        |      |            |         |       |       |            |       |       |    |       |       | 25    |

数据来源：公司公告，Wind

注：圣邦股份、思瑞浦、纳芯微、南芯科技估值截取 wind 一致预期，杰华特盈利由东吴证券研究所预测

## 5. 风险提示

**产品研发与技术迭代风险。**如果公司不能对未来市场的发展趋势进行准确的判断，而竞争对手推出的新技术、新产品满足市场需要，则公司将逐渐丧失市场竞争力，对未来持续发展经营造成不利影响。

**宏观经济环境风险。**如果宏观经济发生剧烈波动或存在下行趋势，将导致行业发生波动或需求减少，使包括公司在内的集成电路企业面临一定的行业波动风险，对经营情况造成一定的不利影响。

**存货跌价风险。**报告期末公司存货账面余额达 150,778 万元，存货跌价准备计提比例高达 33%，系历史高位。模拟芯片品类众多、产品迭代频繁，若下游需求不及预期或竞争加剧导致产品价格下行，存货减值损失可能进一步侵蚀利润。

**地缘政治与贸易限制风险。**若国际贸易紧张局势持续升级，国际环境进一步恶化，或者外国政府实施针对中国集成电路产业的限制措施，公司可能遭遇供应链中断、产能供应不稳定或对外销售受限等风险，对公司的正常运营和业务发展造成负面影响。

| 资产负债表 (百万元)      | 2025A        | 2026E        | 2027E        | 2028E         | 利润表 (百万元)       | 2025A        | 2026E        | 2027E        | 2028E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>2,550</b> | <b>3,104</b> | <b>4,571</b> | <b>7,655</b>  | <b>营业总收入</b>    | <b>2,655</b> | <b>4,451</b> | <b>7,577</b> | <b>12,166</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 474          | 605          | 1,230        | 3,160         | 营业成本(含金融类)      | 1,955        | 2,870        | 4,256        | 6,572         |
| 经营性应收款项          | 779          | 936          | 1,243        | 1,569         | 税金及附加           | 3            | 6            | 8            | 14            |
| 存货               | 1,009        | 1,255        | 1,753        | 2,536         | 销售费用            | 194          | 316          | 492          | 730           |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0             | 管理费用            | 220          | 370          | 530          | 730           |
| 其他流动资产           | 288          | 307          | 345          | 390           | 研发费用            | 957          | 1,469        | 1,818        | 2,190         |
| <b>非流动资产</b>     | <b>2,794</b> | <b>3,242</b> | <b>3,400</b> | <b>3,610</b>  | 财务费用            | 0            | (13)         | (17)         | (36)          |
| 长期股权投资           | 685          | 735          | 785          | 835           | 加:其他收益          | 68           | 89           | 152          | 243           |
| 固定资产及使用权资产       | 752          | 967          | 1,016        | 1,041         | 投资净收益           | 1            | 0            | (2)          | 0             |
| 在建工程             | 11           | 111          | 211          | 311           | 公允价值变动          | 7            | 0            | 0            | 0             |
| 无形资产             | 414          | 375          | 335          | 369           | 减值损失            | (165)        | (24)         | 0            | 0             |
| 商誉               | 363          | 363          | 363          | 363           | 资产处置收益          | 0            | 0            | 0            | 0             |
| 长期待摊费用           | 19           | 19           | 19           | 19            | <b>营业利润</b>     | <b>(762)</b> | <b>(501)</b> | <b>637</b>   | <b>2,210</b>  |
| 其他非流动资产          | 549          | 671          | 671          | 671           | 营业外净收支          | 8            | 1            | 3            | 4             |
| <b>资产总计</b>      | <b>5,344</b> | <b>6,346</b> | <b>7,972</b> | <b>11,265</b> | <b>利润总额</b>     | <b>(754)</b> | <b>(499)</b> | <b>640</b>   | <b>2,214</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>2,012</b> | <b>3,435</b> | <b>4,515</b> | <b>5,919</b>  | 减:所得税           | (2)          | (1)          | 1            | 4             |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 1,128        | 2,227        | 2,727        | 3,227         | <b>净利润</b>      | <b>(752)</b> | <b>(498)</b> | <b>639</b>   | <b>2,210</b>  |
| 经营性应付款项          | 503          | 707          | 1,060        | 1,628         | 减:少数股东损益        | (35)         | (11)         | 17           | 70            |
| 合同负债             | 20           | 36           | 59           | 97            | <b>归属母公司净利润</b> | <b>(717)</b> | <b>(488)</b> | <b>622</b>   | <b>2,140</b>  |
| 其他流动负债           | 361          | 465          | 669          | 968           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | (1.59)       | (1.08)       | 1.38         | 4.75          |
| 非流动负债            | 1,472        | 1,500        | 1,500        | 1,500         | EBIT            | (770)        | (512)        | 623          | 2,178         |
| 长期借款             | 1,160        | 1,160        | 1,160        | 1,160         | EBITDA          | (659)        | (279)        | 875          | 2,379         |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0             | 毛利率(%)          | 26.37        | 35.52        | 43.83        | 45.98         |
| 租赁负债             | 27           | 27           | 27           | 27            | 归母净利率(%)        | (27.01)      | (10.96)      | 8.21         | 17.59         |
| 其他非流动负债          | 285          | 313          | 313          | 313           | 收入增长率(%)        | 58.15        | 67.63        | 70.24        | 60.57         |
| <b>负债合计</b>      | <b>3,483</b> | <b>4,935</b> | <b>6,015</b> | <b>7,419</b>  | 归母净利润增长率(%)     | (18.85)      | 31.97        | 227.47       | 244.08        |
| 归属母公司股东权益        | 1,525        | 1,086        | 1,615        | 3,434         |                 |              |              |              |               |
| 少数股东权益           | 335          | 325          | 342          | 412           |                 |              |              |              |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>1,860</b> | <b>1,411</b> | <b>1,957</b> | <b>3,846</b>  |                 |              |              |              |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>5,344</b> | <b>6,346</b> | <b>7,972</b> | <b>11,265</b> |                 |              |              |              |               |

| 现金流量表 (百万元) | 2025A   | 2026E | 2027E | 2028E | 重要财务与估值指标       | 2025A   | 2026E    | 2027E | 2028E |
|-------------|---------|-------|-------|-------|-----------------|---------|----------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | (324)   | (364) | 627   | 2,157 | 每股净资产(元)        | 3.39    | 2.41     | 3.59  | 7.63  |
| 投资活动现金流     | (1,147) | (680) | (409) | (406) | 最新发行在外股份(百万股)   | 450     | 450      | 450   | 450   |
| 筹资活动现金流     | 714     | 1,176 | 407   | 179   | ROIC(%)         | (19.69) | (11.37)  | 11.63 | 30.77 |
| 现金净增加额      | (756)   | 131   | 625   | 1,930 | ROE-摊薄(%)       | (47.02) | (44.90)  | 38.50 | 62.31 |
| 折旧和摊销       | 111     | 233   | 252   | 200   | 资产负债率(%)        | 65.18   | 77.76    | 75.45 | 65.86 |
| 资本开支        | (216)   | (509) | (357) | (356) | P/E (现价&最新股本摊薄) | (73.67) | (108.29) | 84.95 | 24.69 |
| 营运资本变动      | 82      | (122) | (263) | (249) | P/B (现价)        | 34.64   | 48.62    | 32.71 | 15.38 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>