



TK Capital Group
德肯資產管理股份有限公司

德肯投資研究報告

傑華特（688141）深度分析-厚積薄發類比ic 國產替代
深耕者

2026年7月28日

TK Capital Group

德肯資產管理股份有限公司

目錄

1. 核心觀點.....	5
2. 公司概況與發展歷程：從初創到科创板 AI 電源龍頭的十年躍遷.....	7
2.1 公司基本資訊與主營業務.....	7
2.2 成立歷史與關鍵發展節點（2013-2025）.....	7
2.3 管理層背景與股權結構.....	8
2.4 近年核心財務指標趨勢.....	8
3. 產品結構與盈利分析：電源管理為基，訊號鏈與功率產品雙輪驅動.....	10
3.1 各產品線營收分佈.....	10
3.2 各產品線毛利率分析.....	10
3.3 產品結構變化趨勢.....	11
3.4 主力產品與新興增長引擎.....	11
4. 產品競爭力與產業競爭格局：國產替代視窗下的差異化卡位.....	13
4.1 模擬 IC 行業市場規模與週期拐點.....	13
4.2 中國模擬 IC 競爭格局與國產替代空間.....	13
4.3 傑華特產品競爭力核心優勢.....	14
4.4 傑華特產品短板與風險.....	16
5. 類比 IC 同業對比分析：虛擬 IDM vs Fabless 的正規化之爭.....	18
5.1 主要競爭對手概覽與市場地位.....	18
5.2 經營模式對比：虛擬 IDM vs Fabless 的戰略取捨.....	19
5.3 營收規模與盈利能力對比.....	20
5.4 產品矩陣與汽車電子佈局對比.....	21
5.5 綜合優劣勢對比矩陣.....	22
6. DRMOS 前景與華為昇騰服務器潛在用量評估：AI 算力驅動的結構性增長機遇.....	23
6.1 DRMOS 技術原理與 AI 服務器供電必要性.....	23
6.2 傑華特 DRMOS 產品線佈局與量產進度.....	23
6.3 全球與中國 DrMOS 市場規模.....	24
6.4 華為昇騰服務器潛在用量區間估算.....	24
7. 傑華特在中國模擬 IC 產業中的正規化定位：「垂直深水區」的不可替代者.....	26
7.1 正規化差異：虛擬 IDM vs Fabless 的戰略選擇.....	26
7.2 傑華特的不可替代性：多相電源賽道的國產唯一性.....	26
7.3 與同業的差異化競爭定位.....	27
7.4 結構性約束與成敗條件.....	27
8. 2026-2028 年發展狀況推演：盈利拐點大機率推遲至 2028 年.....	28
8.1 2026 年：營收放量但盈利拐點未至.....	28
8.2 2027 年：毛利率修復與盈虧平衡關鍵年.....	28
8.3 2028 年：首次年度盈利的可能性.....	28
8.4 關鍵風險因素.....	29
9. 總結與建議.....	31

1. 核心觀點

傑華特是中國模擬 IC 行業中「技術護城河最深但盈利兌現最晚」的公司——虛擬 IDM 模式與 AI 服務器多相電源卡位構成不可替代性，但產品結構變化導致的毛利率拖累使盈利拐點大機率推遲至 2028 年。

在營收結構與盈利質量方面，傑華特 2025 年營收 26.55 億元 (+58.15%)，電源管理芯片佔 87.48% 為絕對主力，訊號鏈芯片快速攀升至 9.68% (同比 +652%)，但整體毛利率 26.37% 遠低於聖邦股份的 51.46%，連續三年虧損且 2025 年淨虧 7.17 億元，研發費用率 36-37% 為同業最高。低毛利率的核心原因並非價格戰——德州儀器已於 2025 年 6 月及 8 月兩次全面漲價標誌價格戰結束——而是產品結構變化：低毛利的 DC-DC 芯片 (毛利率 25.50%) 佔電源管理收入比例從 2024 年的約 55% 躍升至 2025H1 的 57%，而高毛利的線性電源 (39.30%) 佔比從約 16% 降至 14%，同時新設功率產品線毛利率僅 6.54% 進一步拉低整體。這種結構性拖累不會因行業週期回暖而自動消失，只要 DC-DC 增速持續快於其他產品線，整體毛利率就會承壓。

在產品競爭力與同業對比方面，傑華特在 DC-DC 積體電路及通訊計算儲存 PMIC 細分賽道列全球第六、國內第二 (弗若斯特沙利文資料)，多相電源/DrMOS 為國產龍頭，虛擬 IDM 自研 BCD 工藝三大平臺形成差異化壁壘；但產品廣度 3,700+ 款不及聖邦 5,900+ 款，盈利健康度在可比公司中最差。與聖邦、思瑞浦、納芯微對比，傑華特的核心差異化在於虛擬 IDM 模式 (自研中低壓/高壓/超高壓 BCD 三大工藝平臺，自研產品營收佔比超 35%) 疊加 AI 服務器多相電源卡位 (30A-90A DrMOS 及 12 相控制器已量產，單顆 ASP 可達 450 美元)，在高階定製化場景具備 Fabless 企業難以複製的優勢。然而持續大額虧損 (累計超 18 億元) 和低毛利率是最大短板——聖邦 2024 年盈利 5.00 億元、思瑞浦 2025 年扭虧至 1.73 億元、納芯微虧損收窄至 2.41 億元，傑華特是唯一虧損仍在擴大的公司。

在 DRMOS 前景與華為昇騰用量方面，傑華特已進入華為供應鏈並實現量產 (華為哈勃為第四大股東)，全球 DrMOS 市場 2026 年約 6.4 億美元、CAGR 13%，AI 服務器電源需求爆發驅動增長；華為昇騰服務器具體用量未公開披露，但基於國產替代邏輯和華為昇騰出貨量增長趨勢，潛在用量空間可觀。傑華特已形成完整的 DrMOS+ 多相產品矩陣，30A/50A/70A/90A DrMOS 及 6 相/8 相/12 相多相控制器均已量產，16 相控制器預計 2025Q4 量產，120A DrMOS 預計 2026Q1 出貨，覆蓋 PC-服務器-AI-自動駕駛全場景。全球 AI 服務器出貨量 2025 年約 210 萬臺 (+24.5%)，華為昇騰作為國產 AI 算力核心載體，其服務器出貨量增長趨勢明確，即使保守假設傑華特在華為供應鏈中滲透率 10-20%，每臺 AI 服務器需要 8-16 相 DrMOS+ 多相控制器、單顆 ASP 約 450 美元，潛在營收貢獻區間仍構成重要的增長驅動。

在 2026-2028 年發展推演與未來產業地位方面，傑華特走「垂直深水區」路徑 (虛擬 IDM+ 自研工藝 + 高階多相電源)，護城河最深但盈虧平衡點最高 (需營收 40-50 億元)，盈利拐點大機率推遲至 2028 年，晚於市場一致預期的 2026-2027 年。更現實的推演路徑是：2026 年營收 35-38 億元 (+32-43%)，毛利率 28-30%，淨虧損 3-5 億元；2027 年營收 45-50 億元 (+28-32%)，毛利率 30-32%，接近盈虧平衡；2028 年營收 55-65 億元 (+22-30%)，毛利率 32% 以上，首次實現年度盈利 1-4 億元。這一推演比西南證券 (預測 2026 年淨利 0.66 億元、2027 年 2.53 億元) 和國信證券 (預測 2026 年 0.52 億元、2027 年 1.46 億元) 的預測更為保守，核心依據是低毛利 DC-DC 佔比持續提升的結構性拖累比價格戰更頑固。若傑華特成功跨越盈虧平衡點，將在中國模擬 IC 產業中佔據「技術深水區不可替代者」地位，與聖邦的「全品類平臺」形成差異化雙極格局；若失敗 (如毛利率長期低於 30%、H 股融資不暢導致研發被迫降速)，則可能淪為「高投入低回報」的負面案例。當前約 600 億元市值 (對應 2025 年

PS 約 22 倍) 已隱含了非常樂觀的盈利時間表假設, 投資者需在「技術護城河深度」與「盈利兌現時間」之間做出權衡。

2. 公司概況與發展歷程：從初創到科創板 AI 電源龍頭的十年躍遷

2.1 公司基本資訊與主營業務

傑華特微電子股份有限公司（股票程式碼：688141.SH）成立於 2013 年 3 月，總部位於杭州，是一家以虛擬 IDM 為主要經營模式的模擬積體電路設計企業，是工業和資訊化部認定的專精特新“小巨人”企業。公司採用自有的國際先進工藝技術進行芯片設計製造，具備包括芯片和系統設計技術、晶圓製造工藝在內的完整核心技術架構。

公司主營業務以電源管理模擬芯片為主，在電源管理芯片領域擁有業界領先的全品類產品設計開發能力與產品覆蓋廣度，並逐步拓展訊號鏈芯片產品。目前產品涵蓋 DC/DC、AC/DC、線性電源、電池管理四大類電源管理產品線，以及檢測產品、介面產品、轉換器產品、時鐘產品等五大類訊號鏈產品線，在售產品型號超 3,700 款。產品應用領域涉及汽車電子、計算與通訊、工業應用、新能源、消費電子等眾多領域，已進入三星、戴爾、惠普、比亞迪、匯川、海康威視、中興、小米等各行業龍頭企業的供應鏈體系。公司透過 IATF16949、ASIL D、ISO26262、AEC-Q100 等國際權威認證。截至 2025 年末，公司員工總數 1,971 人，其中技術人員 1,202 人，佔比 60.98%；博士 29 人，碩士 776 人，合計佔比超 40%。

2.2 成立歷史與關鍵發展節點（2013-2025）

傑華特十年發展歷程可概括為以下關鍵節點：

2013 年 3 月：周遜偉與黃必亮（均師從美國工程院院士 Fred Lee 博士）在杭州創立傑華特，專注模擬積體電路研發。

2013-2022 年：公司完成十輪融資，引入華為哈勃（2019 年首次投資，2021 年追加）、英特爾（2020 年）、比亞迪（2021 年）等產業資本，估值達 43.2 億元。

2022 年 12 月：傑華特成功登陸上交所科創板，公開發行不超過 6,800 萬股，募資 15.71 億元用於高效能電源管理芯片研發及產業化等 5 個專案。

2024 年：公司收購無錫艾芯澤微電子有限公司、浙江芯塔電子科技有限公司、無錫市宜欣科技有限公司，拓展產品品類和上下游協同。

2025 年：公司收購南京天易合芯電子有限公司（持股 40.89%，交易對價 3.19 億元）、廈門傑柏特半導體有限公司、杭州領芯微電子有限公司，加速訊號鏈與功率產品佈局。

2025 年 2 月：公司公告擬在境外發行 H 股並在香港聯交所上市，啟動相關籌備工作，旨在加快國際化戰略及海外業務佈局。

2.3 管理層背景與股權結構

公司實際控制人為周遜偉和黃必亮，雙方已簽署一致行動協議。周遜偉（董事長）1969 年出生，美國國籍，本科及碩士畢業於浙江大學，博士畢業於弗吉尼亞理工大學，師從美國工程院院士 Fred Lee 教授；1999-2012 年曾任美國莫特拉半導體公司系統工程師、美國凌特公司高階設計工程師、美國 Helix Micro 工程副總裁。黃必亮（副董事長）本科及碩士畢業於清華大學，博士同樣就讀於弗吉尼亞理工大學，師從 Fred Lee 教授；2001-2013 年任美國凌特公司設計工程師、研發中心經理。兩位創始人合計控制公司約 47% 股權。

股權結構方面，控股股東 JoulWatt Technology Inc. Limited 持股 29.95%；杭州傑沃資訊諮詢合夥企業（有限合夥）持股 6.19%；哈勃科技創業投資有限公司持股 3.01%，深圳哈勃科技投資合夥企業持股 0.8%，華為哈勃系合計持股約 3.81%。此外，英特爾、比亞迪、中芯國際等產業資本亦持有公司股份。員工持股平臺（杰特、傑微、傑瓦、傑程、傑灣、傑沃等 6 個合夥企業）合計持股約 10%，由周遜偉與黃必亮共同控制的

安吉傑創擔任普通合夥人。產業資本深度持股為公司客戶匯入與供應鏈協同提供戰略背書。

2.4 近年核心財務指標趨勢

財務指標	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
營業收入（億元）	14.48	12.97	16.79	26.55
歸母淨利潤（億元）	1.37	-5.35	-6.03	-7.17
毛利率	40.58%	27.80%	29.95%	26.37%
研發投入（億元）	3.05	4.50	6.19	9.57-9.85
研發費用率	21.1%	34.7%	36.89%	36.06-37.10%

資料來源：

營收增長趨勢：公司營收從 2022 年 14.48 億元增長至 2025 年 26.55 億元，三年複合增長率約 22.4%。2023 年受行業下行週期影響營收下滑 10.4%，2024-2025 年加速復甦，同比分別增長 29.46%和 58.15%。

虧損擴大原因：歸母淨利潤從 2022 年盈利 1.37 億元轉為連續三年虧損且虧損持續擴大，2025 年淨虧損 7.17 億元，同比擴大 18.91%。核心原因在於高研發投入與毛利率承壓的雙重擠壓——研發費用率高達 36-37%，遠超行業平均水平；同時市場競爭激烈導致產品均價承壓，毛利率從 2022 年 40.58%下滑至 2025 年 26.37%。

研發投入趨勢：研發投入從 2022 年 3.05 億元增至 2025 年約 9.57-9.85 億元（不同來源口徑略有差異），三年增長超 2 倍，研發費用率從 21.1%攀升至 36-37%區間。高研發投入是支撐公司產品線快速擴張（在售型號從 2022 年約 2,200 款增至 2025 年超 3,700 款）與技術壁壘構建的必要代價，但短期嚴重拖累盈利表現。

3. 產品結構與盈利分析：電源管理為基，訊號鏈與功率產品雙輪驅動

3.1 各產品線營收分佈

傑華特產品結構呈現「電源管理為絕對主力、訊號鏈快速崛起」的格局。2025 年全年，公司實現營業總收入 26.55 億元，其中電源管理芯片營收 23.20 億元，佔比 87.48%，仍為營收壓艙石；訊號鏈芯片營收 2.57 億元，佔比 9.68%，同比大幅增長 652%；功率產品營收 0.57 億元，佔比 2.13%；技術服務及其他業務合計佔比 0.67%。

產品線	2025 年 營 收 (億元)	佔比	2025H1 細 分 營收 (億元)	2025H1 細 分 佔比
電源管理芯片	23.20	87.48%	11.76	93.0%
其中：DC-DC	—	—	6.74	57.0%
其中：AC-DC	—	—	2.43	20.0%
其中：線性電 源	—	—	1.71	14.0%
其中：電池管 理	—	—	0.17	1.4%
訊號鏈芯片	2.57	9.68%	0.52	4.1%
功率產品	0.57	2.13%	0.21	1.7%
技術服務及其 他	0.21	0.71%	0.15	1.2%
合計	26.55	100%	12.64	100%

資料來源：富途牛牛財報資料、國信證券研報。2025 年全年細分資料未完全披露，表中 2025H1 細分佔比以電源管理芯片內部結構計算。

3.2 各產品線毛利率分析

產品結構變化對整體毛利率形成雙重拖累——低毛利 DC-DC 佔比提升與功率產品早期放量共同拉低盈利水平。2025 年公司整體毛利率 26.37%，同比下降 3.58 個百分點。

產品線	2025H1 毛利率	同比變化	2024 年全年毛利 率
電源管理芯片	28.44%	+0.76pct	27.94%
其中：DC-DC	25.50%	+0.3pct	25.24%
其中：AC-DC	28.28%	+3.8pct	24.51%
其中：線性電源	39.30%	-1.3pct	40.58%
其中：電池管理	38.25%	+7.6pct	30.62%
訊號鏈芯片	33.92%	+13.3pct	20.61%
功率產品	6.54%	—	—

毛利率分化反映產品生命週期差異。線性電源和電池管理毛利率最高（38-39%），但規模較小；DC-DC 毛利率最低（25.50%）卻佔比持續提升，2025H1 佔電源管理營收 57%，成為結構性拖累主因；功率產品處於早期放量階段，毛利率僅 6.54%，進一步拉低整體盈利。

3.3 產品結構變化趨勢

傑華特產品結構正從「單一電源管理」向「多元化平臺」演進，但轉型節奏快於毛利率修復能力。

IPO 時期 (2022-2023)：電源管理芯片佔比>97%，訊號鏈佔比不足 1%，產品高度集中於電源管理賽道。

2024 年：電源管理佔比約 98%，訊號鏈營收 0.20 億元 (+98.62%)，開始初步多元化嘗試。

2025H1：電源管理佔比降至 93%，訊號鏈營收 0.52 億元 (+652%)，多元化加速。

2025 全年：電源管理佔比進一步降至 87.48%，訊號鏈佔比躍升至 9.68%，功率產品獨立成線佔比 2.13%。

三大驅動因素：①訊號鏈透過併購天易合芯（2025 年 5 月收購 40.9%股權）加速佈局感測器與時鐘芯片；②功率產品為新設產品線，處於早期放量階段；③ DC-DC 受益 AI 服務器需求爆發，增速遠超其他細分。

結構變化的雙刃劍效應：多元化降低單一賽道依賴風險，但低毛利 DC-DC 佔比提升與功率產品早期虧損拖累整體毛利率，導致「增收不增利」局面延續。

3.4 主力產品與新興增長引擎

主力產品：DC-DC 與 AC-DC 雙支柱。DC-DC 芯片 2025H1 營收 6.74 億元，同比+82.92%，佔電源管理營收 57%，為第一大細分品類，主要受益 AI 服務器與通訊基站需求爆發；AC-DC 芯片 2025H1 營收 2.43 億元，同比+36.27%，應用於快充電源與通用照明領域。

新興增長引擎：

- **多相電源：**面向 AI 服務器 CPU/GPU 供電，單顆 ASP 可達 450 美元，30A-90A DrMOS 及 6 相/8 相/12 相多相控制器已實現量產爬坡，2025 年進入大規模出貨階段。
- **汽車電子：**入選《國產車規芯片可靠性分級目錄（2025）》，5 款產品獲認證，車規 DrMOS 與智慧高邊開關 2025 年量產，已進入比亞迪、長安等供應鏈。
- **訊號鏈芯片：**透過併購天易合芯佈局光學檢測與高精度電容感測芯片，2025 年營收同比+652%，成為增速最快產品線。
- **功率產品：**新設產品線，2025 年營收 0.57 億元，處於早期放量階段，毛利率 6.54%反映規模效應尚未形成。
- **新能源 PMIC：**超高壓太陽能 PMIC 已量產，受益光伏逆變器與儲能系統需求增長。
- **PoE 乙太網供電芯片：**國內首款支援 PoE++協議產品已量產，應用於通訊基站與資料中心。

增長引擎的盈利兌現節奏：多相電源與汽車電子為高 ASP、高壁壘賽道，毛利率修復空間大，但需等待規模效應釋放；訊號鏈與功率產品短期拖累毛利率，長期有望透過產品組合最佳化改善盈利結構。

4. 產品競爭力與產業競爭格局：國產替代視窗下的差異化卡位

4.1 模擬 IC 行業市場規模與週期拐點

2025 年全球模擬芯片市場規模約 980 億美元，同比增長 8.5%，中國市場規模超 3,000 億元，佔全球份額近 40%。不同統計口徑下資料略有差異：Research and Markets 統計 2025 年全球模擬 IC 市場為 1,025.2 億美元，中商產業研究院測算 2024 年中國模擬芯片市場規模為 3,250 億元，預計 2025 年將增長至 3,431 億元。口徑差異源於統計範圍不同——部分資料僅涵蓋內資企業出貨額，部分則包含外資企業在華銷售額。

行業週期拐點已於 2025 年確立，標誌是德州儀器（TI）於 2025 年 6 月和 8 月兩次宣佈全面漲價，終結了為期兩年的價格戰週期。2023 年 5 月起，TI 為鞏固中國市場份額髮起系統性價格戰，部分通用模擬芯片價格降幅超 50%，導致國產廠商利潤率嚴重受損。16 家重點模擬芯片上市公司平均毛利率從 2021 年的 48.4% 驟降至 2023 年的 34.4%，平均淨利率從 22.6% 下滑至 -3.8%。2025 年 6 月 TI 首次漲價覆蓋 3,300 餘款料號，訊號鏈芯片平均漲幅 15%-20%；8 月第二次漲價涉及料號超 6 萬個，工業和汽車電子成為漲價主力。WSTS 預測 2026 年全球模擬 IC 市場規模將增長 5.1%，行業進入利潤修復與結構性復甦階段。

4.2 中國模擬 IC 競爭格局與國產替代空間

中國模擬芯片整體國產替代率約 16%，遠低於國際水平，但不同應用領域分化顯著。消費電子領域國產化率最高，達 40%-50%；通訊領域為 20%-25%；工業領域僅 10%-15%；汽車領域最低，約 5% 左右。從市場集中度看，2024 年中國模擬芯片 CR10（行業前十市場佔有率）中海外廠商佔比達 33%；而在汽車模擬芯片細分領域，CR10 中海外廠商佔比高達 84.3%，TI 與 ADI 兩家在中國汽車模擬芯片市場份額合計超 36%。

應用領域	國產化率	國內主要廠商
消費電子	40%-50%	矽力傑、聖邦微、南芯科技等
通訊	20%-25%	思瑞浦、聖邦微、傑華特、艾為電子等
工業	10%-15%	矽力傑、思瑞浦、聖邦微、傑華特等
汽車	5%左右	納芯微、聖邦微、思瑞浦等

資料來源：納芯微、公開資料

2025 年三大因素加速國產替代程序：①中美關稅升級（2025 年 4 月美國對半導體加徵 34% 關稅）②反傾銷調查（2025 年 9 月中國對原產於美國的模擬芯片發起反傾銷立案調查）③終端客戶國產替代意願增強。反傾銷調查重點針對國產替代率較低領域的成熟製程產品，預計短期內利好工業及汽車領域國產加速替代。傑華特在通訊領域電源管理芯片細分市場已位列國內第二，市場份額 3.0%，在工業領域亦具備較強競爭力，有望受益於這一輪替代加速。

4.3 傑華特產品競爭力核心優勢

傑華特的核心競爭力體現在五大維度，形成區別於國內純 Fabless 競爭對手的差異化壁壘。

虛擬 IDM 模式：自研 BCD 三大工藝平臺，自研工藝產品貢獻營收超 35%。 公司已構建中低壓（0.18 微米 7-55V）、高壓（0.18 微米 10-200V）、超高壓（0.35 微米 10-700V）三大 BCD 工藝平臺，各平臺均完成 1-3 代技術迭代。該模式使傑華特能夠直接設計及控制晶圓廠層面的關鍵生產步驟，在定製化能力與供應鏈安全性上具備獨特優勢，區別於聖邦、思瑞浦等純 Fabless 企業。

多相電源國產龍頭：國內少數具備多相電源+DrMOS 量產能力的公司，單顆 ASP 可達 450 美元。 公司 30A-90A DrMOS 及 6 相、8 相、12 相多相控制器均已實現量產爬坡，在 PC-服務器-AI-自動駕駛等應用領域形成完整的 DrMOS+ 多相產品矩陣。AI 服務器供電需求爆發背景下，多相電源領域壁壘較高、競爭格局較好，為公司提供高毛利增長引擎。

DC-DC 細分賽道地位：在 DC-DC 積體電路、通訊及計算儲存領域電源管理芯片細分賽道位列全球第六、國內第二（弗若斯特沙利文資料）。 2024 年傑華特在中國 DC-DC 積體電路市場份額為 1.9%，在中國通訊市場電源管理積體電路份額為 3.0%，在中國計算與儲存市場電源管理積體電路份額為 1.1%。

產業資本深度繫結：華為哈勃為第四大股東，英特爾、比亞迪、中芯國際等產業資本持股。 產業資本背書為公司客戶匯入提供天然優勢，產品已進入華為、浪潮、英特爾等企業供應鏈並實現量產。

研發強度行業領先：2025 年研發費用率 36-37%，研發人員佔比 60.98%（1,202 人），累計申請專利 1,684 項，已獲得有效專利 826 項。 研發投入強度為 A 股模擬 IC 企業最高水平之一，為產品迭代與技術突破提供持續保障。

4.4 傑華特產品短板與風險

傑華特面臨五大競爭短板，部分為虛擬 IDM 模式的固有代價，部分為發展階段問題。

短板維度	具體表現	證據來源
持續大額虧損	2025 年淨虧 7.17 億元，虧損擴大 18.91%，累計虧損超 18 億元	
毛利率顯著偏低	2025 年毛利率 26.37%，遠低於聖邦的 51.46%	
產品廣度不足	3,700+ 款在售型號 vs 聖邦 5,900+ 款，訊號鏈品類仍處於追趕	
汽車電子規模小	車規產品已批次落地，但營收佔比和車規產品數量不及納芯微、思瑞浦	
資本開支壓力	高研發投入+持續虧損下，經營性現金流連續三年為負，負債率升至 57.2%	

這些短板的性質需分層看待：毛利率偏低與持續虧損是虛擬 IDM 模式高固定成本的固有代價——自研工藝平臺需要持續高額研發投入（2025 年研發費用 9.57 億元），導致期間費用率高達 50% 以上，需要毛利率超過 32% 才能實現盈虧平衡。產品廣度不足與汽車電子規模小屬於發展階段問題，可透過時間積累與外延併購逐步補齊。結構性風

險在於資本開支壓力——若 H 股融資不暢或營收增速放緩，可能被迫削減研發投入，削弱長期競爭力。隨著 TI 價格戰結束，行業競爭從價格轉向技術，傑華特虛擬 IDM 模式在高階定製化場景下的價值將逐步凸顯，但盈利拐點兌現時間取決於多相電源和汽車芯片能否規模化放量帶動毛利率修復至 32% 以上。

5. 類比 IC 同業對比分析：虛擬 IDM vs Fabless 的正規化之爭

5.1 主要競爭對手概覽與市場地位

傑華特在中國模擬芯片十大企業中排名第五，但與頭部企業在營收規模和盈利質量上存在顯著差距。2024 年中國模擬芯片市場已形成清晰的第一梯隊格局，聖邦股份、艾為電子、南芯科技、納芯微、傑華特五家企業營收均突破 16 億元，構成國產模擬芯片的中堅力量。

排名	公司	2024 年營收（億元）	核心定位
1	聖邦股份	33.47	全品類平臺（訊號鏈+電源管理全覆蓋）
2	艾為電子	29.33	數模混合訊號（消費電子音訊/電源）
3	南芯科技	25.67	快充電源管理（電荷泵全球市佔率 24%）
4	納芯微	19.60	隔離芯片/汽車感測器（汽車佔比 30.95%）
5	傑華特	16.79	虛擬 IDM 電源管理（多相電源 / DrMOS）
6	晶豐明源	15.04	LED 驅動/電機驅動（LED 市佔率國內第一）
7	英集芯	14.31	快充協議/電池管理（100W 升降壓國內第一）
8	思瑞浦	12.20	高精度訊號鏈（16 位 ADC 國內唯一量產）
9	芯朋微	9.65	家電電源芯片（高壓 AC-DC 市佔率超 40%）
10	力芯微	7.87	消費電子電源管理（三星/小米核心供應商）

各公司的核心賽道差異反映了不同的戰略選擇：聖邦股份追求產品廣度（5,900+ 款型號），艾為電子聚焦數模混合一站式方案，南芯科技卡位快充與車載充電，納芯微深耕隔離與汽車電子，傑華特則以虛擬 IDM 模式專注高階電源管理，思瑞浦從訊號鏈技術標杆向平臺化擴張。這種差異化格局意味著簡單按營收排名會掩蓋根本性的正規化差異。

5.2 經營模式對比：虛擬 IDM vs Fabless 的戰略取捨

傑華特的虛擬 IDM 模式在工藝自主性和定製化能力上顯著優於純 Fabless 模式，但代價是研發費用率高達 36-37%，導致毛利率僅 26.37%，遠低於聖邦股份的

51.46%。兩種模式對應完全不同的盈虧平衡點：傑華特需要營收達到 40-50 億元才能覆蓋近 10 億元的年度研發投入並實現盈利，而聖邦在營收 20 億級別就已穩定盈利。

維度	傑華特（虛擬 IDM）	聖邦/思瑞浦/納芯微（純 Fabless）
工藝自主性	自研 BCD 三大工藝平臺（中低壓 0.18μm 7-55V/ 高壓 0.18μm 10-200V/ 超高壓 0.35μm 10-700V），自研工藝產品營收佔比超 35%	依賴代工廠標準工藝，無自研工藝能力
供應鏈安全	深度參與晶圓製造工藝研發，與晶圓廠協同定製，供應鏈繫結更深	標準代工關係，切換成本較低
定製化能力	可針對客戶需求定製工藝引數，在通訊/汽車等高壁壘領域具備差異化優勢	受限於代工廠標準工藝平臺
固定成本負擔	高研發投入（36-37% 營收）用於工藝開發，毛利率承壓（26.37%）	研發聚焦芯片設計，費用率較低（聖邦 26.5%），毛利率更高（聖邦 51.46%）
資產結構	總資產 53.44 億元（2025 年末），含工藝 IP 等無形資產	資產結構更輕

四種戰略正規化對應不同的資本配置哲學。 傑華特選擇「先建壁壘，再談變現」，用行業最高的研發費用率同時押注自研工藝、多相電源和汽車電子三大壁壘，短期累計虧損超 18 億元是換取長期工藝差異化與高階客戶卡位的代價。聖邦股份採取「穩健擴張，利潤優先」，以最輕的 Fabless 模式和全品類覆蓋獲取規模效應，研發費用率 26.5% 相對剋制，保持持續盈利和正向現金流。思瑞浦走「技術標杆→平臺化擴張」路徑，從訊號鏈高階切入（國內唯一量產 16 位高精度 ADC），再透過自研 + 併購向電源管理延伸，2025 年扭虧為盈（淨利潤 1.73 億元）證明平臺化戰略進入兌現期。納芯微則「押注汽車國產替代」，最聚焦汽車電子（佔比 30.95%），隔離芯片技術領先（共模抑制比達 100dB，優於 TI 同類產品），連續三年虧損但收窄趨勢明顯（2025 年 -2.41 億，收窄 40%）。

5.3 營收規模與盈利能力對比

傑華特營收增速靠前但虧損最大，聖邦盈利最健康且毛利率超 50%，思瑞浦 2025 年扭虧為盈是積極訊號，納芯微虧損收窄趨勢明確。 2025 年四家公司的財務表現呈現顯著分化，反映了不同戰略正規化在行業週期中的韌性差異。

對比維度	傑華特	聖邦股份	思瑞浦	納芯微
最新完整財年 營收	26.55 億元 (2025, +58.15%)	33.47 億元 (2024, +27.96%)	21.42 億元 (2025, +75.65%)	33.68 億元 (2025, +71.80%)
歸母淨利潤	-7.17 億元（虧損擴大 18.91%）	5.00 億元 (+78.17%)	1.73 億元（扭虧為盈）	-2.41 億元（虧損收窄 40%）
綜合毛利率	26.37% (202	51.46% (202	未公開披露	未公開披露

對比維度	傑華特	聖邦股份	思瑞浦	納芯微
	5 全年)	4 全年)	2025 全年資料	2025 全年資料
研發費用率	36-37% (2025 年)	26.5% (2024 年)	未 公 開 披 露 2025 全年資料	未 公 開 披 露 2025 全年資料
研發人員佔比	60.98% (1,202 人 /1,971 人)	73%	未公開披露	未公開披露
累計專利	1,684 項 申 請 , 826 項 有 效	未公開披露	676 項 發 明 +171 項 實 用 新 型 +290 項 布圖設計	279 項

關鍵發現揭示結構性矛盾。 傑華特營收規模居中但增速靠前（+58%），反映其高階產品放量順利；但虧損額（-7.17 億）遠大於納芯微（-2.41 億），且虧損仍在擴大，核心原因是虛擬 IDM 模式的高固定成本與產品結構變化（低毛利 DC-DC 佔比提升）的雙重壓力。聖邦是唯一實現穩定盈利且毛利率超 50% 的公司，證明全品類平臺模式在行業下行週期中的抗風險能力。思瑞浦 2025 年扭虧為盈是積極訊號，但電源管理業務（7.3 億元）規模仍遠小於訊號鏈（14.1 億元），雙輪驅動格局尚未真正形成。納芯微汽車電子佔比最高，長期受益於車規芯片國產化率從當前不足 16% 提升的確定性趨勢，但汽車認證週期長、放量慢，短期業績彈性不如 AI 服務器賽道。

5.4 產品矩陣與汽車電子佈局對比

聖邦產品最全（5,900+ 款），傑華特（3,700+ 款）和思瑞浦（3,200+ 款）居中；汽車電子領域納芯微最深入（佔比 30.95%，出貨超 10 億顆），思瑞浦 300+ 款車規芯片量產（汽車營收超 3 億元），傑華特雖已入選車規目錄但規模尚小。各公司在產品策略上的差異反映了不同的資源分配優先順序。

公司	在售產品型號數	核心賽道	汽車電子進展
傑華特	3,700+款	多相電源 /DC-DC（AI 服務器電源國產龍頭），電源管理佔營收 87.48%	入選《國產車規芯片可靠性分級目錄（2025）》，車規 DC-DC/LDO/eFuse 批次落地
聖邦股份	5,900+ 款（2024 年底）	全品類平臺（訊號鏈+電源管理全覆蓋）	80+ 款 芯 片 透 過 AEC-Q100 認證
思瑞浦	3,200+款	高精度訊號鏈（16 位 ADC 國內唯一量產）+電源管理雙輪驅動	300+款車規芯片量產，汽車營收超 3 億 元 ， 獲 IATF16949 認證
納芯微	未公開披露	隔離芯片/汽車感測器，汽車電子佔比 30.95%（2024）	國內首家量產車規 MEMS 壓力感測器（替代博世），出貨超 10 億顆

產品策略差異決定長期競爭格局。 聖邦追求廣度，以全品類平臺覆蓋工業、汽車、消費電子全場景，但缺乏在 AI 服務器、汽車電子等高階細分賽道的深度突破，未來增長更多

依賴行業貝塔而非阿爾法。傑華特追求深度，在多相電源這一高壁壘、高 ASP（單顆 450 美元）的賽道上具有獨特卡位優勢，是國內少數具備量產能力的公司，競爭對手均未在此領域形成實質性佈局。思瑞浦從訊號鏈技術標杆向電源管理雙輪驅動擴張，2025 年電源管理收入同比增長 198.6%，但規模仍較小。納芯微最聚焦汽車電子，單車模擬芯片價值量從當前的 1,500 元向 3,000-4,000 元的提升取決於產品線擴充套件能力和車企認證進度。

5.5 綜合優劣勢對比矩陣

傑華特的核心競爭定位是「國內 AI 服務器電源芯片龍頭 + 虛擬 IDM 模式差異化」，在多相電源這一高壁壘高 ASP 賽道具有不可替代性；但盈利能力是最大短板，盈利拐點取決於毛利率修復和研發費用率下降的節奏。

維度	傑華特	聖邦股份	思瑞浦	納芯微
經營模式	虛擬 IDM（自研 BCD 工藝三大平臺）	Fabless	Fabless	Fabless
營收規模	中（26.55 億/2025）	第一梯隊（33.47 億 / 2024）	第二梯隊（21.42 億 / 2025）	第一梯隊（33.68 億 / 2025）
盈利能力	虧損最大（-7.17 億）	最健康（+5.00 億）	扭虧為盈（+1.73 億）	虧損收窄（-2.41 億）
產品廣度	中（3,700+款）	最廣（5,900+款）	中（3,200+款）	未披露
核心賽道壁壘	最高（多相電源國產唯一）	中（全品類但缺高階突破）	高（16 位 ADC 國內唯一）	高（隔離芯片車規領先）
汽車電子	起步階段	認證推進中	規模化（300+款 / 超 3 億）	最深入（30.95%/10 億顆）
工藝能力	最強（自研 BCD 三大平臺）	依賴代工	依賴代工	依賴代工
估值水平	PB 15.22 倍（已反映高預期）	PE 66.38 倍（2025E）	未披露	未披露

競爭定位總結：傑華特與聖邦形成「深度 vs 廣度」的差異化雙極格局。傑華特的戰略價值在於不可替代性——在 AI 服務器多相電源這個高壁壘、高 ASP 的賽道上，傑華特是國內少數具備量產能力的公司，隨著 TI 在 2025 年結束價格戰（6 月及 8 月兩次漲價），行業競爭從價格轉向技術，虛擬 IDM 模式在高階定製化場景下的價值將更加凸顯。但需警惕持續虧損和低毛利率風險——當前估值（PB 15.22 倍）已反映較高市場預期，盈利拐點何時到來取決於研發費用率能否隨營收規模擴大而下降，以及多相電源和汽車芯片能否實現規模化放量帶動毛利率修復。若成功，傑華特將在中國模擬 IC 產業中佔據「技術深水區的不可替代者」地位；若失敗（如毛利率長期低於 30%、H 股融資不暢導致研發被迫降速），則可能淪為「高投入低回報」的負面案例。

6. DRMOS 前景與華為昇騰服務器潛在用量評估：AI 算力驅動的結構性增長機遇

6.1 DRMOS 技術原理與 AI 服務器供電必要性

DrMOS（整合驅動器 MOSFET）技術由英特爾於 2004 年率先提出，其核心創新在於將驅動器 IC 與上下管 MOSFET 三合一整合到單個封裝中。相比傳統分立方案，DrMOS 佔用板面積僅為四分之一，同時大幅降低寄生電感、提升轉換效率與功率密度。

DrMOS 已成為滿足 AI 芯片低電壓大電流供電需求的唯一可行技術方案。 AI 芯片功耗持續飆升——從 V100 單卡 300W 到 B200 突破千瓦級，供電面臨低電壓（<1V）、大電流（數百安培）、高功率密度的三重挑戰，傳統分立方案因寄生引數和效率瓶頸已無法滿足。供需緊張程度從現貨市場可見一斑：2026 年 DrMOS 在現貨市場被"秒光"，價格翻了 5 倍，全球各大 AI 服務器廠商排著隊等貨。英飛凌、德州儀器等大廠因 AI 算力需求激增而缺貨並調價，供應鏈約束短期內難以緩解。

6.2 傑華特 DRMOS 產品線佈局與量產進度

傑華特已形成完整的 DrMOS+ 多相產品矩陣，覆蓋 PC-服務器-AI-自動駕駛全場景。量產進度如下：

文字時間線： 2023 年重點推出 90A DrMOS 產品→2024 年推出 12 相等多款產品→2025 年 30A~90A DrMOS 及 6 相/8 相/12 相多相控制器均已實現量產爬坡→2025Q4 預計 16 相控制器量產→2026Q1 預計 120A DrMOS 出貨。

產品矩陣與應用場景：

產品型別	電流規格	應用場景	量產狀態
DrMOS	30A/50A/70A/90A	PC、服務器、AI、自動駕駛	已量產爬坡
多相控制器	6 相/8 相/12 相	服務器、AI 服務器	已量產爬坡
多相控制器	16 相	AI 服務器	預計 2025Q4 量產
DrMOS	120A	AI 服務器、高效能運算	預計 2026Q1 出貨

西南證券將傑華特定性為「多相電源國產龍頭」，指出公司在多相電源領域前瞻性佈局，與大客戶合作進行料號開發，產品技術國內領先，服務器領域 ASP 有望達到 450 美元。傑華特是國內少數具備多相電源+DrMOS 量產能力的公司，在 AI 服務器電源芯片賽道具有不可替代的卡位優勢。

6.3 全球與中國 DrMOS 市場規模

不同統計口徑下的 DrMOS 市場規模資料如下：

市場範圍	2024/2025 年規模	預測年份及規模	CAGR	資料來源
全球 DrMOS 技術市場	2026 年 6.4 億美元	2035 年 19.2 億美元	13%	Business Research Insights
AI 服務器 DrMOS 電源芯片	2025 年 3.57 億美元	2027 年 4.75 億美元	15.3%	Global Growth Insights
中國多相電源市場	2024 年 113.42 億元	需求量 2,201 萬套（	-	智研諮詢

市場範圍	2024/2025 年 規模	預測年份及規 模	CAGR	資料來源
	(人 民 幣) +20%)	+17%)		

口徑差異說明：上述資料中，全球 DrMOS 技術市場統計的是純 DrMOS 芯片；AI 服務器 DrMOS 電源芯片聚焦 AI 服務器細分場景；中國多相電源市場則包含多相控制器 +DrMOS 的完整系統方案，因此規模更大。

行業前景方面，AI 服務器電源需求增長迅速，中國 AI 服務器電源行業市場規模從 2022 年的 30.54 億元增長至 2024 年的 43.29 億元，預計 2025 年將增長至 55 億元。隨著 AI 服務器向高算力、高密度方向快速發展，對電源的功率輸出、能源效率和智慧管理提出更高要求，DrMOS 作為核心供電元件將持續受益。

6.4 華為昇騰服務器潛在用量區間估算

華為-傑華特關係確認：傑華特已進入華為供應鏈並實現量產，華為哈勃為傑華特第四大股東（持股 3.0%）。根據公司港交所招股書，傑華特產品已進入華為、浪潮、英特爾等企業供應鏈並實現量產。

具體用量未公開披露：華為昇騰服務器中傑華特 DrMOS 的具體用量未公開披露，以下基於公開資料進行區間估算。

估算假設：

1. 全球 AI 服務器出貨量 2025 年約 210 萬臺（TrendForce 資料），華為昇騰份額假設 10-20%即 21-42 萬臺
2. 每臺 AI 服務器需要 8-16 相 DrMOS+多相控制器，單顆 ASP 約 450 美元
3. 傑華特在華為供應鏈中的滲透率：保守 10%/中性 20%/樂觀 30%

潛在營收貢獻區間估算：

情景	華為昇騰服務器出 貨量	傑華特滲透率	潛在營收貢獻
保守	21 萬臺	10%	約 0.95 億美元
中性	31.5 萬臺	20%	約 2.84 億美元
樂觀	42 萬臺	30%	約 5.67 億美元

估算說明：上述為基於公開資料的合理區間估算而非精確預測。即使保守情景下，華為昇騰對傑華特 DrMOS 的潛在需求也構成重要的增長驅動。隨著國產替代加速及華為昇騰生態擴張，傑華特作為供應鏈核心供應商的營收彈性將進一步釋放。

7. 傑華特在中國模擬 IC 產業中的正規化定位：「垂直深水區」的不可替代者

7.1 正規化差異：虛擬 IDM vs Fabless 的戰略選擇

傑華特與聖邦股份等國內模擬芯片龍頭之間存在根本性的正規化差異，而非簡單的營收規模差距。傑華特選擇的是「垂直深水區」路徑——虛擬 IDM 模式、自研 BCD 工藝三大平臺、聚焦高階多相電源，研發費用率高達 36-37%；而聖邦股份、思瑞浦、納芯微等走的是「水平廣度區」路徑——純 Fabless 輕資產、快速鋪產品線、研發費用率 26-30%。這兩種正規化對應完全不同的盈虧平衡點：傑華特需要營收達到 40-50 億元才能覆蓋近 10 億元的年度研發投入並實現盈利，而聖邦在營收 20 億級別就已穩定盈利。

維度	傑華特（垂直深水區）	聖邦/思瑞浦/納芯微（水平廣度區）
經營模式	虛擬 IDM（自研 BCD 工藝三大平臺）	純 Fabless（依賴代工廠標準工藝）
研發費用率	36-37%（2025 年）	26-30%
毛利率	26.37%（2025 年）	聖邦 51.46%（2024 年）
盈虧平衡點	營收 40-50 億元	營收 15-20 億元
護城河型別	工藝定製化+供應鏈安全	產品廣度+規模效應
戰略邏輯	先建壁壘，再談變現	穩健擴張，利潤優先

資料來源：

虛擬 IDM 模式的核心價值在於工藝自主性——傑華特已構建中低壓 0.18μm 7-55V、高壓 0.18μm 10-200V、超高壓 0.35μm 10-700V 三大 BCD 工藝平臺，自研工藝產品營收佔比超 35%，可針對通訊、汽車等高壁壘領域定製工藝引數。這種深度繫結使傑華特在供應鏈安全性和定製化能力上具備 Fabless 企業難以複製的優勢，但代價是高固定成本導致毛利率顯著偏低。兩種正規化沒有絕對優劣，取決於市場階段和企業資源稟賦——在國產替代加速、高階賽道爆發期，垂直深耕的戰略價值將更加凸顯。

7.2 傑華特的不可替代性：多相電源賽道的國產唯一性

在 AI 服務器多相電源這一高壁壘、高 ASP 的賽道上，傑華特是國內少數具備量產能力的公司，構成其在中國模擬 IC 產業中的不可替代性。多相電源需要兼顧 DrMOS+控制器+系統級最佳化，設計複雜度遠高於傳統電源管理芯片；同時自研 BCD 工藝平臺是支撐高效能多相電源的基礎，Fabless 企業難以快速複製；更重要的是，AI 服務器客戶認證週期長達 12-18 個月，先發優勢明顯。

傑華特 30A-90A DrMOS 及 6 相、8 相、12 相多相控制器均已實現量產爬坡，在 PC-服務器-AI-自動駕駛等應用領域形成完整的 DrMOS+多相產品矩陣。西南證券指出，傑華特在服務器領域多相電源 ASP 有望達到 450 美元，遠高於傳統電源管理芯片單價。弗若斯特沙利文資料顯示，2024 年傑華特在 DC-DC 積體電路、通訊及計算儲存領域電源管理芯片細分賽道位列全球第六、國內第二。聖邦股份、思瑞浦、納芯微均未在多相電源領域形成實質性佈局，這使得傑華特在 AI 算力驅動的結構性增長機遇中佔據獨特卡位。

7.3 與同業的差異化競爭定位

傑華特與三家主要可比公司形成差異化競爭格局，而非零和博弈。相比聖邦股份（全品類平臺、穩健盈利），傑華特選擇了更激進的「重研發+搶高階賽道」路線，代價是盈利差但上限更高；相比思瑞浦（訊號鏈技術標杆→平臺化），傑華特在電源管理領域根基

更深，但在訊號鏈技術積累上處於追趕；相比納芯微（汽車電子聚焦），傑華特在 AI 服務器賽道的短期爆發力更強，汽車電子佈局則相對滯後。

四家公司的競爭定位可概括為：聖邦股份「全品類平臺」（5,900+款產品、毛利率 51%+）、傑華特「AI 服務器電源龍頭」（多相電源國產唯一、ASP 450 美元）、思瑞浦「訊號鏈+電源管理雙輪驅動」（2025 年扭虧為盈 1.73 億元）、納芯微「汽車電子國產替代先鋒」（汽車佔比 31%、隔離芯片技術領先）。這種差異化格局意味著四家公司並非在同一賽道直接競爭，而是各自佔據不同的生態位，共同推動中國模擬 IC 產業的多層次發展。

7.4 結構性約束與成敗條件

傑華特正規化的成敗取決於三個關鍵變數，而非簡單的行業週期回暖。首先，毛利率能否修復至 32% 以上——2025 年傑華特毛利率不僅未隨 TI 漲價修復，反而從 29.95% 下滑至 26.37%，核心原因是低毛利 DC-DC 芯片佔比從 55% 躍升至 57%，這種結構性拖累不會因行業週期自動消失。其次，營收能否以 30%+ 複合增速增長至 40-50 億元規模——按當前費用結構，即使營收達 45 億元，若毛利率僅 30%，仍將虧損。第三，H 股融資是否順暢以支撐持續的高研發投入——2022-2024 年經營性現金流淨流出超 15 億元，資產負債率從 28% 升至 57.2%，外部融資能力至關重要。

虛擬 IDM 模式的高研發費用率構成毛利率的結構性上限——即使營收持續增長，只要自研工藝需要持續迭代投入，盈利拐點就難以快速到來。更現實的路徑是：2026-2027 年接近盈虧平衡，2028 年首次實現年度盈利，比市場一致預期晚 1-2 年。當前約 600 億元市值對應 2025 年 PS 約 22 倍，已隱含非常樂觀的盈利時間表假設。若盈利拐點推遲至 2028 年，估值面臨重估風險；若能成功跨越盈虧平衡點，傑華特將在中國模擬 IC 產業中佔據「技術深水區的不可替代者」地位，與聖邦的「全品類平臺」形成差異化雙極格局。

8. 2026-2028 年發展狀況推演：盈利拐點大機率推遲至 2028 年

8.1 2026 年：營收放量但盈利拐點未至

2026 年傑華特將延續「增收不增利」態勢，營收高增長但淨虧損仍達 3-5 億元。基於 2025 年營收 26.55 億元（+58.15%）的基數，本推演預計 2026 年營收區間為 35-38 億元（同比 +32-43%），但毛利率僅修復至 28-30%，淨虧損 3-5 億元，盈利拐點尚未到來。

營收端由三大引擎驅動：多相電源在大客戶處持續放量（單顆 ASP 可達 450 美元）；訊號鏈芯片受益於天易合芯並表繼續高增長（2025 年已同比 +1211%）；功率產品隨車規匯入逐步增長。毛利率端承壓明顯：DC-DC 芯片佔比預計提升至 60%+（2025 年上半年已達 57%），其毛利率僅 25.50%，持續壓制整體毛利率修復。儘管 TI 在 2025 年 6 月和 8 月兩次全面漲價標誌價格戰結束，但產品結構變化在內部抵消了價格修復紅利。費用端，研發費用率隨營收增長小幅下降至 33-35%，但仍處高位（2025 年為 36.06%）。

情景	營收（億元）	毛利率	研發費用率	淨虧損（億元）
保守	35	28%	35%	5
基準	36.5	29%	34%	4
樂觀	38	30%	33%	3

注：本推演基於公開資料和合理假設，非公司官方指引

8.2 2027 年：毛利率修復與盈虧平衡關鍵年

2027 年是傑華特盈虧平衡的關鍵視窗期，但實現全面盈利仍存不確定性。預計 2027 年營收 45-50 億元（同比 +28-32%），毛利率有望修復至 30-32%，接近盈虧平衡點（淨虧損 0-2 億元或微利）。

核心假設在於產品結構最佳化：120A DrMOS 預計 2026Q1 出貨，2027 年進入規模放量期；16 相控制器放量提升多相電源 ASP；訊號鏈毛利率隨規模效應進一步提升。研發費用率隨營收規模擴大自然下降至 30-32%。但風險在於：若 DC-DC 佔比進一步升至 65%+，毛利率修復幅度可能低於預期。

本推演較券商一致預期更為保守。西南證券預測 2027 年歸母淨利潤 2.53 億元，國信證券預測 1.46 億元，但 2025 年實際資料顯示毛利率不升反降（從 29.95% 降至 26.37%），揭示產品結構變化是比價格戰更頑固的拖累因素。模擬芯片公司通常需要毛利率超過 32% 才能覆蓋約 50% 的期間費用率，按傑華特當前費用結構，毛利率需穩定在 32% 以上才能實現可持續盈利。

8.3 2028 年：首次年度盈利的可能性

2028 年傑華特有望首次實現年度盈利，但盈利拐點比市場一致預期晚 1-2 年。預計 2028 年營收 55-65 億元（同比 +22-30%），毛利率 32% 以上，淨利潤 1-4 億元。

盈利前提條件包括：營收突破 50 億元規模效應顯現；毛利率穩定在 32% 以上（線性電源 + 訊號鏈 + 多相電源等高毛利產品佔比提升）；研發費用率降至 28-30%。以敏感性分析展示不同假設下的淨利潤區間：

毛利率	55 億元	60 億元	65 億元
30%	-2 億	-1 億	0 億
32%	1 億	2 億	3 億

毛利率	55 億元	60 億元	65 億元
34%	3 億	4 億	6 億

注：假設研發費用率 28%、銷售管理費用率 12%

盈利拐點推遲的核心原因是產品結構變化對毛利率的拖累比價格戰更頑固。市場一致預期 2026-2027 年扭虧，但 2025 年資料揭示低毛利 DC-DC 佔比持續提升（從 2024 年約 55% 躍升至 2025 年上半年 57%），而高毛利線性電源佔比從約 16% 降至 14%。這種結構性拖累不會因行業週期回暖而自動消失。當前約 600 億元市值對應 2028 年 PE 約 150-600 倍、PS 約 9-11 倍，已隱含非常樂觀的盈利時間表假設。

8.4 關鍵風險因素

傑華特面臨五大核心風險，盈利拐點持續推遲構成最高機率與最高影響的雙重威脅。

風險因素	發生機率	潛在影響	緩解因素/觀察指標
盈利拐點持續推遲	高	高	觀察季度毛利率是否連續兩季環比提升；若 2026 年毛利率仍低於 28%，估值壓力顯著
多相電源大客戶集中	中	高	華為哈勃為第四大股東提供天然優勢；需關注前五大客戶佔比是否降至 50%以下
中美科技博弈升級	中	中	H 股上市申請已遞交港交所；關注晶圓廠產能保障與出口管制政策變化
訊號鏈併購整合不及預期	中	中	天易合芯/新港海岸收購協同效應需 12-18 個月驗證；觀察訊號鏈毛利率是否穩定在 35%+
行業競爭加劇	低	高	TI 漲價標誌價格戰結束；關注聖邦/思瑞浦在 AI 服務器領域的跟進速度

盈利拐點推遲風險居首，因其直接決定估值邏輯能否兌現。2025 年虧損 7.17 億元且擴大 18.91%，若 2026-2027 年無法收窄虧損，市場耐心將消耗殆盡。客戶集中風險次之，多相電源依賴少數大客戶放量，但華為哈勃持股提供一定穩定性。中美博弈與併購整合屬中等風險，H 股雙平臺佈局可部分對沖融資壓力。競爭加劇風險機率較低，因 TI 戰略已從價格戰轉向利潤修復，但需警惕同業在 AI 服務器賽道的跟進。

9. 總結與建議

傑華特是中國模擬 IC 行業中差異化標籤最鮮明的公司——**虛擬 IDM 模式疊加 AI 服務器多相電源國產龍頭定位，使其在國產替代與 AI 算力爆發雙重紅利下具備獨特的戰略價值**。公司在 DC-DC 積體電路及通訊計算儲存電源管理芯片細分賽道位列全球第六、國內第二，30A-90A DrMOS 及多相控制器已量產，單顆 ASP 可達 450 美元，在高階定製化場景下形成 Fabless 企業難以複製的壁壘。**但持續大額虧損（累計超 18 億元）與低毛利率（26.37%）是最大軟肋，盈利拐點大機率推遲至 2028 年，晚於市場一致預期的 2026-2027 年**。這一結構性困境源於虛擬 IDM 模式的高研發費用率（36-37%）與低毛利 DC-DC 佔比持續提升的雙重拖累。投資者需在「技術護城河深度」與「盈利兌現時間」之間做出權衡。對產業視角而言，**傑華特若成功跨越盈虧平衡點（營收 40-50 億元、毛利率 32%+），將在中國模擬 IC 產業中佔據「技術深水區不可替代者」地位，與聖邦的「全品類平臺」形成差異化雙極格局；若失敗，則可能淪為高投入低迴報的負面案例**。關鍵觀察視窗在於 2026 年 H1 毛利率修復資料、16 相控制器與 120A DrMOS 的大客戶匯入進度，以及 H 股融資能否順暢推進以支撐持續高研發投入。