

## 宏达电子

300726

审慎增持 (维持)

## 钽电容增长稳健，横向拓展发力

2020年03月13日

## 市场数据

市场数据日期	2020-03-12
收盘价(元)	30.55
总股本(百万股)	400.10
流通股本(百万股)	110.23
总市值(百万元)	12223.06
流通市值(百万元)	3367.49
净资产(百万元)	1796.99
总资产(百万元)	1973.94
每股净资产	4.39

## 相关报告

《宏达电子 2019 年中报点评：营收快速增长，投资收益提升利润增速》2019-08-30  
《宏达电子 2018 年报点评：钽电容稳健增长，非钽电容业务迅速扩展》2019-03-29

## 分析师：

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

## 团队成员：

石康/张亚滨/黄艳/李博彦/李雅哲

## 主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	844	1021	1215	1437
同比增长(%)	32.7%	20.9%	19.0%	18.3%
净利润(百万元)	293	343	402	471
同比增长(%)	31.4%	17.2%	17.2%	17.1%
毛利率(%)	66.7%	66.7%	66.5%	66.3%
净利润率(%)	34.7%	33.6%	33.1%	32.8%
净资产收益率(%)	16.69%	16.36%	16.42%	16.35%
每股收益(元)	0.73	0.86	1.01	1.18
每股经营现金流(元)	0.21	0.41	1.82	0.74

## 投资要点

- 2019 年报：营收 8.44 亿元，同比增 32.65%；归母净利润 2.93 亿元，同比增 31.39%；扣非后归母净利润 2.43 亿元，同比增 12.82%。2020 年一季度业绩预告：盈利 3859.46 万元-4962.17 万元，同比下降 10%-30%。
- 钽电容稳健增长，非钽电容迅速扩张，整体毛利率、期间费用率基本持平。报告期内，公司钽电容业务营收 5.99 亿元 (YoY+15.81%)，占总营收的 70.96% (同比下降 10.31pct)；非钽电容业务实现营收 2.45 亿元，同比大幅增长 105.73%；公司整体毛利率略提升至 66.73%，同比上升 0.68pct，主要系非钽电容业务盈利能力逐步改善所致；期间费用共计 2.37 亿元，同比增长 34%，期间费用率 28.02%，同比上升 0.3pct。
- 报告期内，公司非全资控股子公司经营情况得到大幅改善，12 家非全资控股子公司实现营收 1.86 亿元，同比增长 76.52%；实现净利润 3823 万元，实现扭亏，其中少数股东损益 1607 万元，占比 42%，使得公司扣非归母净利润增速低于营收增速。报告期内，公司非经常性损益 5010.33 万元(主要为投资收益 4180.69 万元、政府补助 1477.33 万元)，大幅增长 550.66%，显著提升公司归母净利润。
- 我们调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 3.43/4.02/4.71 亿元，对应 3 月 12 日收盘价 PE36/30/26 为倍，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：市场竞争加剧，毛利率下滑；业务延伸低于预期。**

## 事件

- 公司发布 2019 年报: 营收 8.44 亿元, 同比增 32.65%; 归母净利润 2.93 亿元, 同比增 31.39%; 扣非后归母净利润 2.43 亿元, 同比增 12.82%。  
2019 年度利润分配方案: 以 4.001 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元 (含税)。  
2020 年一季报预告: 盈利 3859.46 万元-4962.17 万元, 同比下降 10%-30%。

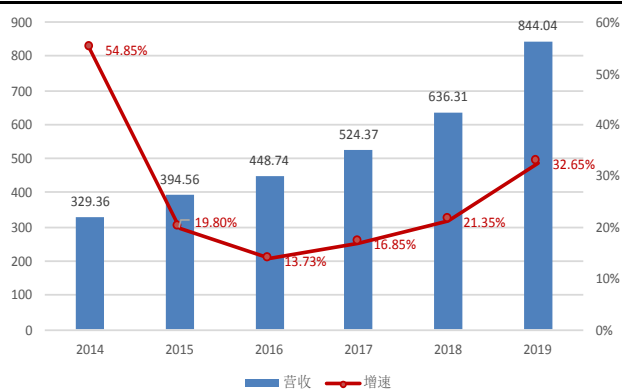
## 点评

### ● 钽电容稳健增长, 非钽电容迅速扩张, 整体毛利率企稳

近三年, 公司整体营收利润呈现加速增长趋势。分主营业务来看, 2019 年公司钽电容营收 5.99 亿元 (YoY+15.81%), 占总营收的 70.96% (同比下降 10.31pct), 其中固体电解质钽电容营收 2.53 亿元 (YoY-1.33%), 毛利率 56.04%, 同比下滑 1.62pct; 非固体电解质钽电容营收 3.46 亿元 (YoY+32.64%), 毛利率 78.79%, 同比略提升 0.17pct。除钽电容以外, 公司其他元器件产品合计实现营收 2.45 亿元, 同比大幅增长 105.72%, 其中陶瓷电容实现营收 7498 万元 (YoY+83.72%), 微电路模块实现营收 5450 万元 (YoY+125.45%), 其他产品实现营收 1.16 亿元 (YoY+113.45%)。

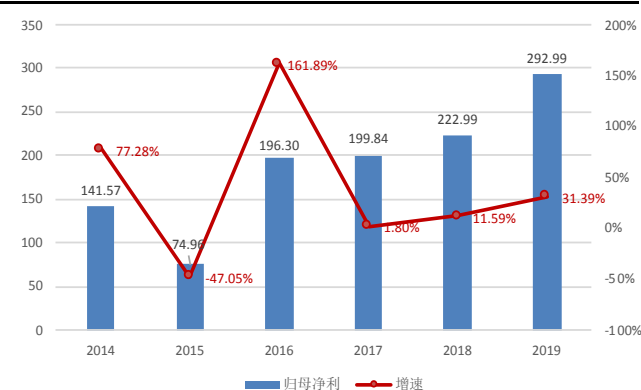
近年来, 公司钽电容业务毛利率呈下降趋势, 其中固体电解质钽电容毛利率下降尤为明显, 从而导致公司整体毛利率从 2015 年的 76.39% 下滑到 2018 年的 66.05%; 2019 年非钽电容业务盈利能力逐步改善, 公司整体毛利率略提升至 66.73%, 同比上升 0.68pct。

图1、公司历年营收 (亿元)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司历年归母净利润 (亿元)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图3、分产品主营业务收入（百万元）

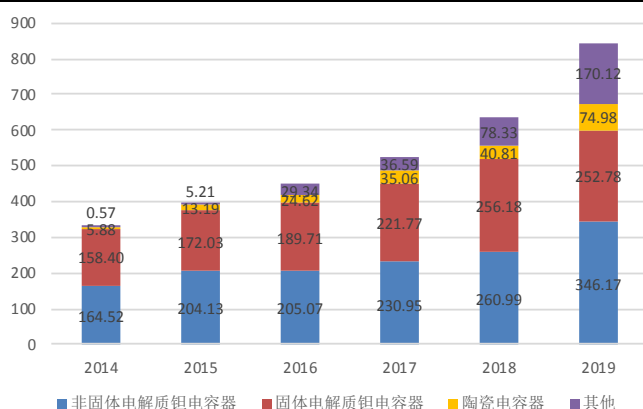
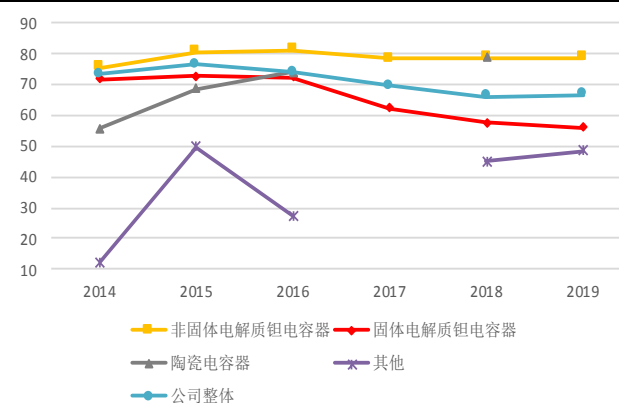


图4、分产品主营业务毛利率（%）



注：2017年、2019年陶瓷电容业务毛利率未披露

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

分季度看，根据2019年年报，公司2019Q4实现营业收入2.15亿元，同比增长24.37%，环比减少4.77%。2019Q4营业收入全年占比25.49%，2017Q4、2018Q4营业收入全年占比为26.63%、20.55%。公司2019Q4实现归母净利润0.53亿元，同比增长17.04%，环比减少11.61%。2019Q4净利润全年占比17.98%，2017Q4、2018Q4净利润全年占比为26.63%、20.55%。

表1、分季度财务数据（亿元）

年度	季度	毛利率	净利率	营收	单季/全年营收	归母净利润	单季/全年归母净利润
2017	Q1	72.82%	34.95%	1.03	19.66%	0.36	18.09%
	Q2	71.53%	43.80%	1.37	26.15%	0.6	30.15%
	Q3	68.22%	39.53%	1.29	24.62%	0.51	25.63%
	Q4	66.67%	33.97%	1.56	29.77%	0.53	26.63%
2018	Q1	68.61%	30.66%	1.37	21.54%	0.42	19.18%
	Q2	68.02%	50.58%	1.72	27.04%	0.87	39.73%
	Q3	64.05%	31.37%	1.53	24.06%	0.48	21.92%
	Q4	63.58%	26.01%	1.73	27.20%	0.45	20.55%
2019	Q1	67.91%	29.41%	1.87	22.16%	0.55	18.77%
	Q2	72.82%	34.95%	2.16	25.59%	1.26	43.00%
	Q3	30.98%	26.37%	2.26	26.77%	0.60	20.34%
	Q4	28.53%	24.48%	2.15	25.49%	0.53	17.98%

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

报告期末，公司拥有非固体电解质钽电容器生产线、片式固体电解质钽电容器生产线、固体电解质钽电容器生产线、多层片式瓷介固定电容器生产线、片式电感器生产线、片式膜固定电阻器生产线、射频隔离器和环行器生产线等七条高可靠贯标认证生产线，较上一年末新增三条非钽电容生产线，业务领域进一步拓宽。

截止2019年底，公司存货3.48亿元，同比增长33.66%。发出商品大增116.54%，原材料及在产品同比增长20%以上。

表 2、公司存货明细 (万元)

项目	2018 年	2019 年	同比增长
原材料	8,081	9,763	20.81%
在产品	4,335	5,321	22.74%
库存商品	8,139	7,836	-3.72%
发出商品	5,493	11,895	116.54%
合计	26,049	34,816	33.66%

资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 期间费用率基本持平

报告期内, 公司期间费用共计 2.37 亿元, 同比增长 34%, 期间费用率 28.02%, 同比上升 0.3pct。公司销售费用 1.15 亿元, 同比增长 34.63%, 主要系营销人员及薪酬增加、主要人员及项目奖金增加所致; 管理费用 0.69 亿元, 同比增长 17.82%; 财务费用-530 万元, 去年同期-1120 万元, 主要系银行存款利息减少所致。

报告期内, 公司研发费用 5692.45 万元, 同比增长 32.59%, 研发投入持续快速增长。2019 年公司收购了研发 LTCC 器件的深圳波而特, 并且引进技术团队研发功率器件和电路保护器件。2019 年公司共获授权专利 11 项, 开展科研项目 36 项, 其中在研和实施的政府及合作项目 29 项, 自筹项目 7 项; 完成了片式电阻、片式电感、射频环形器、隔离器贯标线的验收, 湖南冠陶、湖南宏微 2 家子公司通过了高新技术企业认定。研发成果的持续转化有望为公司未来业绩增长奠定良好基础。

### ● 非全资控股子公司业绩大幅改善, 扣非归母净利润增速落后于营收增速

报告期内, 公司非全资控股子公司经营情况得到大幅改善, 12 家非全资控股子公司共计实现营收 1.86 亿元, 同比增长 76.52%; 实现净利润 3823 万元, 去年同期为-756 万元, 实现扭亏。报告期内, 由于上述 12 家非全资控股子公司收入全部并表, 显著提升宏达电子整体营收, 但净利润按照持股比例不同, 部分归属于少数股东 (3823 万元中 1607 万元归属于少数股东, 占比 42%), 从而导致公司扣非归母净利润增速 (+12.82%) 低于营收增速 (+32.65%)。

表 3、公司非全资控股子公司经营情况（万元）

子公司名称	少数股东持股比例	本期发生额			上期发生额	
		营业收入	净利润	本期归属于少数股东的损益	营业收入	净利润
湖南冠陶电子科技有限公司	36.00%	5,411.67	2,016.45	916.67	3,026.09	516.38
株洲宏达磁电科技有限公司	46.17%	1,997.55	841.53	406.51	1,139.57	547.28
株洲宏达电通科技有限公司	30.00%	969.60	300.93	110.56	498.30	37.22
湖南宏微电子技术有限公司	38.50%	5,566.51	1,295.06	546.00	3,533.52	546.83
株洲宏达膜电有限公司	44.00%	870.94	316.96	156.10	593.36	129.67
株洲宏达恒芯电子有限公司	49.00%	1,853.56	217.26	95.59	1,348.29	-18.67
株洲天微技术有限公司	49.00%	8.85	-444.15	-217.64	29.04	-1,578.84
株洲华毅微波技术科技有限公司	49.00%	420.64	-252.50	-123.72	343.57	-186.16
成都华镭科技有限公司	49.00%	301.48	-667.50	-327.07	1.00	-748.66
株洲宏达惯性科技有限公司	33.48%	1,097.69	386.06	135.86	47.62	-0.62
深圳波而特电子科技有限公司	48.78%	142.50	-181.68	-88.62	0	0
株洲湘鸿电子设备有限公司	49.00%	0	-5.78	-2.83	0	0
<b>非全资控股子公司共计</b>		<b>18,640.99</b>	<b>3,822.65</b>	<b>1,607.39</b>	<b>10,560.36</b>	<b>-755.56</b>

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 非经常性损益大幅增长，提升归母净利润

报告期内，归母净利润同比增速 31.39%，较扣非归母净利润增速高出 18.57 个百分点，主要系 2019 年非经常性损益大幅增长 550.66% 所致。2019 年公司非经常性损益 5010.33 万元，其中公司因持有各类金融工具取得投资收益 4180.69 万元，主要系持有交易性金融资产到期收到的投资收益；计入当期损益的政府补助 1477.33 万元。

### ● 经营活动产生的现金流量净额大增

公司 2019 年经营活动产生的现金流量净额为 8256.76 万元，同比增长 316.26%，主要是报告期内公司产品销售收入增加，应收款项回款同步增加、应收票据到期收款增加所致。公司 2019 年净利润为 3.09 亿元，经营活动产生的现金流量净额低于净利润水平，主要原因一是报告期内随着公司业务规模的快速扩大，应收款项同步增加，同时客户结算以票据为主，导致经营性营收增加；二是报告期内随着子公司业务规模的扩大，公司存货增加；三是随着公司应收款项的增加，本年

度计提的信用减值损失大幅度上升；四是报告期内公司投资的部分项目退出取得的投资收益 4125.69 万元。

● **盈利预测与投资建议**

公司作为我国军用钽电容核心供应商，未来有望充分享受我国军队信息化加速建设的红利；公司非钽电容业务正逐步孵化成型。因此，我们根据最新财报调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 3.43/4.02/4.71 亿元，对应 3 月 12 日收盘价 PE36/30/26 为倍，维持“审慎增持”评级。

● **风险提示：**市场竞争加剧，毛利率下滑；业务延伸低于预期。

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1681	2047	2524	3052
货币资金	229	399	1091	1370
交易性金融资产	40	27	31	30
应收账款	520	635	753	892
其他应收款	11	13	16	18
存货	348	417	501	596
<b>非流动资产</b>	293	271	215	173
可供出售金融资产	0	12	8	9
长期股权投资	2	2	2	2
投资性房地产	1	1	1	1
固定资产	219	183	142	98
在建工程	17	8	4	2
油气资产	0	0	0	0
无形资产	9	9	9	8
<b>资产总计</b>	1974	2318	2739	3226
<b>流动负债</b>	154	152	177	195
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	73	76	96	112
其他	81	76	81	84
<b>非流动负债</b>	23	0	13	12
长期借款	0	0	0	0
其他	23	0	13	12
<b>负债合计</b>	177	152	190	207
股本	400	400	400	400
资本公积	671	671	671	671
未分配利润	594	901	1209	1590
少数股东权益	41	67	99	137
<b>股东权益合计</b>	1797	2166	2549	3018
<b>负债及权益合计</b>	1974	2318	2739	3226

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	293	343	402	471
折旧和摊销	41	46	48	48
资产减值准备	25	15	18	20
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	-6	-15	-25
投资损失	-45	0	0	0
少数股东损益	16	26	32	38
营运资金的变动	-253	-227	224	-253
<b>经营活动产生现金流量</b>	83	164	730	297
<b>投资活动产生现金流量</b>	-42	0	-3	-2
<b>融资活动产生现金流量</b>	-102	6	-36	-15
现金净变动	-62	171	691	280
现金的期初余额	290	229	399	1091
现金的期末余额	229	399	1091	1370

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	844	1021	1215	1437
营业成本	281	340	407	484
营业税金及附加	8	14	17	21
销售费用	115	138	166	200
管理费用	69	91	112	136
财务费用	-5	-6	-15	-25
资产减值损失	-13	10	15	20
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	45	0	0	0
<b>营业利润</b>	366	434	512	600
营业外收入	0	2	1	2
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	365	436	513	601
所得税	56	67	78	92
净利润	309	369	434	509
少数股东损益	16	26	32	38
<b>归属母公司净利润</b>	293	343	402	471
EPS(元)	0.73	0.86	1.01	1.18

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长性 (%)</b>				
营业收入增长率	32.7%	20.9%	19.0%	18.3%
营业利润增长率	45.3%	18.7%	17.8%	17.2%
净利润增长率	31.4%	17.2%	17.2%	17.1%
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	66.7%	66.7%	66.5%	66.3%
净利率	34.7%	33.6%	33.1%	32.8%
ROE	16.7%	16.4%	16.4%	16.4%

<b>偿债能力 (%)</b>				
资产负债率	9.0%	6.5%	6.9%	6.4%
流动比率	10.91	13.50	14.28	15.62
速动比率	8.42	10.48	11.17	12.28
<b>营运能力 (次)</b>				
资产周转率	46.2%	47.6%	48.0%	48.2%
应收帐款周转率	169.0%	163.3%	161.7%	161.4%
<b>每股资料 (元)</b>				
每股收益	0.73	0.86	1.01	1.18
每股经营现金	0.21	0.41	1.82	0.74
每股净资产	4.39	5.25	6.12	7.20
<b>估值比率 (倍)</b>				
PE	41.7	35.6	30.4	25.9
PB	7.0	5.8	5.0	4.2

### 分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn