

宏达电子 (300726)

证券研究报告

2020年08月07日

军用民用双轮驱动，国产化加速，行业持续高景气

1. 宏达电子：中国电子元件百强企业，高可靠钽电容器龙头

宏达电子，电子元器件和电路模块研发、生产、销售及相关服务的高新技术企业，传统业务以钽电容器为主，后拓展陶瓷电容器、电源模块等业务。公司拥有 20 多年研发生产经验，具有十多条国内先进生产线，客户覆盖车辆、飞行器、船舶等系统工程和装备，是国内高可靠钽电容器龙头企业。

公司财务数据颇有亮点：(1) 营收和归母净利润保持 21.74%和 20.38%的高复合增长率；(2) 维持 65%以上高毛利率水平；(3) 三费管控得当，20Q1 三费费用率总和为 22%；(4) 研发投入占营收比重保持 6%以上。

2. 传统军用领域：军工元器件未来持续景气度，钽电容行业受益

政策利好+军费支出增加，军工行业景气度可实现长期跨越：信息化军事时代，多项政策扶持，2020 年是“十三五”规划收官年，订单释放，军工行业需求向好，钽电容作为军品中常用的元器件，亦可受益。宏达电子作为钽电容领域的龙头企业，具备多种主体资质和业务认证、客户基础坚实、与军工集团深度绑定，预计未来公司市占率将进一步提升。

3. 民用领域：民用钽电容工业需求旺盛，加速国产化

需求端方面，随着人工智能、5G 通信和新基建等行业的发展，民用电子元器件需求急剧上升，预计 2022 年我国钽电容器行业市场规模将会到达 74.1 亿元。**供给端方面，**以美国 VISHAY、KEMET、AVX 公司为代表的国际钽电容器制造商主导国际钽电容市场，二季度疫情蔓延导致海外产能受限。**需求上扬+供给不足，相关产品涨价，**5 月 AVX 原厂将部分产品涨价 12%-20% 不等，价格上行趋势有望持续。

军工电子元器件是信息与国防安全的中中之重，国产化替代迫在眉睫，以华为积极加大本土采购，我们判断民品钽电容有望复制 MLCC 行业的加速进口替代逻辑。

4. 盈利预测和投资建议

我们认为：(1) 政策利好+军品需求持续提升，钽电容作为军品中常用的元器件将充分受益；(2) 5G 和新基建刺激民用领域需求增加，二季度海外产能受限促使民品缺货涨价；(3) 华为加大本土采购，民品钽电容有望复制 MLCC 行业加速进口替代逻辑。宏达电子作为钽电容行业龙头，加之民营企业灵活的机制，有望充分受益于行业景气度提升。

根据我们对公司增长点的判断，我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 13.84/20.41/25.89 亿元，归母净利润分别为 4.56/6.50/8.26 亿元。可比公司，我们选择火炬电子、鸿远电子、风华高科和振华科技，给予公司 21 年 PE40 倍，对应目标价 65.2 元/股，首次覆盖，给予买入评级。

风险提示：军品订单需求不及预期；技术发展滞后；民品领域需求不足等

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	636.31	844.04	1,383.99	2,040.89	2,589.08
增长率(%)	21.35	32.65	63.97	47.46	26.86
EBITDA(百万元)	269.61	467.82	545.41	784.61	1,008.53
净利润(百万元)	222.99	292.99	455.96	650.36	825.80
增长率(%)	11.59	31.39	55.62	42.63	26.98
EPS(元/股)	0.56	0.73	1.14	1.63	2.06
市盈率(P/E)	72.63	55.28	35.52	24.90	19.61
市净率(P/B)	10.43	9.23	7.90	6.64	5.50
市销率(P/S)	25.45	19.19	11.70	7.94	6.26
EV/EBITDA	25.51	21.93	30.68	21.86	17.22

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/元件
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	43.5 元
目标价格	65.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	400.10
流通 A 股股本(百万股)	110.23
A 股总市值(百万元)	17,404.35
流通 A 股市值(百万元)	4,794.95
每股净资产(元)	4.49
资产负债率(%)	7.83
一年内最高/最低(元)	44.53/22.50

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

张健 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010002
zjian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 宏达电子：中国电子元件百强企业，高可靠钽电容器龙头	4
1.1. 钽电容龙头企业，横向布局电子元器件领域	4
1.2. 公司稳健经营，业绩稳步上升，毛利率维持高位	6
1.3. 非钽电容业务增长迅猛，为公司业绩注入新活力	7
2. 传统军用领域：军工元器件未来持续景气度，钽电容行业受益	9
2.1. 钽电容技术优势明显，国内市场规模增速可观	9
2.2. 国内龙头企业，客户基础坚实	12
2.3. 军工景气度预计维持跨越 10 年维度	14
3. 民用领域：民用钽电容工业需求旺盛，加速国产化	16
3.1. 需求端：新基建推动，民用钽电容工业需求旺盛	16
3.2. 供给端：疫情蔓延，产能受限，价格上涨	16
3.3. 电子元器件国产化替代加速	18
4. 盈利预测和投资建议	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：宏达电子历史沿革	4
图 2：宏达电子股权结构图	4
图 3：2013-2020Q1 营业收入	6
图 4：2013-2020Q1 归母净利	6
图 5：2013-2020Q1 毛利率、净利率	6
图 6：2013-2020Q1 分产品毛利率（单位：%）	6
图 7：2019 年分产品营收结构（单位：亿元）	7
图 8：2019 年分地区营收结构（单位：亿元）	7
图 9：2013-2020Q1 三费费用率（单位：%）	7
图 10：2015-2020Q1 研发支出	7
图 11：固体电解质钽电容器工艺流程	10
图 12：非固体电解质钽电容器	10
图 13：不同电容器容量范围	10
图 14：电子元器件产业链	11
图 15：2013 年我国各类电容器市场分类	11
图 16：2019 年我国各类电容器市场分类	11
图 17：2019 年全球各类电容器市场分类	12
图 18：2011-2019 中国、全球电容器市场规模增速	12
图 19：2013-2020Q1 宏达电子与振华科技营收对比	13
图 20：2013-2020Q1 宏达电子与振华科技毛利率对比	13

图 21: 1997~2019 年美国国防支出及增速	15
图 22: 1997~2019 年美国国防支出增速与 GDP 增速	15
图 23: 1997~2019 年中国国防支出及增速	15
图 24: 1997~2019 年中国国防支出增速与 GDP 增速	15
图 25: 2016-2022 年中国钽电容器市场规模预测 (单位: 亿元)	16
图 26: VISHAY、KEMET、AVX 营收对比(单位: 亿元)	17
图 27: VISHAY、KEMET、AVX 毛利率对比 (单位: %)	17
图 28: 全球钽矿资源分布情况	17
表 1: 公司业务布局	5
表 2: 非钽电容业务相关业绩显著提升的子公司	8
表 3: 公司募投项目	8
表 4: 电容器分类及特征说明	9
表 5: 钽电容器主要原材料和设备	10
表 6: 2017 年 1-6 月前十大客户销售情况	12
表 7: 国内钽电容主要生产企业	13
表 8: 国防信息化代表性政策	14
表 9: 国家对电子产业的支持措施	18
表 10: 业绩拆分及盈利预测表 (单位: 亿元)	19
表 11: 可比公司估值水平 (PE)	19

1. 宏达电子：中国电子元件百强企业，高可靠钽电容器龙头

1.1. 钽电容龙头企业，横向布局电子元器件领域

宏达电子是一家从事电子元器件和电路模块研发、生产、销售及相关服务的高新技术企业。公司成立于1993年，总部位于湖南省株洲市，并于2017年在深交所创业板挂牌上市，是国内高可靠钽电容器生产领域的龙头企业。公司产品涵盖钽电容器、多层瓷介电容器、单层瓷介电容器、微波器件组件等产品的研发、生产及销售，也为客户提供定制化产品等配套服务，客户覆盖车辆、飞行器、船舶、雷达、电子等系统工程和装备。

图 1：宏达电子历史沿革

- ◆ 2003年成功开发CAK35型气密封非固体电解质钽电容器
- ◆ 2005年，公司通过军工产品质量体系GJB9001A-2001认证
- ◆ 2006年公司获得武器装备科研生产许可证
- ◆ 2014年合作成立“先进电子材料研究中心”
- ◆ 2016年获得高新技术企业证书
- ◆ 2017年于在深交所创业板挂牌上市

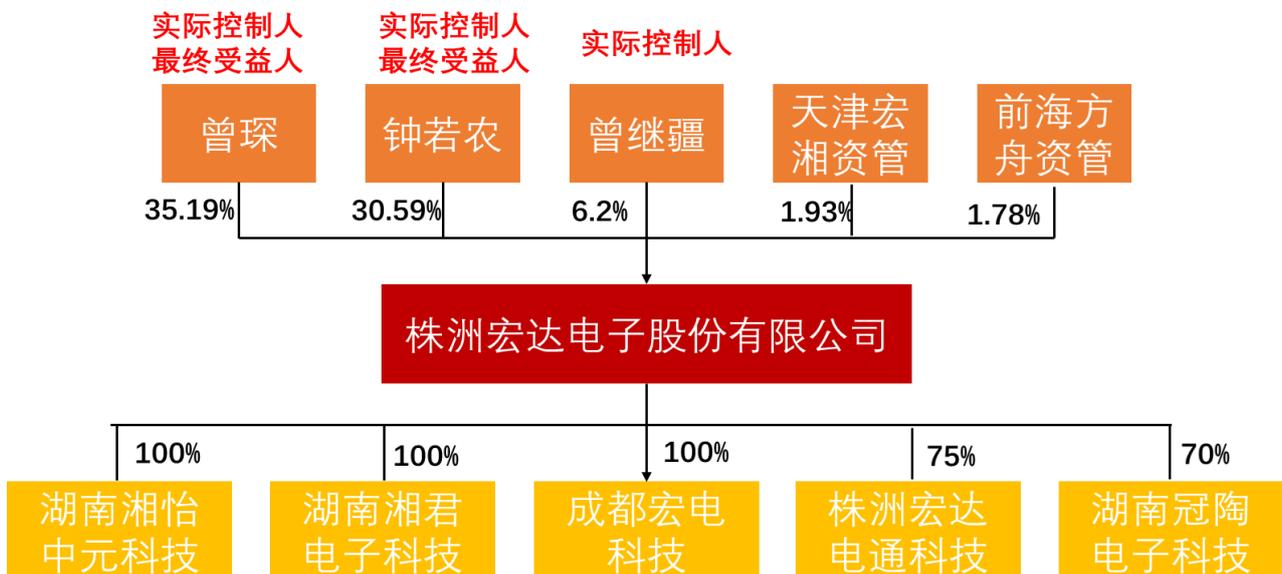
起步积累期（1993-2007年） 快速发展期（2007-2014年） 成熟拓展期（2014年至今）

- ◆ 2007年公司成功开发CAK45型片式固体电解质钽电容器
- ◆ 2009年开发CAK39H型有可靠性指标的气密封非固体电解质全钽电容器
- ◆ 2011年开始开发CAK55型片式高分子聚合物固体电解质钽电容器开发

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司为民营企业，公司股权较为集中，前三大股东合计占比 71.98%。公司是总装备部军用电子元器件配套定点研制生产军用钽电解电容器的专业厂家，属工信部国防科工局管理。控股股东中曾继疆和钟若农为夫妻关系，曾琛为二人之女，根据 20Q1 季报，三人合计直接持有公司 71.98%的股份。钟若农女士担任公司董事长，曾琛女士担任公司董事、总经理。

图 2：宏达电子股权结构图



资料来源：Wind、天风证券研究所

以钽电容器为核心，业务拓展至其他电子元器件。钽电容器是公司发展最早的业务，公司在传统的金属封装钽电容基础上不断拓展，陆续推出高能混合钽电容器和高分子钽电容器等新一代的钽电容器，并率先开拓出该品类市场及实现大规模量产能力。2014 年开始，公司设立了多家控股、参股公司，积极打造陶瓷电容器、薄膜电容器、单片电容、电源模块等新业务。

表 1：公司业务布局

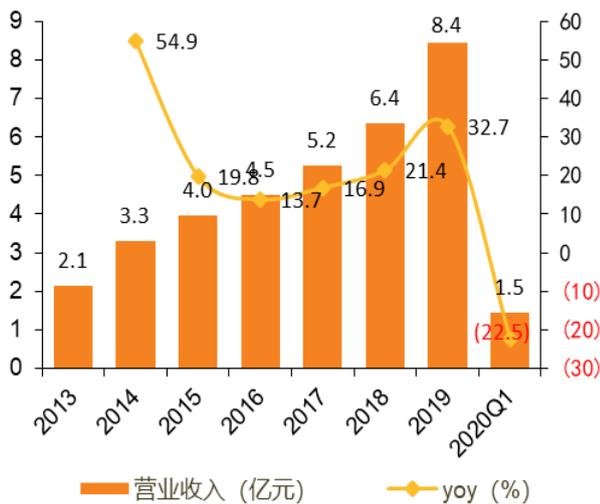
类型	产品名称及主要型号	产品特征	应用
非固体电解质钽电容器系列	钽外壳封装系列(THC、CA39、CA38 系列) 	全钽结构、体积小、重量轻、内阻小、超大容量、可靠性高。	单体体积能量密度大，在能量转换电路和功率脉冲电路中可以发挥电池作用，为电路提供储能、断电延时及滤波等功能，适用于航天、航空、兵器等军用电子设备，非常适用于航空设备中 50ms 断电延时的要求。
	银外壳封装系列(CA30、CA35 系列) 	性能稳定可靠、寿命长，具有良好的耐恶劣环境和贮存性，漏电流小。	单只电压高，容量较大，适用于兵器、通讯、电子等有可靠性要求的电子设备的直流或脉动电路。
固体电解质钽电容器系列	片式固体电解质钽电容器系列(CA45 系列) 	体积小、重量轻、电性能优良稳定、寿命长、可靠性好、贮存稳定性好，质量稳定。	广泛应用于航空、航天、卫星、导弹、雷达等领域，是高可靠武器装备数字化、小型化、智能化不可缺少的电子元器件之一。
	片式高分子固体电解质钽电容器系列(CA55 系列) 	导电高分子聚合物电解质、超低 ESR、高频容量保持耐大纹波电流、良性失效模式。	高频性能优良、可靠性高，可以很好地满足电子技术及发展需求以及武器装备的小型化、轻型化和高性能化的需要，是钽电容器的发展趋势。
	非片式固体电解质钽电容器系列(CA、CA42 系列) 	高低温特性好，性能稳定可靠，产品耐恶劣环境以及贮存性优良，价格较低。	适用于通讯、电子、船舶等有可靠性要求的电子设备的直流或脉动电路。
陶瓷电容器	多层片式瓷介电容器系列 	无极性、寿命长、可靠性高。	应用广，适用于各类军用电子设备中的谐振回路、耦合电路及要求低损耗、容值稳定性高和绝缘电阻高的电路中。

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

1.2. 公司稳健经营，业绩稳步上升，毛利率维持高位

业绩稳步上升，20Q1 受疫情影响业绩有所下滑，预计 20 年恢复稳健收入。公司 2013-2019 年营收和归母净利保持稳健增长，分别保持 21.74%和 20.38%的高复合增长率，主要原因是：（1）国家政策支持，国内高可靠项目开支实现稳步上升；（2）非钽电容产品创造的营收贡献；（3）民用电子元器件需求上升，民品业务大幅提升。2020Q1 分别实现营收、归母净利 1.5 和 0.41 亿元，同比下降 22.5%和 25.3%，主要原因是受疫情影响，下游客户复工延迟，项目验收进度放缓。随着全国复工复产和国外疫情加重，客户总体需求逐步恢复。

图 3：2013-2020Q1 营业收入



资料来源：Wind、天风证券研究所

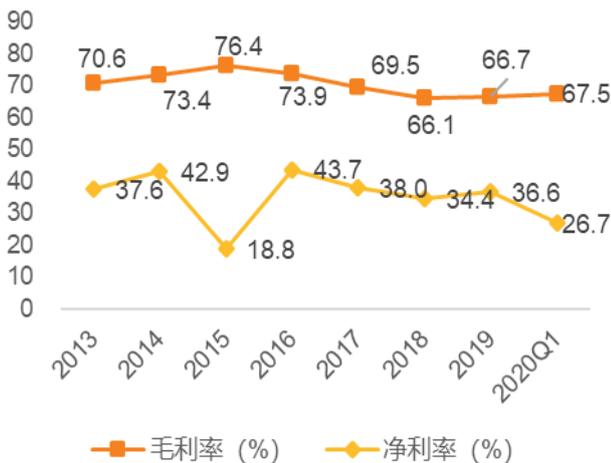
图 4：2013-2020Q1 归母净利



资料来源：Wind、天风证券研究所

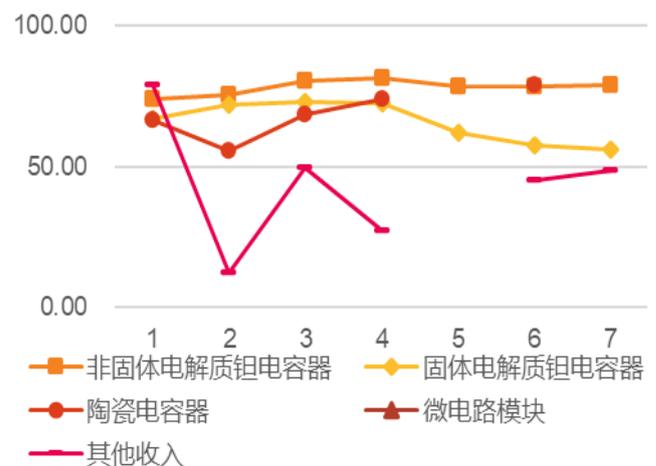
公司维持 65%以上高毛利率水平。2013 年以来，公司维持 66%-77%之间的高毛利率，2019 年实现 67.5%的毛利率水平，毛利率较高的主要原因是客户主要来自军工领域，行业壁垒高致使毛利率较高。近年来毛利率有所下滑，主要原因是民品市场的开拓，产品市场门槛低，竞争激烈，国内市场基本被欧美企业垄断，单位产品成本缺少优势。

图 5：2013-2020Q1 毛利率、净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

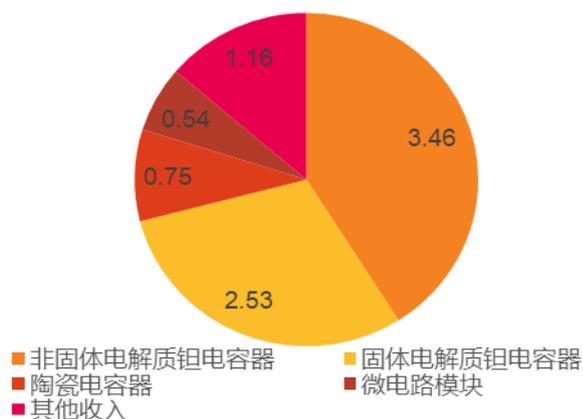
图 6：2013-2020Q1 分产品毛利率（单位：%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

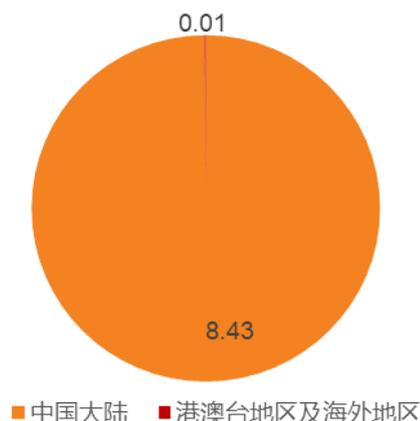
钽电容器营收占比高达 70.97%，其他业务发展空间广阔，市场主要集中在国内市场。2019 年公司产品营收结构中，固体、非固体电解质钽电容器营收占比分别为 30%和 41%，其他业务占比有了很大提升空间，占总体 29%。公司在北京、上海、南京、武汉、洛阳、西安、成都等地区设置了办事处，通过直销模式销售给国内高可靠领域客户。

图 7：2019 年分产品营收结构（单位：亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：2019 年分地区营收结构（单位：亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司三费费用率管控得当，多年来保持稳定。2020 年 Q1 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 16.39%，6.91%和-1.16%，除销售费用率，其余皆有所下降。其中管理费用率同比下滑 1.28 个百分点，主要系管理人员项目奖金减少所致。

公司积极开展研发活动，研发支出稳步增长。公司拥有 20 多年电子元件研发生产经验，注重公司产品的研发投入和产品创新，2019 年、2020 年一季度公司研发支出分别为 0.57 亿元和 0.1 亿元，分别占营收比重的 6.74%和 6.90%。同时，公司已在西安设立新的研发中心，在长沙成立了研发部，多渠道加强研发力量。

图 9：2013-2020Q1 三费费用率（单位：%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10：2015-2020Q1 研发支出



资料来源：Wind、天风证券研究所

1.3. 非钽电容业务增长迅猛，为公司业绩注入新活力

经过了几年的市场开拓和技术积累，非钽电容产品营业收入已占到公司营业总收入的 22.09%，逐渐成为公司成长的新动力。其中湖南冠陶、湖南宏微、宏达磁电、宏达惯性等公司的业绩增幅较为显著。除 2019 年业绩显著提升的子公司之外，还有宏达恒芯的单层瓷介电容器与薄膜电路、华毅微波的环形器与隔离器产品均进入国内知名通信行业公司的国产组件替换项目，预计也将为公司开拓民品市场带来新的机遇。

公司非钽电容业务国内呈现领先优势。公司开发的非钽电容业务以立足于解决所涉及领域电子元器件及微电路模块国产化替代难题，为用户提供高可靠高性能电子元器件、微电路模块及集成解决方案为切入点，产品均为技术国内首创或国内领先，有的则是完全替代进口。

表 2：非钽电容业务相关业绩显著提升的子公司

子公司名称	营收情况	详情
湖南冠陶	2019 年营业收入为 5,411.67 万元，较 2018 年提升 78.83%	2019 年湖南冠陶成功开发了竖向金电极产品、大壳号大容量产品、高品质因子产品等多个新品并实现量产，且高可靠多层瓷介电容器生产线建设的质量工程项目也在稳步推进。
湖南宏微	2019 年营业收入为 5,566.51 万元，较 2018 年提升 57.53%	2019 年湖南宏微开发了技术领先的高功率密度微电路模块产品，且在西安设立了新的研发中心以加强研发力量，并持续向具有人才优势、市场优势、供应链优势的区域布局。2019 年微电路模块产品通过了贯标审查，为打开更多领域关键市场打下基础。
宏达磁电	2019 年营业收入为 1,997.55 万元，较 2018 年提升 75.29%	2019 年宏达磁电完成了一体成型片式电感线的建设，同时完成片式电感器生产线贯标项目。
宏达惯性	2019 年营业收入为 1,097.69 万元，较 2018 年提升 2204.91%。	2019 年宏达惯性开发了 IF、VF 微电路模块产品自动化测试系统，以及不同构架的小型化产品，并且已在长沙成立了研发部，加强研发力量。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司积极推进新产品培育。为加强公司在电容领域优势地位，公司技术储备的高分子片式铝电容在 2019 年已经完成产品研发，并开始筹建生产线，目前已经启动场地建设和装备采购，预计 2020 年可以完成产线安装与调试；**超级电容项目**完成了生产线建设和试产，2020 年将进行市场推广，同时根据市场反馈研发更大容量的产品。

收购深圳波而特，提升电子元器件和电路模块整体解决方案能力。公司围绕以电子元器件和微电路模块为核心，打造拥有核心技术和重要影响力的高可靠电子集团的战略目标，继续沿着对外抓市场开发、对内抓质量管理的经营方针推进公司各项工作。为强化公司在电子元器件和电路模块整体解决方案能力，快速满足市场需求，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。

公司拥有 20 多年电子元件研发生产经验，具有十多条国内先进的电子元器件和电路模块生产线，其中包括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。

表 3：公司募投项目

募投项目	调整后投资总额 (万元)	累计投入金额 (万元)	投资进度	预期可使用日期
高能钽混合电容器生产线扩展建设项目	9000	7330.67	81.45%	2019 年 5 月 31 日
新型低 ESR 有机高分子聚合物电容器生产线建设项目	21000	20766.12	98.89%	2019 年 5 月 31 日
研发中心建设项目	5000	4745.46	94.91%	2019 年 10 月 28 日
信息化建设项目	2000	790.43	39.52%	2020 年 5 月 31 日
军民电子创新产业基地项目	3000	1045.64	34.86%	2021 年 5 月 31 日

资料来源：公司公告、天风证券研究所

宏达电子 7 月 6 日发布公告，公司于 7 月 3 日召开的第二届董事会第十五次会议审议通过了《关于对外投资建设 5G 电子元器件生产基地项目的议案》，同意公司与株洲高新技术产业开发区管理委员会签订合同，在**湖南省株洲市高新区天易科技城投资不少于 15 亿元建设 5G 电子元器件生产基地项目，其中固定资产投资不少于 9 亿元。**本项目建成后，公司将充分利用国家级高新区的政策优势，扩大电子元器件生产规模，加深巩固核心产品市场地位，加速新产品的产业化进程，提高产品市场竞争力。

2. 传统军用领域：军工元器件未来持续景气度，钽电容行业受益

2.1. 钽电容技术优势明显，国内市场规模增速可观

电子元器件是各种电子元件和电子器件的总称。其中工厂在加工时没改变原材料分子成分的产品可称为元件，元件属于不需要能源的器件，包括电阻、电容、电感等。器件是指工厂在生产加工时改变了原材料分子结构的产品，包括双极性晶体三极管、场效应晶体管、可控硅、半导体电阻电容等。

电容器与电阻器、电感器作为三大被动电子元件，是电子线路中必不可少的基础电子元件，其通过静电的形式储存和释放电能，在两极导电物质间以介质隔离，并将电能储存其间，主要作用为电荷储存、交流滤波或旁路、切断或阻止直流电压、提供调谐及振荡等。

电容器作为主要的电子元件之一，其产量约占整个电子元件的 40%。近年来，随着信息技术和电子设备的快速发展及国际制造业向中国转移，电容器需求呈现出整体上升态势，我国电容器产业也快速发展成为世界电容器生产大国和出口大国。根据宏达电子招股书披露，我国电子元器件行业总产值约占电子信息产业的五分之一，电子元器件产业已成为支撑我国电子信息产业发展的重要基础。

表 4：电容器分类及特征说明

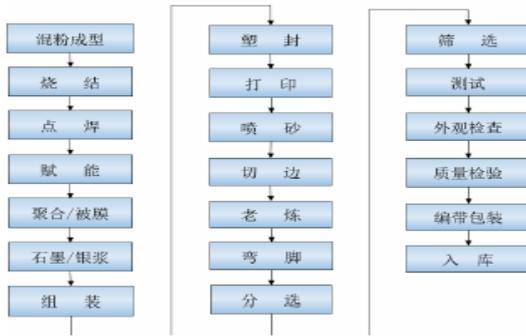
名称	优点	缺点	主要应用范围	示意图
钽电容器	适宜贮存、寿命长、体积小容量大、漏电流小、可靠性高	钽为资源性材料，生产量小，单价较高；有极性	可适用于储能、滤波等电路，大量用于军工电子设备	
铝电容器	电容量大、成本低、电压范围大	易受温度影响、高频特性差、等效串联电阻大、漏电流和介质损耗较大、有极性	适用于大容量、中低频率电路	
陶瓷电容器	体积小、介质损耗小、相对价格较低、高频特性好、电压范围大	电容量小、受震动会引起容量变化、易碎	高频旁路，噪声旁路，电源滤波，振荡电路	
薄膜电容器	损耗低、阻抗低、耐压能力强，高频特性好	耐热能力差，体积大难以小型化	滤波器，积分、振荡、定时、储能电路	

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

钽电容器属于电解电容的一种，结构上最主要的特点是使用金属钽做介质。钽电容拥有高能量密度、高可靠性、稳定的电性能、较宽的工作温度范围等特性，在工业市场、军用市场都得到了广泛应用。1956 年，首支固体钽电容由美国贝尔实验室成功研制，其性能优越，是所有电容器中体积小而又能达到较大电容量的产品。钽电容外形多种多样，并易于制成适于表面贴装的小型化和片型元件，适应了目前电子技术自动化和小型化发展的需求。

钽电容器根据产品技术类型可分为非固体电解质钽电容器和固体电解质钽电容器。按外形可将钽电容分为引线式和贴片式；按其阴极材料可分为液态电解质钽电容器、二氧化锰固体钽电容器、聚合物（Polymer）固体钽电容器。

图 11：固体电解质钽电容器工艺流程



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 12：非固体电解质钽电容器



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

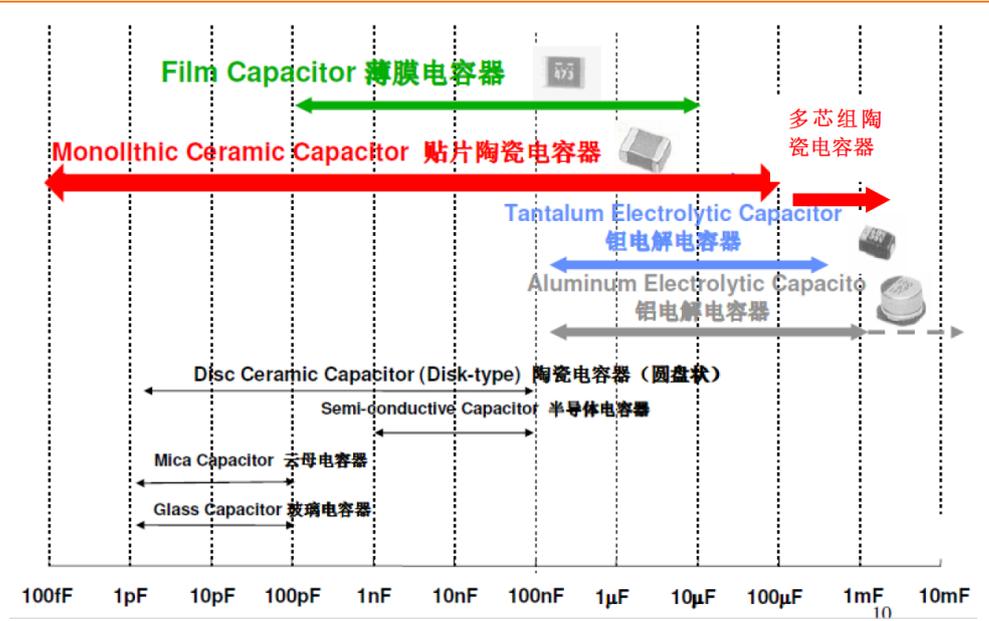
表 5：钽电容器主要原材料和设备

产品类型	主要原材料	主要设备	生产周期
固体电解质钽电容器	钽粉、钽丝、二氧噻吩、对甲基苯、磺酸铁溶液、石墨、银浆、引线框	油压机、成型机、真空钽烧结炉、点焊机、干燥箱、赋能槽、被膜炉、组装机、激光打印机、老炼烘箱、漏电流测试仪表等	1-2 月
非固体电解质钽电容器	钽粉、钽丝、钽外壳、绝缘子、引出线、银外壳	油压机、成型机、真空钽烧结炉、电容器真空检漏设备、点焊机、干燥箱、赋能槽、激光	1-2 月

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

钽电容性能优良，具有工作温度宽、体积效率高、可自愈、高频效率好、适宜小型化等优势，广泛适用于各种应用场景。首先，由于钽电容内部没有电解液，很适合在高温下工作，即工作温度范围宽，且形式多样，体积效率优异。其次钽电容工作过程中可自动修复或隔绝氧化膜中的瑕点，即具有自我恢复能力，保证了其长寿命和高可靠性。第三，ESL 值小、高频滤波特性好。第四，比容量非常高，因此特别适宜于小型化。

图 13：不同电容器容量范围



资料来源：火炬电子招股说明书，天风证券研究所

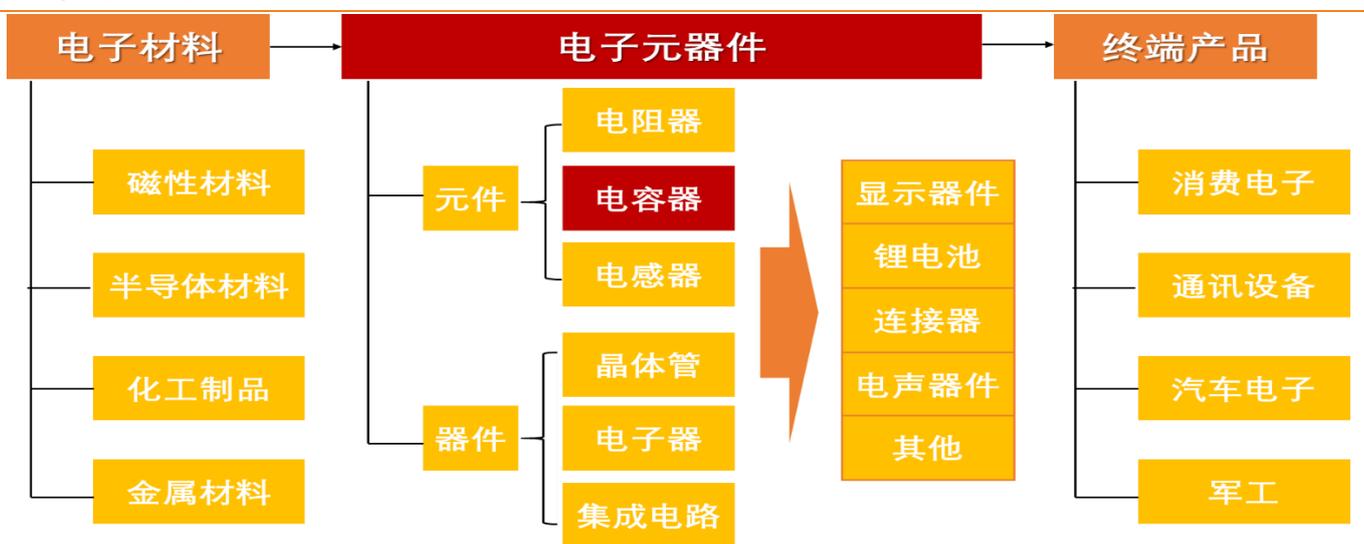
展望未来，钽电容器将向小型化、大容量、高可靠、高频化、低 ESR 值的方向发展。目前，世界上电子产品正加速向高性能、小型化方向发展，表面贴装技术正逐步取代传统的组装技术。国际上表面贴装元件成为电子元件发展的主流。随着军用电子设备性能的提高，钽

电容器的发展趋势必将向片式化、小型化发展。以导电聚合物为阴极的片式高分子固体电解质钽电容器，高频性能优良、可靠性高，可以很好地满足电子技术及发展需求以及武器装备的小型化、轻型化和高性能化的需要。

钽电容制造产业上游是钽粉、钽丝等原材料。钽粉的主要供应商有：美国 Cabot、德国 H.C.Starck、东方钽业等；钽丝的主要供应商有：东方钽业、株洲硬质合金、多罗山蓝宝石等。据中国矿业报报道，宁夏东方钽业是我国最大的钽产品生产公司，全球主要的钽原料生产商之一，金属钽产量约占国内市场份额的 60%，钽粉和钽丝产量约占全球的 25%和 60%。东方钽业、Cabot 和 H.C.Starck 供应了世界大部分电容级钽粉。国内部分高性能钽粉技术仍掌握在国外企业手中。

钽电容下游应用领域可分为军用和民用两大类。军用领域包括航空、航天、舰船、兵器和电子对抗等，民用领域包括了消费电子、工业控制、电力设备及新能源、通讯设备、轨道交通、医疗电子设备及汽车电子等。作为电子线路中必不可少的基础电子元器件，电容器产品在军民领域的应用广泛。

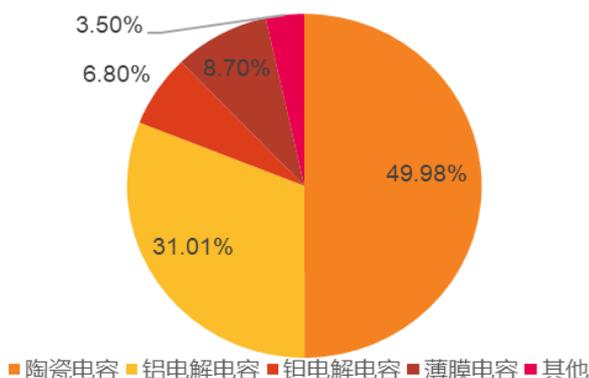
图 14：电子元器件产业链



资料来源：火炬电子招股书、宏达电子招股书、天风证券研究所

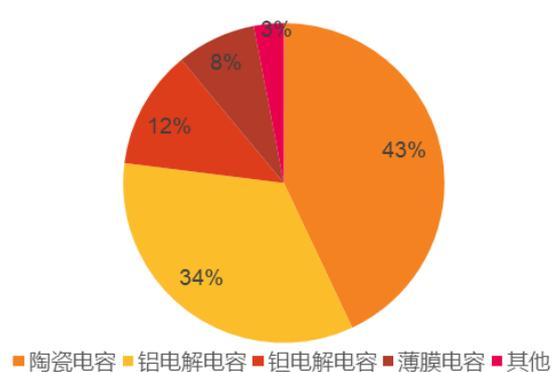
在我国电容器行业中，陶瓷电容器、铝电容器、钽电容器和薄膜电容器等四大电容器占据了 95%以上的市场份额。钽电容器的可靠性高、漏电流小、性能稳定、具有极高的电场强度，因此特别适宜于有可靠性要求的场合，具有铝电容、薄膜电容、陶瓷电容无可替代的优势。虽然因为其成本较高导致市场份额小于其他三类电容器，但在高端电容器的领域，钽电容器拥有稳定的市场份额和性能优势。根据中国产业信息网数据，从 2013 年到 2019 年，我国电容器市场中，钽电容市场份额从 7%上升至 12%。

图 15：2013 年我国各类电容器市场分类



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 16：2019 年我国各类电容器市场分类



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

全球电容器市场以陶瓷电容为主，中国电容器市场规模增速高于全球增速。根据中国产业信息网数据，2019 年陶瓷电容、铝电解电容、钽电容、薄膜电容全球市场规模将分别达到 114 亿美元、72 亿美元、16 亿美元及 18 亿美元，较 2018 年分别增长 3.82%、3.77%、1.31% 及 1.67%。陶瓷电容因其广泛的应用及较高的性价比，在电容器市场中占据半壁江山。而钽电容因其稳定的性能，在高端电容方面也占有一席之地。增速方面，除薄膜电容外，中国各细分市场规规模增速均高于全球市场。

因为钽电容的成本较高，导致市场份额小于其他三类电容器，但在高端电容器的领域，钽电容器拥有稳定的市场份额和性能优势——钽电容器可适用于储能、滤波等电路，大量用于高可靠电子设备；相比之下，陶瓷电容体积小、介质损耗小、相对价格较低、高频特性好、电压范围大，更适用于高频振荡的电路当中，更多应用于通讯领域。

图 17：2019 年全球各类电容器市场分类

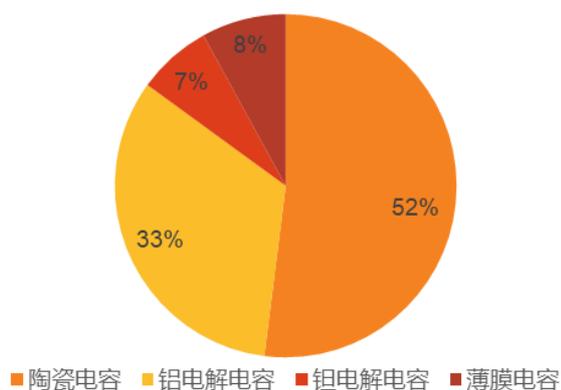


图 18：2011-2019 中国、全球电容器市场规模增速



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

2.2. 国内龙头企业，客户基础坚实

宏达电子，钽电容领域的龙头企业。公司主要从事军用钽电解电容器的研发制造，近年来业务范围也扩展到了陶瓷电容器、电源类产品、微波组件等其它军用电子元器件。公司是国内军用钽电解电容器领域的龙头企业，客户覆盖航空、航天、兵器、船舶、电子等领域拥有五条先进的钽电容器生产线，拥有诸多军用电容器的核心专利，是该领域的龙头企业。

公司具备军工行业准入的多种主体资质及业务认证，包括三级保密资质认证、装备承制资格认证、武器装备科研生产许可证、武器装备质量体系认证、军用钽电容器 QPL 目录等；供应商名录基本全面覆盖军用钽电容用户；发行人已被纳入多项科研项目的优选目录。公司产品可以进入大部分军工钽电容器用户选择范围。

客户基础坚实，与军工集团深度绑定。公司客户覆盖航空、航天、兵器、船舶、电子等领域，产品广泛应用于航空、航天、舰艇、导弹、雷达、兵器、电子对抗等工程和装备上，客户主要为国内军工集团。

表 6：2017 年 1-6 月前十大客户销售情况

客户名称	主要销售标的	销售金额 (万元)	占销售收入比例
中国航空工业集团	钽电容、陶瓷电容	11084.69	46.15%
中国电子科技集团	钽电容、陶瓷电容	3134.68	13.05%
中国航天科工集团	钽电容	2327.09	9.69%
中国兵器工业集团	钽电容、陶瓷电容	974.74	4.06%
陕西电子信息有限公司	钽电容、陶瓷电容	668.17	2.78%
中国航天科技集团	钽电容、陶瓷电容	460.48	1.92%
MICROWAVECOMPONENTSSOLUTIONSLIMI	钽电容	382.8	1.59%

TED

中国电子信息产业集团	钽电容、陶瓷电容	351.63	1.47%
杭州富友电子电器有限公司	钽电容	285.69	1.19%
中船重工集团	钽电容、陶瓷电容	266.76	1.11%

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

军品钽电容器由于涉及到政府和国家安全问题，审批较为严格，进入市场的周期较长、资金成本高，所以国内拥有军工资质的钽电容器生产厂商占有市场总份额稳定，且其市场总量不断增加。

公司作为国家高新技术企业，拥有高能钽混合电容器、高分子钽电容器等高端电容器的核心技术与专利，具有技术优势；同时，公司作为民营企业具有更加灵活的机制及市场化程度更高，**预计未来公司市场占有率将进一步提升。**

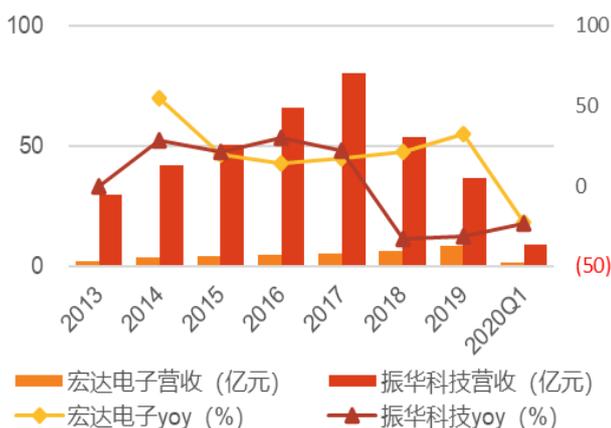
表 7：国内钽电容主要生产企业

企业名称	基本情况
中国振华（集团）新云电子元件有限责任公司	原国营第四三二六厂，始建于 1966 年，公司位于贵州省贵阳市国家高新技术产业开发区，现有员工 1100 余人。主要产品为高可靠性的钽、铝电解电容器、小功率脉冲变压器、平面变压器等电子元件产品。母公司振华科技（000733.SZ）为深圳证券交易所上市公司。
宏达电子	总装备部军用电子元器件配套定点研制生产军用钽电解电容器的专业厂家，属工信部国防科工局管理。公司拥有 30 多年的生产钽电解电容器的经验和历史，有五条成熟的、先进的钽电解电容器生产线及两个较大规模的生产基地，拥有从美国、日本、韩国以及欧盟引进的先进生产线设备。
火炬电子	成立于 2007 年，主要从事电容器及相关产品的研发、生产、销售、检测及服务业务，自产主要产品为陶瓷电容器，代理主要产品为 AVX 的钽电容器，AVX 金属膜电容器、KEMBT 铝电解电容器等，为上海证券交易所上市公司，代码为 603678.SH。
上海聚电实业有限公司	成立于 1994 年，是聚电国际集团的下属子公司之一。主要产品为钽电容器、片式电阻器、电感线圈等。
日望电子	成立于 2005 年 12 月，位于株洲（国家）高新技术开发区天台工业园区，是一家专业研制、生产和销售钽电容器的高新技术企业。公司股票已在全国中小企业股份转让系统挂牌，代码为 430400.OC。

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

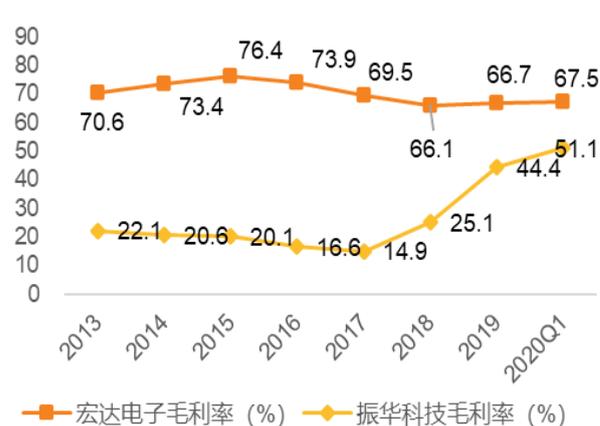
公司营收增速、毛利率高于振华科技，未来发展前景较好。公司营收增速较为稳定，连续三年高于宏达电子，2019 年公司营收增速为 32.7%，相对于振华科技的 -31.27%高出 63.97 个百分点。同时，公司毛利率维持高位，多年来遥遥领先振华科技，2020 年一季度公司毛利率为 67.5%，相对于振华科技的 51.1%高出 16.4 个百分点，主要原因系公司的民营企业属性，国家政策引导并鼓励民营企业进入国防科技工业领域，军工电子产业受益最为明显。

图 19：2013-2020Q1 宏达电子与振华科技营收对比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 20：2013-2020Q1 宏达电子与振华科技毛利率对比



资料来源：Wind、天风证券研究所

在军工领域，军民融合发展是海外发达国家普遍采用的模式。目前，我国的军民融合仍处于初步融合向深度融合的过渡阶段，需要在实践中摸索并加以规范。在国家及地方一系列政策规划的引导下，军民融合保持了稳速发展态势。对于电子工业而言，军用技术和民用技术高度重合，会走在融合的最前线，民营企业在军工电子行业中将发挥更为重要的作用。

2.3. 军工景气度预计维持跨越 10 年维度

信息化军事背景下，军工电子产业的发展尤为重要。在信息化战争条件下，国防工业正向着高技术、高强度、高合成的方向发展，其发展重点已由数量规模向质量效能转变，国防武器装备的先进性要求越来越高，我国已明确推进国防建设的机械化信息化复合发展。军工电子产业作为信息化战争条件下有效提升武器装备战斗力的关键因素，肩负着增强我国国防力量的重大使命，将显著受益于我国国防工业的持续增长。

表 8：国防信息化代表性政策

时间	政策及事件	具体内容
2013.4	《2013 年国防白皮书》	首次系统阐述武装力量多样化运用的政策和原则；首次提出要加强应急救援、海上护航、撤离海外公民等海外行动能力建设；首次披露陆军机动作战部队人数和海空军人数以及陆军集团军番号；首次公布第二炮兵导弹武器装备型号名称；首次专章详细介绍战备工作；首次提及维护海外利益和强调维护海上战略通道安全等问题。
2015.5	国防白皮书	首次明确中国军队的新使命是“四个维护”，承担八项战略任务；首次明确军事斗争准备基点是打赢信息化局部战争；首次提出“海外利益攸关区”的概念；首次提出海军逐步实现近海防御型向近海防御与远海护卫型结合转变的战略转型；首次披露海洋、太空、网络空间和核力量四个重大安全领域的力量发展；首次提出中国军队“提供公共安全产品”的概念。。
2016.5	军队“十三五”规划纲要	到 2020 年，基本完成国防和军队改革目标任务，基本实现机械化，信息化取得重大进展，构建能够打赢信息化战争、有效履行使命任务的中国特色现代军事力量体系。
2016.12	“十三五”国家信息化规划	网信军民融合体系初步建立，技术融合、产业融合、信息融合不断深化
2017.1	十九大报告	确保到 2020 年信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升
2019.7	新时代中国国防	新时代中国国防和军队建设的战略目标是，到 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升。同国家现代化进程相一致，全面推进军事理论现代化、军队组织形态现代化、军事人员现代化、武器装备现代化，力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队

资料来源：中国军网、国防部、中国政府网、人民网，天风证券研究所

2020 年是“十三五”规划收官年，考虑到 2020 年机械化实现任务，结合十年换装周期时间节点，2020 年军品订单集中释放，几乎所有军工需求向好。短期内军改订单补偿效应开始显现，我们汇总“全军武器装备采购信息网”相关信息，2019 年全军发布的采购需求达约 2400 条，发布采购公告约 14640 条，全军采购订单需求明显增加，将有力支撑军工产业链业绩增长。

未来五年，2021-2025 年即“十四五”规划年，亦将是军工需求快速发展的五年。根据天风军工组 7 月 5 日发表报告《行业比较角度看军工：盈利指标与估值分位数呈现剪刀差，将出现均值回归》中观点：军工行业的成长期或将超过 10 年维度，持续较长时间。预计军工将在 2020 年突破五年内的经营指标箱体，处于景气右侧爬坡期，本次扩张期将同行业成长期时间长度，突破 10 年维度。军工需求向好，上游军用电子元器件行业也将受益，钽电容亦包含其中。

对比美国国防支出增速与 GDP 增速可以发现，在经济下行周期中，国防支出增速往往上扬，利于军工行业发展。在 2001-2002 年互联网泡沫危机、2008-2010 年次贷危机、2019 年贸易摩擦中，美国经济增速均出现较明显下行，然而同期国防费用支出却都出现了较为

显著增长。可以看出，在经济下行期间，以军费为代表的政府支出增长明显，或是美国以国防投入作为切入点、拉动经济增长的一种方法。国防支出的高速增长，有利于相关军工行业发展。

图 21：1997~2019 年美国国防支出及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 22：1997~2019 年美国国防支出增速与 GDP 增速



资料来源：wind，天风证券研究所

再观中国，国防费用支出在经济增速下滑期间也具有超越周期的特性，为相关企业发展提供了机遇。2008 年次贷危机的影响正式传导到我国，同年经济增速显著下行，2009 年也未能走出洼地。然而同期，国防支出增速仍保持了 2006-2007 年的高增长水平。而非随经济增速同步下滑；2011-2015 年间，国防支出同样具备明显的增速优势。此外，在 2019 年贸易摩擦中，我国国防费用支出增速也呈现出高于 GDP 增速的水平。

图 23：1997~2019 年中国国防支出及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 24：1997~2019 年中国国防支出增速与 GDP 增速



资料来源：wind，天风证券研究所

总结：对比国防支出增速与 GDP 增速，无论在美国还是中国，军工行业与市场发展均具备穿越经济周期的属性。在全球整体经济下行环境中，往往也伴随着民粹盛行、保护主义抬头，以及大量地缘政治紧张局势的升级。因此，结合过去 20 年两次经济危机中国国防开支变化的分析，可以预测，在本轮新冠病毒影响下的全球经济下行中，**中国国防支出仍有望保持高于名义 GDP 的稳健增长。国防支出持续无疑有利于军工产业发展，相关上下游产业将迎来高速发展期。**

政策利好+军费支出增加，军工行业景气度可实现长期跨越，钽电容产业有望受益。军品钽电容器由于涉及到政府和国家安全问题，审批较为严格，进入市场的周期较长、资金成本高，所以国内拥有军工资质的钽电容器生产厂商占有市场总份额稳定，且其市场总量不断增加，已获得质量认证的厂商将受益。

3. 民用领域：民用钽电容工业需求旺盛，加速国产化

3.1. 需求端：新基建推动，民用钽电容工业需求旺盛

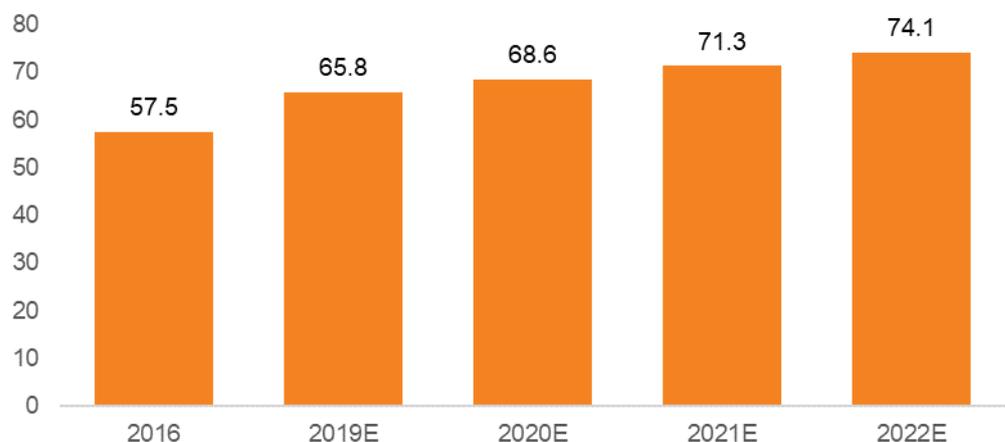
在民用市场，钽电容主要应用在工业领域，消费品也有涉及。在民用工业类市场，钽电容应用于系统通讯设备、工业控制设备、医疗电子设备、轨道交通、精密仪器仪表、石油勘探设备、汽车电子等民用工业类领域，钽电容处于无法取代的地位。消费方面，如在电脑、智能手机等领域，为了让 CPU 的使用寿命和工况稳定，几乎都会在电路设计中采用钽电容滤波。

5G 网络正式商用，预计部署超过 40 万个 5G 基站。5G 商用正式启动时，三大运营商都宣布在全国首批 50 座城市正式开启 5G 商用。但总体看，国内首批 5G 基站主要铺设在北京、上海、广州、深圳、杭州、苏州等经济较发达城市。2019 年 11 月 1 日，我国正式启动 5G 商用，目前已经开通 12.6 万个 5G 基站，在 52 座城市实现 5G 商用。预计到 2020 年，中国将部署超过 40 万个 5G 基站。

电容器在 5G 基站天线模块中被大量应用。由于人工智能、虚拟现实、5G 通信、电动汽车等行业的发展，民用电子元器件需求急剧上升。5G 基站的天线部分包括射频连接、PCB、滤波器、射频器件等。电容器作为最基本的被动元件之一，在这些器件中被广泛使用。例如，在滤波器中，电阻、电容、电感共同组成滤波电路，滤波电路可以对特定频率的频点或该频点以外的频率进行有效滤除，得到一个特定频率的信号。

近年来，我国钽电容器行业市场规模保持逐年增长的趋势，2022 年预计达到 74.1 亿元。2016 年我国钽电容器行业市场规模为 57.5 亿元，较上年同比增长 5%。根据中商产业研究院预测，2022 年我国钽电容器行业市场规模将会到达 74.1 亿元。

图 25：2016-2022 年中国钽电容器市场规模预测（单位：亿元）



资料来源：中商产业研究院、天风证券研究所

在电子元器件领域，军用技术和民用技术高度重合，宏达电子不断将拥有技术优势的产品投放到民用市场。2016 年至今，由于人工智能、虚拟现实、5G 通信、电动汽车、共享单车等行业的发展，民用电子元器件需求急剧上升，公司将继续扩大对民用片式钽电容、陶瓷薄膜电路等产品的投资以提高产能，持续提高公司在电子元器件领域的市场份额。

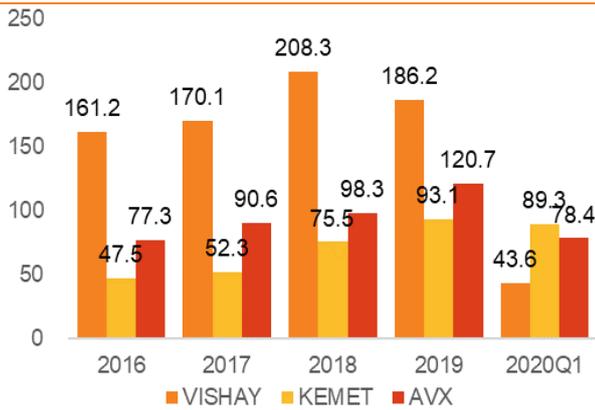
宏达电子在 5G 领域加大研发，扩大产能。公司基于对 5G 通讯行业、传感器领域、手机垂直激光器、大功率功率模块等应用领域的看好，在 5G 领域相关产品方面不断加大研发、扩大产能。随着 5G 商用的临近，公司 5G 通讯相关产品或将呈现较快增长。

3.2. 供给端：疫情蔓延，产能受限，价格上涨

在民用市场上，国际厂商与国内厂商不存在太大的市场准入差异，而以美国 Vishay、KEMET、AVX 公司为代表的国际钽电容器制造商，掌握和积累了钽电容器的核心技术和关键材料，且其钽电容器生产设备仪器先进、精度高、可控性强、效率高，无论是企业的规模，产品

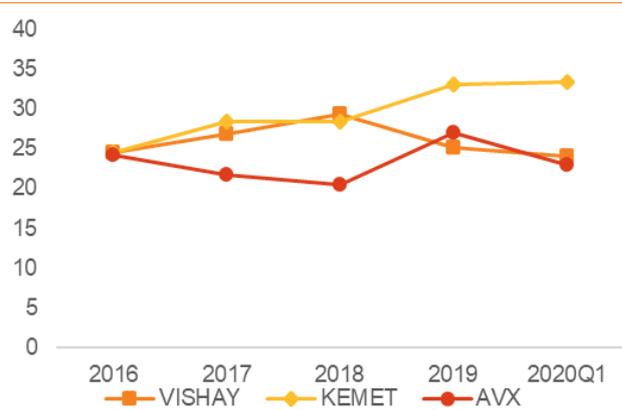
的可靠性、一致性，大容量、低 ESR 新产品开发等方面均领先于国内钽电容器企业。

图 26: VISHAY、KEMET、AVX 营收对比(单位: 亿元)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 27: VISHAY、KEMET、AVX 毛利率对比 (单位: %)



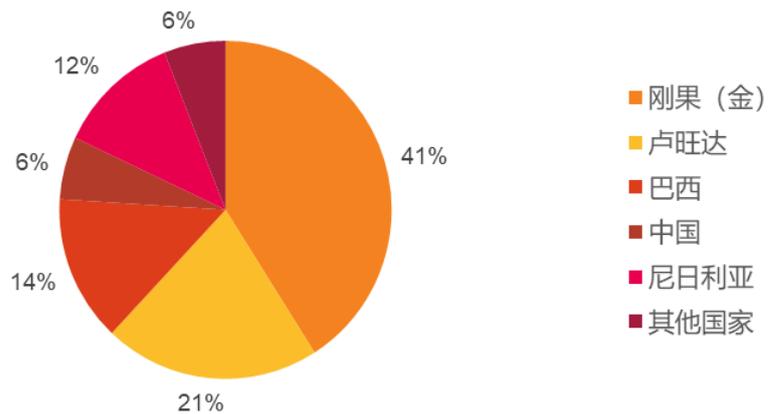
资料来源: Wind、天风证券研究所

技术水平的落后致使国内厂商呈缩减趋势。同时，近年来钽电容器行业技术进展较快，片式化产品及高分子化产品占比不断增加，国内厂商该类技术水平发展落后于国际厂商，国际厂商因为在产品性能与价格上相对国内厂商存在全面优势，所以近年来国内钽电容器市场上国内厂商占比呈缩减趋势。

上游材料方面，近年来，随着高端电子科技市场发展，全球对铌钽矿需求激增，2019 年全球铌金属产量达 7.4 万吨，钽金属产量达 1800 吨，各主要资源国对铌钽资源都给予了空前的重视。据中国矿业报报道，**目前，由于新冠肺炎疫情的影响，众多矿山企业（包括铌钽矿业）几乎处于（半）停滞状态，导致铌钽矿资源供应紧张，铌钽矿业受到了较大冲击。**

我国是铌钽金属的消费大国。然而，我国铌钽原料的对外依赖度太高，钽对外依赖度高达 80%以上，而铌几乎全部依赖进口，**受本次新冠病毒影响，国内铌钽矿供应链紧张，多家铌钽矿企受到冲击**，如东方钽业公司在 4 月 30 日公布的 Q1 报告中，收入下滑了 44.44%，较上年同期由盈转亏。上游钽紧张也将对下游钽电容产业链造成一定冲击。

图 28: 全球钽矿资源分布情况



资料来源: 中国矿业报, 天风证券研究所

2020 年二季度以来，疫情在欧美蔓延，导致海外钽电容产能受影响。由于国外疫情加重，国外同行可能面临部分停工问题，行业的龙头供应商 VISHAY 和 AVX 产能都受到了影响。

称受疫情影响，国外厂商纷纷提价 20%左右，预计仍有涨价空间。2020 年 5 月，AVX 称 COVID-19 在全美的扩散，已影响到业务的各个方面。由于复工情况不好，产能不足，无法满足不断增长的需求。因此，AVX 原厂将对 TAJ 和 TLJ 钽电容系列产品加价。所提价系列是到目前为止受 COVID-19 影响最大的产品系列。新定价将从 5 月交付开始生效，直到 9 月底。自厂商提价以来，外围现货零售已经涨价 2-3 倍，行业预计到年底涨价幅度还有

1 倍。

3.3. 电子元器件国产化替代加速

军工电子元器件是信息安全与国防安全的重中之重，国产化替代迫在眉睫。当前我国仍需从欧美日韩等发达国家进口大量芯片及元器件。由于军工行业保密和安全的要求，以及中美贸易摩擦等因素，我们认为军工领域的国产化非常紧迫。

表 9：国家对电子产业的支持措施

日期	支持措施
2014.6	国务院印发《国家集成电路产业发展推进纲要》
2014.9	成立“国家集成电路产业投资基金”
2015.5	国务院发布《中国制造 2025》。预计到 2020 年，40%的核心基础零部件、关键基础材料实现自我供应，受制于人的局面逐步缓解，航天装备、通信装备、发电与输变电设备、工程机械、轨道交通装备、家用电器等产业急需的核心基础零部件（元器件）和关键基础材料的先进制造工艺得到推广应用。预计到 2025 年，70%的核心基础零部件、关键基础材料实现自我供应，80 种标志性先进工艺得到推广应用，部分达到国际领先水平，建成较为完善的产业技术基础服务体系，逐步形成整机牵引和基础支撑协调互动的产业创新发展格局。
2017	科技部发布“科技创新 2030-重大项目”
2018.3	《政府工作报告》强调，把推动集成电路产业发展放在实体经济发展的首位
2018.11	工信部印发《新一代人工智能产业创新重点任务揭榜工作方案》
2019.5	关于继承电路设计和软件产业企业所得税政策的公告
2019.1	国家集成电路产业投资基金二期成立

资料来源：中国政府网、科学技术部、工信部、税务局、国务院，天风证券研究所

需求不断上扬，产能屡屡受限，且定价权被外国头部公司掌握，下游部分厂商从基础环节就“受制于人”。基于目前国际形势的复杂化，电子元器件国产化替代需求也进一步提升，用户需求增加对国产的电子元器件供应商而言是一次发展机遇。为了应对国际上对中国的技术封锁，国内供应商也会积极研发、攻坚克难。提高国产化水平，随着国产化相关政策的推进，以及国内产品的技术研发能力、生产一致性水平的提高，民用市场国产化替代仍有相当大的发展空间，或可重现 MLCC 行业发展逻辑。

国内公司民品钽电容行业处在发展初期，国产化率非常低，华为扶持国产相关产业链。受到中兴事件、福建晋华等事件影响，华为逐渐将供应链转移到国内，积极加强本土采购，发挥了下游带动上游发展的作用。

宏达电子积极推进民品开发和量产，建设电子元器件生产基地，紧握国产化机遇。

- 为了进一步促进公司的产业布局，公司 2020 年 Q1 与湖南省湘乡市人民政府签订了《项目投资协议》，将在湘乡经济开发区投资建设**电子元器件生产基地扩建项目**，计划逐步提升公司电子元器件产品特别是民用产品的市场竞争力。
- 公司 2020 年 7 月株洲高新技术产业开发区管理委员会签订合同，在湖南省株洲市高新区天易科技城投资建设**5G 电子元器件生产基地项目**，主营产品为**新型电子元器件及微电路模块，包括 MLCC、SLCC、环形器隔离器、电源微电路模块等**。

4. 盈利预测和投资建议

我们认为：（1）政策利好+军品需求持续提升，钽电容作为军品中常用的元器件将充分受益；（2）5G 和新基建刺激民用领域需求增加，二季度海外产能受限促使民品缺货涨价；（3）华加大本土采购，民品钽电容有望复制 MLCC 行业加速进口替代逻辑。宏达电子作为钽电容行业龙头，加之民营企业更为灵活的机制，有望充分受益于行业景气度提升。

根据我们对行业未来趋势和公司增长点的判断，我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 13.84/20.41/25.89 亿元，归母净利润分别为 4.56/6.50/8.26 亿元。

核心假设：

- 公司 2020、2021 和 2022 年营业收入增长率分别为 63.97%、47.46%和 26.86%
- 公司 2020、2021 和 2022 年毛利率分别为 70.17%、67.28%和 67.50%

表 10：业绩拆分及盈利预测表（单位：亿元）

	2020E	2021E	2022E
收入合计	13.84	20.41	25.89
钽电容	9.84	14.41	18.9
军用钽电容	7.3	9.9	11.9
民用钽电容	2.5	4.5	7.0
陶瓷电容等其他	4	6	7
毛利率	70.17%	67.28%	67.50%
钽电容	74.00%	70.00%	70.00%
陶瓷电容等其他	60.74%	60.74%	60.74%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

可比公司，我们根据申银万国一级行业分类，选择市值较为接近的几家上市公司：火炬电子、鸿远电子、风华高科和振华科技，考虑到公司 20-21 年业绩的高增速，给予公司 21 年 PE40 倍，对应目标价 65.2 元/股，首次覆盖，给予买入评级。

表 11：可比公司估值水平（PE）

公司名称	2020E	2021E	2022E
火炬电子	47.29	35.28	28.05
鸿远电子	47.42	36.26	29.3
风华高科	105.89	46.44	30.34
振华科技	71.04	57.21	42.64
平均值	67.91	43.80	32.58

资料来源：公司公告、天风证券研究所

5.风险提示

（1）军品订单不及预期

未来可能高可靠领域客户根据国家相关政策需要间歇性提高或降低采购量，而导致公司年度经营业绩出现波动。

（2）技术发展滞后

虽然公司在核心技术团队、知识产权等方面优势显著，但如果未来公司的核心技术未能满足客户发展方向的需求，导致技术落后；或者核心技术人员流失，导致公司竞争力下降。

（3）民品领域需求释放不足

人工智能、5G 通信对行业的拉动效果不显著，民用领域电子元器件需求不及预期而导致公司业绩增长不足。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	309.29	228.79	110.72	163.27	207.13
应收票据及应收账款	781.37	985.69	1,829.75	2,297.41	2,938.31
预付账款	7.46	12.40	14.73	28.65	27.84
存货	260.49	348.16	527.05	884.83	898.09
其他	56.85	105.89	72.91	88.87	106.09
流动资产合计	1,415.45	1,680.92	2,555.15	3,463.03	4,177.46
长期股权投资	1.45	1.82	1.82	1.82	1.82
固定资产	149.37	218.90	240.64	279.56	315.79
在建工程	28.26	16.88	46.13	75.68	75.41
无形资产	9.74	9.46	9.19	8.91	8.64
其他	74.97	45.96	35.54	37.58	37.07
非流动资产合计	263.79	293.01	333.32	403.55	438.73
资产总计	1,679.24	1,973.94	2,888.47	3,866.58	4,616.18
短期借款	0.00	0.00	553.64	976.91	1,297.92
应付票据及应付账款	31.90	73.08	57.51	154.82	127.97
其他	49.47	81.01	65.80	83.69	83.59
流动负债合计	81.37	154.09	676.94	1,215.42	1,509.48
长期借款	0.00	0.00	98.19	138.38	66.56
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	16.01	22.86	16.51	18.46	19.28
非流动负债合计	16.01	22.86	114.70	156.83	85.83
负债合计	97.37	176.95	791.64	1,372.25	1,595.31
少数股东权益	28.54	41.47	46.22	55.90	77.66
股本	400.10	400.10	400.10	400.10	400.10
资本公积	669.60	670.77	670.77	670.77	670.77
留存收益	1,153.22	1,355.42	1,650.51	2,038.33	2,543.12
其他	(669.60)	(670.77)	(670.77)	(670.77)	(670.77)
股东权益合计	1,581.86	1,796.99	2,096.83	2,494.33	3,020.87
负债和股东权益总	1,679.24	1,973.94	2,888.47	3,866.58	4,616.18

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	218.98	309.06	455.96	650.36	825.80
折旧摊销	30.38	41.39	9.28	11.80	14.32
财务费用	0.12	0.11	0.00	0.00	0.00
投资损失	(2.66)	(45.46)	(15.85)	(15.85)	(15.85)
营运资金变动	(357.36)	(229.23)	(1,045.69)	(735.77)	(690.27)
其它	72.36	6.70	(21.91)	14.13	27.68
经营活动现金流	(38.18)	82.57	(618.21)	(75.33)	161.68
资本支出	65.10	90.68	66.35	78.05	49.18
长期投资	0.32	0.37	0.00	0.00	0.00
其他	(211.82)	(133.31)	(57.17)	(151.09)	(95.19)
投资活动现金流	(146.40)	(42.25)	9.18	(73.04)	(46.00)
债权融资	0.00	0.00	651.83	1,115.29	1,364.48
股权融资	11.20	6.47	0.00	0.00	0.00
其他	(49.21)	(108.29)	(160.87)	(914.36)	(1,436.29)
筹资活动现金流	(38.01)	(101.82)	490.96	200.92	(71.82)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(222.58)	(61.50)	(118.07)	52.55	43.85

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	636.31	844.04	1,383.99	2,040.89	2,589.08
营业成本	216.01	280.84	412.89	667.85	841.56
营业税金及附加	8.89	8.22	18.82	25.38	30.87
营业费用	85.75	115.45	187.17	276.73	351.78
管理费用	58.96	69.47	114.87	169.39	212.30
研发费用	42.93	56.92	94.11	140.82	178.65
财务费用	(11.20)	(5.30)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	28.42	(12.98)	9.18	8.21	1.47
公允价值变动收益	0.00	0.00	(26.67)	4.44	5.93
投资净收益	2.66	45.46	15.85	15.85	15.85
其他	(47.93)	(79.97)	21.64	(40.58)	(43.55)
营业利润	251.83	365.94	536.13	772.80	994.22
营业外收入	6.71	0.00	6.42	4.38	3.60
营业外支出	0.57	0.90	0.53	0.67	0.70
利润总额	257.97	365.05	542.01	776.51	997.12
所得税	38.99	55.98	81.30	116.48	149.57
净利润	218.98	309.06	460.71	660.04	847.55
少数股东损益	(4.01)	16.07	4.75	9.68	21.75
归属于母公司净利润	222.99	292.99	455.96	650.36	825.80
每股收益(元)	0.56	0.73	1.14	1.63	2.06

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	21.35%	32.65%	63.97%	47.46%	26.86%
营业利润	11.74%	45.31%	46.51%	44.15%	28.65%
归属于母公司净利润	11.59%	31.39%	55.62%	42.63%	26.98%
获利能力					
毛利率	66.05%	66.73%	70.17%	67.28%	67.50%
净利率	35.04%	34.71%	32.95%	31.87%	31.90%
ROE	14.36%	16.69%	22.24%	26.67%	28.06%
ROIC	24.69%	25.50%	30.74%	25.37%	24.92%
偿债能力					
资产负债率	5.80%	8.96%	27.41%	35.49%	34.56%
净负债率	-19.55%	-12.73%	25.81%	38.17%	38.31%
流动比率	17.40	10.91	3.77	2.85	2.77
速动比率	14.19	8.65	3.00	2.12	2.17
营运能力					
应收账款周转率	0.95	0.96	0.98	0.99	0.99
存货周转率	2.87	2.77	3.16	2.89	2.90
总资产周转率	0.40	0.46	0.57	0.60	0.61
每股指标(元)					
每股收益	0.56	0.73	1.14	1.63	2.06
每股经营现金流	-0.10	0.21	-1.55	-0.19	0.40
每股净资产	3.88	4.39	5.13	6.09	7.36
估值比率					
市盈率	72.63	55.28	35.52	24.90	19.61
市净率	10.43	9.23	7.90	6.64	5.50
EV/EBITDA	25.51	21.93	30.68	21.86	17.22
EV/EBIT	28.55	23.94	31.21	22.19	17.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com