



宏达电子（300726）2020 年年报点评： 下游需求旺盛，军、民线条双丰收

行业分类：国防军工

2021 年 3 月 26 日

投资评级

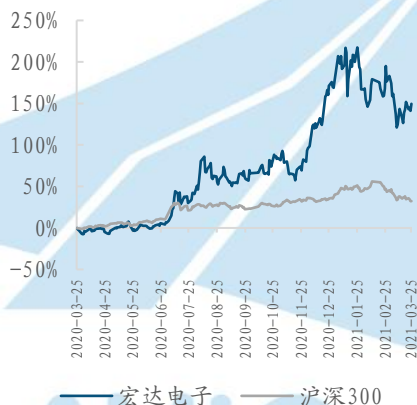
买入

当前价格（元/股） 65.00
目标价格（元/股） 76.61

基本数据（截至 2021/3/25）

总市值（亿元）	260.07
流通市值（亿元）	118.81
总股本（百万股）	400.10
流通股本（百万股）	182.78
12 个月价格区间（元）	24.08/82.65

近一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

◆ **事件：**公司发布 2020 年年报，2020 年公司实现营业收入（14.01 亿元，+65.97%），归属母公司股东净利润（4.84 亿元，+65.12%），扣非后归属母公司股东净利润（4.34 亿元，+78.68%），综合毛利率（69.15%，+2.42pcts）。

◆ 投资要点：

下游需求旺盛，军、民线条双丰收。公司是以钽电容为主的电子元器件生产企业，处于行业领先地位，在 2020 年中国电子元件百强企业排名中位列第 29 名。2020 年公司实现营业收入（14.01 亿元，+65.97%），归属母公司股东净利润（4.84 亿元，+65.12%），综合毛利率（69.15%，+2.42pcts）。“十三五”末期军工订单落地叠加“十四五”初期电子元器件需求提升，进一步推进公司高可靠电容器收入大幅上升。另一方面，2020 年受全球新冠疫情影响，外企出现停产、减产情况，大量订单转向国内厂商，民用电子元器件需求上升。公司积极应对外部影响，民品订单和收入增量明显。

费用方面，公司整体营收增加，伴随员工工资及奖金增加导致销售费用（1.79 亿元，+55.08%）与管理费用（1.08 亿元，+56.14%）大幅增加。银行利息的减少导致公司财务费用（-229.22 万元，-56.76%）的回落。报告期间，公司积极投入研发项目，研发费用（0.82 亿元，+44.18%）大幅增加，目前大容量小型化金属外壳封装铝电容器、耐高温 150℃ 高分子片式钽电容等产品项目进入批量试产阶段。

由于下游需求强劲，公司积极备货，存货（5.73 亿元，+64.63%）快速上升，应收票据及应收账款（14.29 亿元，+44.96%）余额较大，未来在公司回款后经营性现金流净额（2.57 亿元，+210.81%）将进一步得到扩充。

电子元器件景气度持续提升，公司钽电容收入创新高。2020 年公司钽电容营业收入（8.57 亿元，+43.14%），占比 61.20%，其中非固体电解质钽电容营业收入（4.94 亿元，+42.77%），占比 35.28%，毛利率（81.22%，+2.43pcts）；固体电解质钽电容营业收入（3.63 亿元，+43.65%），占比 25.92%，毛利率（56.07%，+0.03pcts）。公司作为国内军用钽电容核心生产企业之一，产品广泛应用于航空、航天、船舶和兵器等军工领域。2020 年正值十三五规划最后一年，订单大规模释放，高能混合钽产品全年营业收入接近 5 亿元，再创新高。另一方面，由于海外疫情造成的部分企业停产、减产叠加 5G 通信、人工智能等行业崛起加大大了对民用电子元器件的需求，导致供需不平衡，引发电容器价格上涨，大量订单转向国内厂商，公司民品业务受益。另外，公司加大对民用钽电容的投入。2020 年 3 月公司在湘乡投资建设了以钽电容为主的民用电子元器件生产

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航
资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传 真：010-59562637

基地扩建项目，扩产后公司营收将得到进一步增长。目前我国的安全实力与经济实力相比还不匹配，“十四五”作为实现 2027 年建军百年奋斗目标关键时期，下游军品有望大规模列装。随着国家对强军目标的不断推进，信息化、智能化建设将不断深入，电子元器件市场将不断扩大，公司业绩有望保持高速增长。

非钽电容业务增速强劲，陶瓷电容、微电路模块业务为公司带来新动能。2020 年公司非钽电容营业收入（5.44 亿元，+121.76%），占比 38.80%。公司 2014 年开始布局多层陶瓷电容器，主要研发具有代表性的高 Q、竖向金电极产品等高端化、差异化的产品。2020 年，陶瓷电容器营业收入（1.22 亿元，+62.19%），逐渐成为公司成长的新动力。与此同时，微电路模块营业收入（1.14 亿元，+109.43%）大幅增加，为业绩上涨提供有力支撑。另外，公司通过外延并购和扩产的方法，逐步扩充公司产品品类和产能，为实现规模化升级打造基础。2020 年公司通过收购成都卓芯，引入制射频芯片等产品，并投资建设株洲电子元器件生产基地，扩充 MLCC、SLCC、环形器隔离器、电源微电路模块等几大类产品产能，未来非钽电容收入将进一步提高。

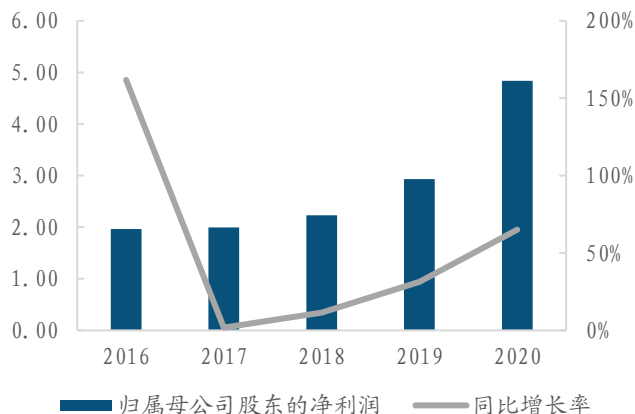
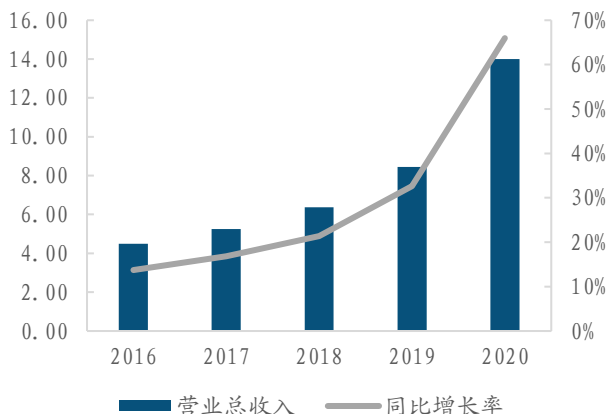
◆ 投资建议

公司作为钽电容行业领先企业，近年来在主业地位稳固的同时不断拓展新的收入爆发点。我们认为随着“十四五”的发展，对信息化、智能化的要求将不断提高，上游电子元器件需求将实现模性提升，公司业绩有望持续高速增长。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 6.51 亿元、8.54 亿元和 10.16 亿元，EPS 分别为 1.63 元、2.14 元和 2.54 元，对应 PE 分别为 40.0、30.4、25.6 倍，给予“买入”评级，并给予公司 2021 年 PE 47 倍，对应目标价 76.61 元/股。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	14.01	19.64	25.52	29.43
增长率	65.97%	40.23%	29.89%	15.34%
归属母公司净利润（亿元）	4.84	6.51	8.54	10.16
增长率	65.12%	34.53%	31.28%	18.95%
每股收益 EPS（元）	1.21	1.63	2.14	2.54
净资产收益率 ROE	24.01%	24.49%	26.33%	25.99%
PE	53.8	40.0	30.4	25.6
PB	11.8	9.8	8.0	6.6

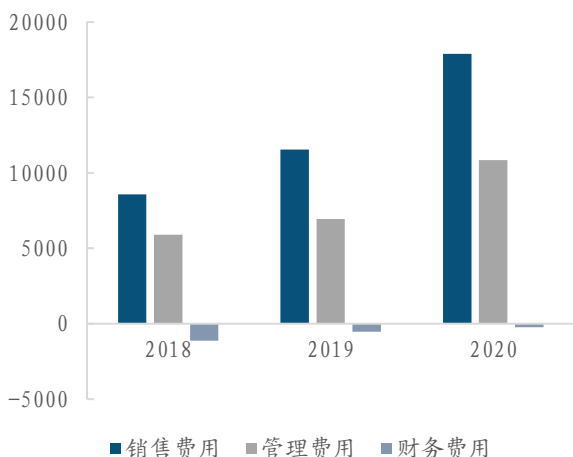
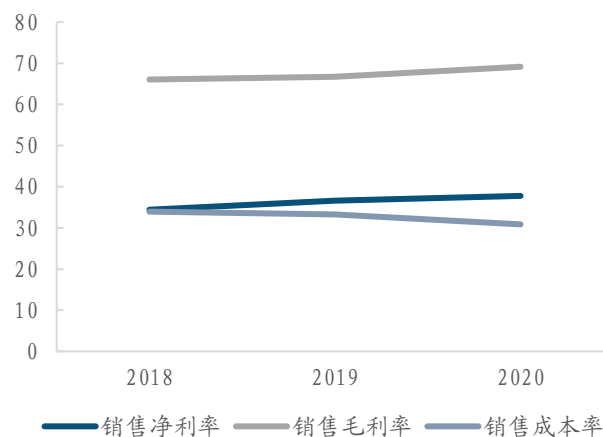
资料来源：Wind，中航证券研究所

◆ **风险提示：**应收账款及应收票据余额较大的风险；全球新冠疫情缓解存在不确定性。

图 1: 2016-2020 营业总收入及增速 (单位: 亿元, %) **图 2: 2016-2020 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)**


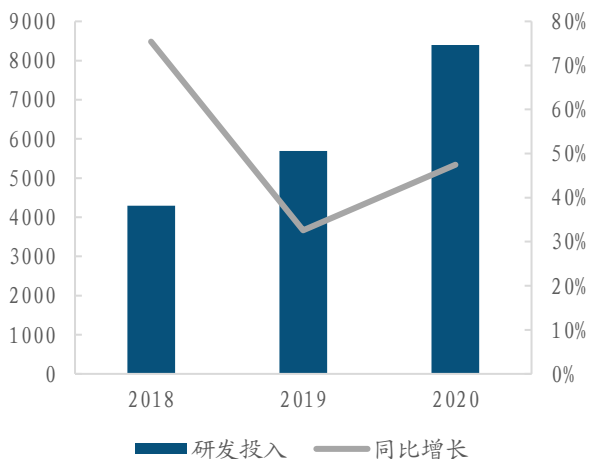
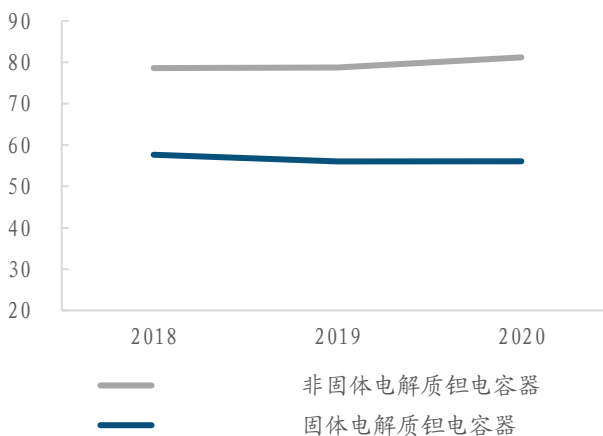
数据来源: Wind, 中航证券研究所

数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 3: 2018-2020 三费情况 (单位: 万元)

图 4: 2018-2020 销售毛利率、净利率、成本率 (%)


数据来源: Wind, 中航证券研究所

数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 5: 2018-2020 研发投入 (单位: 万元)

图 6: 2018-2020 各细分板块毛利率 (%)


数据来源: Wind, 中航证券研究所

数据来源: Wind, 中航证券研究所

图表 6: 财务报表预测 (单位: 亿元)

利润表					现金流量表				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14.01	19.64	25.52	29.43	净利润	5.29	6.51	8.54	10.16
营业成本	4.32	5.62	7.17	8.21	折旧与摊销	0.56	0.88	1.14	1.30
营业税金及附加	0.18	0.25	0.39	0.46	财务费用	-0.02	0.62	0.67	0.71
销售费用	1.79	2.50	3.51	4.20	资产减值损失	-0.10	0.95	1.07	0.87
管理费用	1.08	2.24	2.90	3.30	经营营运资本变动	-2.53	-6.67	-6.57	-4.38
财务费用	-0.02	0.62	0.67	0.71	其他	-0.64	-1.08	-1.22	-1.04
资产减值损失	-0.10	0.95	1.07	0.87	经营性现金流净额	2.57	1.20	3.64	7.63
投资收益	0.02	0.13	0.15	0.17	资本支出	-2.71	-0.67	-0.71	-0.87
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	0.86	-0.50	-0.48	-0.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-1.85	-1.17	-1.19	-1.33
营业利润	6.17	7.59	9.96	11.85	短期借款	0.06	3.64	1.76	-1.50
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	6.17	7.59	9.96	11.84	股权融资	-0.06	0.00	0.00	0.00
所得税	0.88	1.08	1.41	1.68	支付股利	-1.20	-1.98	-2.67	-3.50
净利润	5.29	6.51	8.54	10.16	其他	0.01	-0.62	-0.67	-0.71
少数股东损益	0.45	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	-1.19	1.03	-1.57	-5.71
归属母公司股东	4.84	6.51	8.54	10.16	现金流量净额	-0.48	1.07	0.88	0.59
资产负债表					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1.88	2.95	3.83	4.41	成长能力				
应收和预付款项	14.94	20.91	27.16	31.32	销售收入增长率	65.97%	40.23%	29.89%	15.34%
存货	5.73	7.45	9.51	10.89	营业利润增长率	68.63%	22.97%	31.27%	18.95%
其他流动资产	0.75	0.90	1.05	1.15	净利润增长率	71.22%	22.98%	31.28%	18.95%
长期股权投资	0.07	0.07	0.07	0.07	EBITDA 增长率	66.80%	35.48%	29.59%	17.74%
投资性房地产	0.01	0.01	0.01	0.01	获利能力				
固定资产和在建	4.82	4.39	3.71	3.02	毛利率	69.15%	71.39%	71.90%	72.11%
无形资产和开发	0.33	0.58	0.86	1.13	三费率	20.36%	27.30%	27.74%	27.90%
其他非流动资产	1.09	1.70	2.31	2.91	净利率	37.78%	33.13%	33.48%	34.53%
资产总计	29.63	38.96	48.49	54.91	ROE	24.01%	24.49%	26.33%	25.99%
短期借款	0.06	3.69	5.46	3.95	ROA	17.86%	16.70%	17.62%	18.51%
应付和预收款项	5.13	6.71	8.57	9.81	ROIC	28.55%	28.76%	28.80%	28.76%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	47.87%	46.25%	46.14%	47.10%
其他负债	2.40	2.00	2.02	2.03	营运能力				
负债合计	7.58	12.39	16.04	15.80	总资产周转率	0.57	0.57	0.58	0.57
股本	4.00	4.00	4.00	4.00	固定资产周转率	6.48	7.19	7.80	9.95
资本公积	6.65	6.65	6.65	6.65	应收账款周转率	2.38	2.48	2.40	2.28
留存收益	10.48	15.01	20.89	27.55	存货周转率	0.90	0.85	0.85	0.80
归属母公司股东	21.13	25.66	31.54	38.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	67.38%	—	—	—
少数股东权益	0.91	0.91	0.91	0.91	资本结构				
股东权益合计	22.04	26.57	32.45	39.11	资产负债率	25.60%	31.81%	33.08%	28.77%
负债和股东权益	29.63	38.96	48.49	54.91	带息债务/总负债	0.73%	29.78%	34.01%	25.02%
业绩和估值指标					流动比率	4.13	3.08	2.95	3.45
	2020A	2021E	2022E	2023E	速动比率	3.11	2.37	2.27	2.66
EBITDA	6.71	9.09	11.77	13.86	股利支付率	24.81%	30.45%	31.21%	34.44%
PE	53.76	39.96	30.44	25.59	每股指标				
PB	11.80	9.79	8.02	6.65	每股收益	1.21	1.63	2.14	2.54
PS	18.56	13.24	10.19	8.84	每股净资产	5.51	6.64	8.11	9.78
EV/EBITDA	38.296	28.481	21.999	18.487	每股经营现金	0.641	0.301	0.910	1.907
股息率	0.005	0.008	0.010	0.013	每股股利	0.300	0.495	0.666	0.875

数据来源: Wind, 中航证券研究所注: 管理费用包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

宋子豪, SAC 执业证书号: S0640520080002, 美国印第安纳凯利商学院金融学学士、数学辅修, 福特汉姆大学金融学硕士, 从事电子行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。