



Research and  
Development Center

# 宏达电子：狼性基因孕育强大动能，多点开花铸就高成长

— 宏达电子(300726.SZ)首次覆盖报告

2021年03月31日

张润毅 军工行业分析师  
S1500520050003  
zhangrunyi@cindasc.com

## 证券研究报告

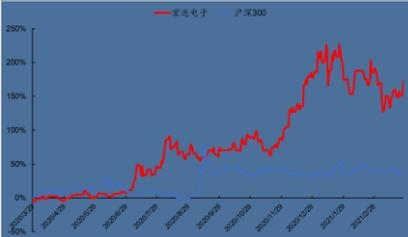
### 公司研究

### 深度报告

### 宏达电子 (300726.SZ)

投资评级 **买入**

上次评级 -



资料来源：万得，信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价 (元)	73.36
52 周内股价	24.18-82.65
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	2
总股本 (亿股)	4.00
流通 A 股比例 (%)	46
总市值 (亿元)	294

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

## 宏达电子：狼性基因孕育强大动能，多点开花铸就高成长

2021 年 03 月 31 日

### 本期内容提要：

**曾经的钽电容后起之秀，如今多点开花、弯道超车的军工电子领跑者，给予“买入”评级。**宏达电子深耕军用电子领域 20 余年，以高可靠电子元器件和电路模块为核心，不断加快横向布局、市场渗透、品类扩张，2013-2020 年公司营收从 2.1 亿增至 14 亿，归母净利润从 7986 万到 4.84 亿，7 年内均实现超 6 倍内生增长。我们判断，军工电子高景气浪潮红利+公司独特创业平台模式+狼性基因，铸就公司“十四五”新一轮跨越式发展，业绩有望持续超预期。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 7.5/10.8/14.9 亿，对应 EPS1.9/2.7/3.7 元，CAGR 为 41%，对应 PE37/26/19 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**军工电子高景气浪潮已至，龙头企业尽享行业红利。**2020 年以宏达电子、鸿远电子、火炬电子等为代表的被动元器件“三巨头”增速均超 60-70%，军工电子成为军工板块最受关注的赛道之一，但随即市场开始担忧高增长的持续性。我们认为：1)“十四五”是信息化装备升级换代的关键期，电子元器件将受益于信息化水平提升，其景气周期刚刚开始，预计未来 5 年行业复合增速超 30%。2)单一品类或配套单一型号的企业易遭遇发展瓶颈，而对于规模优势明显、横向扩张能力强的龙头企业则“强者恒强”，从而获得远超行业的成长。

**“从钽到非钽”：宏达电子横向布局加码未来成长，打造高可靠电子元器件龙头。**1)钽电容器是公司高增长的基石：公司近年来陆续推出新一代钽电容器，打破国外封锁，率先实现对航空航天领域批量化供应，填补国内空白。2020 年公司钽电容收入增长 43%，占总收入 60%；2)2014 年起，公司横向重点布局陶瓷电容 MLCC、微电路模块等非钽领域。2013-2020 年非钽业务收入占比从 0.7% 上升至 39%，达 5.4 亿元，CAGR 高达 97%，其中微电路模块、MLCC 等收入增长 109%、62%，成为公司成长的新引擎。3)布局多年、规模尚小但潜力大的产品还有：薄膜电容器、高分子铝电容、温度传感器等。

**“从军到民”：钽电容民用市场潜力大，国产替代吹响成长号角。**1)中美摩擦叠加疫情影响，我国电容器“内循环”迫在眉睫：2019 年我国电容器行业的市场规模为 1102 亿元，占全球比重超 70%，但供给端多被美/日/韩垄断。2020 年疫情刺激电子产品需求和对海外供应链影响，大量订单转向国内，民用元器件需求上升；2)前瞻布局+产能扩张，助力公司抢占高端民用市场。当前民品占公司收入约 10%，预计未来随着公司加大民品投入，民品业务将大幅提高。**狼性文化孕育强大内生动力，创业平台型模式乃公司独特且鲜明的竞争优势。**

1)截至 2020 年底，公司共参控股子公司/联营企业达 22 家，短短几年内从无到有，快速发展，我们认为，这与公司的狼性文化和激励机制密切相关。2)公司秉承“宏诚信品格、达可靠品质”的经营理念，依托成熟的销售/产品/资金/管理平台，业务范围从核心产品钽电容扩展到其他品类，产生显著协同作用。

**风险提示：**军费/装备费投入不及预期；株洲、湘乡项目建设不及预期。

主要财务指标 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	844	1401	2139	3120	4257
同比 (%)	33%	66%	53%	46%	36%
归属母公司净利润	293	484	748	1082	1493
同比	31%	65%	55%	45%	38%
毛利率	66.7%	69.1%	68.5%	68.3%	68.5%
ROE	16.7%	22.9%	25.9%	27.1%	27.2%
EPS (摊薄) (元)	0.73	1.21	1.87	2.70	3.73
P/E	36	60	39	27	20
P/B	6	14	10	7	5
EV/EBITDA	29.1	45.1	43.0	28.3	20.0

## 目录

1. 曾经的钽电容后起之秀，如今多点开花、弯道超车.....	6
1.1 以钽电容起家，积极横向布局.....	6
1.2 公司亮点①：横向布局效果显，业绩增长“后劲”足.....	8
1.3 公司亮点②：紧抓高端电子元器件国产化替代契机，未来成长可期.....	9
2. 成长驱动力①军工电子高景气浪潮已至，龙头尽享行业红利.....	13
2.1 电容器是最常用的三大被动元件之一.....	13
2.2 军费持续稳定增长，装备开支占比提升，下游需求迎来放量.....	16
2.3 国防信息化加速推进，军工电子焕发生机.....	18
2.4 军用电容器壁垒高企，龙头企业坐享规模红利.....	20
3. 成长驱动力②民用市场潜力巨大，国产替代吹响成长号角.....	23
3.1 千亿市场蓄势待发，规模增速引领全球.....	23
3.2 美、日、韩主导全球电容器供给，国产替代成为必然.....	25
3.3 建设项目未来持续释放产能，助力公司开拓新市场.....	26
4. 盈利预测与投资建议.....	27
4.1 核心假设与盈利预测.....	27
4.2 公司估值&投资建议：首次覆盖给予“买入”评级.....	27
5. 风险提示.....	29
5.1 国家军费和装备费投入不及预期.....	29
5.2 株洲、湘乡项目建设、产能释放不及预期.....	29

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 截至 2020 年底公司股权结构（不含联营企业）.....	7
图表 3: 2013-2020 年营收增长 6.6 倍，CAGR 达 31%.....	7
图表 4: 2013-2020 年归母净利润增长 6 倍，CAGR 达 29%.....	7
图表 5: 公司产品以军用钽电容为主，各品类元件协同发展.....	8
图表 6: 2013-2020 年公司非钽业务收入占比不断上升.....	9
图表 7: 2013-2020 年公司非钽业务毛利占比持续提升.....	9
图表 8: 2020 年公司重点拓展产品对应子公司业绩均实现突破.....	10
图表 9: 公司下游客户多集中于军工集团，来自航空航天领域的需求占主导地位.....	11
图表 10: 2013-2020 年公司各业务毛利率.....	12
图表 11: 近年来公司毛利率有所下滑但净利率维持稳定.....	12
图表 12: 电子元器件分类.....	13
图表 13: 电阻、电容、电感是 RCL 的三种主要类型.....	14
图表 14: 电容器分类.....	14
图表 15: 电容器行业产业链.....	15
图表 16: 小型化、片式化将成为电容器未来主要发展趋势.....	15
图表 17: 我国军费已连续五年破万亿，“十三五”总军费较“十二五”增幅达 48%.....	16
图表 18: 世界主流国家 2010 年以来军费开支情况（亿人民币）.....	16
图表 19: 2012-2017 年军费占各国 GDP 平均比重.....	17
图表 20: 2012-2017 年军费占各国财政支出平均比重.....	17
图表 21: 2010 年以后我国军费开支不断向装备领域倾斜.....	17
图表 22: 国防信息化内涵与下游覆盖领域.....	18
图表 23: 信息化战争指标评估.....	19
图表 24: 美军在信息化基础上已开启智能化进程.....	19
图表 25: 军工电子相关扶持政策.....	20
图表 26: 至 2025 年我国军工电子市场规模将达到 5012 亿元.....	20
图表 27: 美军在信息化基础上已开启智能化进程.....	20
图表 28: 2015-2020 年公司研发投入增长近 6 倍.....	21
图表 29: 公司收入体量与振华新云对比.....	21
图表 30: 军用电容器竞争格局.....	22
图表 31: 军用电子元器件公司梳理.....	22
图表 32: 2019 年全球电容器市场产品结构分布.....	23
图表 33: 2019 年中国电容器市场产品结构分布.....	23
图表 34: 中国电容器行业规模增速全球领先.....	23
图表 35: 2022 年 5G 基站新建数量将达到 110 万个.....	24
图表 36: 2022 年 5G 基站市场空间将达到 1980 亿元.....	24
图表 37: 2014-2020 年我国新能源汽车产量 CAGR 达到 61%.....	24
图表 38: 2014-2020 年我国新能源汽车销量 CAGR 达到 62%.....	24
图表 39: 2015-2019 年我国智能家居和可穿戴设备出货增速最快.....	25

图表 40: 2015-2019 年我国智能终端出货量 CAGR 为 5.9%.....	25
图表 41: MLCC 市场日系厂商具有绝对优势.....	25
图表 42: 钽电容领域美、日厂商份额占比高达 7 成.....	25
图表 43: 2020 年公司于湘乡和株洲分别投建电子元件生产基地.....	26
图表 44: 可比公司相对估值比较.....	28
图表 45: 宏达电子 2021-2023 年收入拆分预测.....	28
图表 46: 财务报表和主要财务比率.....	30

## 与众不同的观点&投资逻辑

我们认为狼性文化赋能未来成长，横向布局保持业务常青。部分投资者可能认为 2014-2020 年宏达电子表现虽屡超预期，但其所处钽电容细分领域市场空间有限，且横向布局的 MLCC、微电路模块等领域已有先行者，公司或难脱颖而出，从而担忧公司未来业绩天花板有限，高增长难以持续。但我们认为，在“装备升级+国产替代”的大逻辑下，公司有望充分受益于国防信息化建设提速和民用高端电子元器件国产化浪潮，驶入新一轮高增长轨道。

**1) 国防信息化建设提速，军工电子迎黄金发展期，公司积极横向布局，稳坐龙头地位，强者恒强。** ①作为国内高可靠钽电容龙头，宏达电子军品业务占比约 90%，多条产线/多项产品打破封锁，填补国内空白，下游客户超 2000 余家，供求关系稳定，是军工电子领域当之无愧的龙头企业。②2014 年开始公司便以钽电容业务为基础积极布局 MLCC、微电路模块等领域，2015-2020 年公司非钽业务收入 CAGR 高达 97%，截至 2020 年底，公司参控股子公司/联营企业达 22 家，在打造创业型平台企业的道路上行稳致远。③我们认为，“十四五”将是国防建设的关键时期，国防信息化建设将全面提速，军工电子作为信息化装备升级换代的关键也将进一步蓬勃发展，公司作为军工电子龙头将尽享行业红利。

**2) 民用高端元器件国产替代有望加速，产能扩张助推公司进入收获期。** ①当前，民用电子元器件市场规模虽超千亿但供给仍被美、日、韩垄断，我国尚处第三梯队，随着国际局势日趋复杂，叠加疫情影响，民用高端元器件国产替代迫在眉睫，公司有望充分受益。②公司株洲、湘乡建设项目正稳步推进，未来将有序释放产能，打破产能瓶颈，助推公司开拓新市场。③当前民品占公司收入约 10%，预计未来随着公司加大民品投入，民品业务将大幅提高。

### 宏达电子的投资逻辑“思维导图”



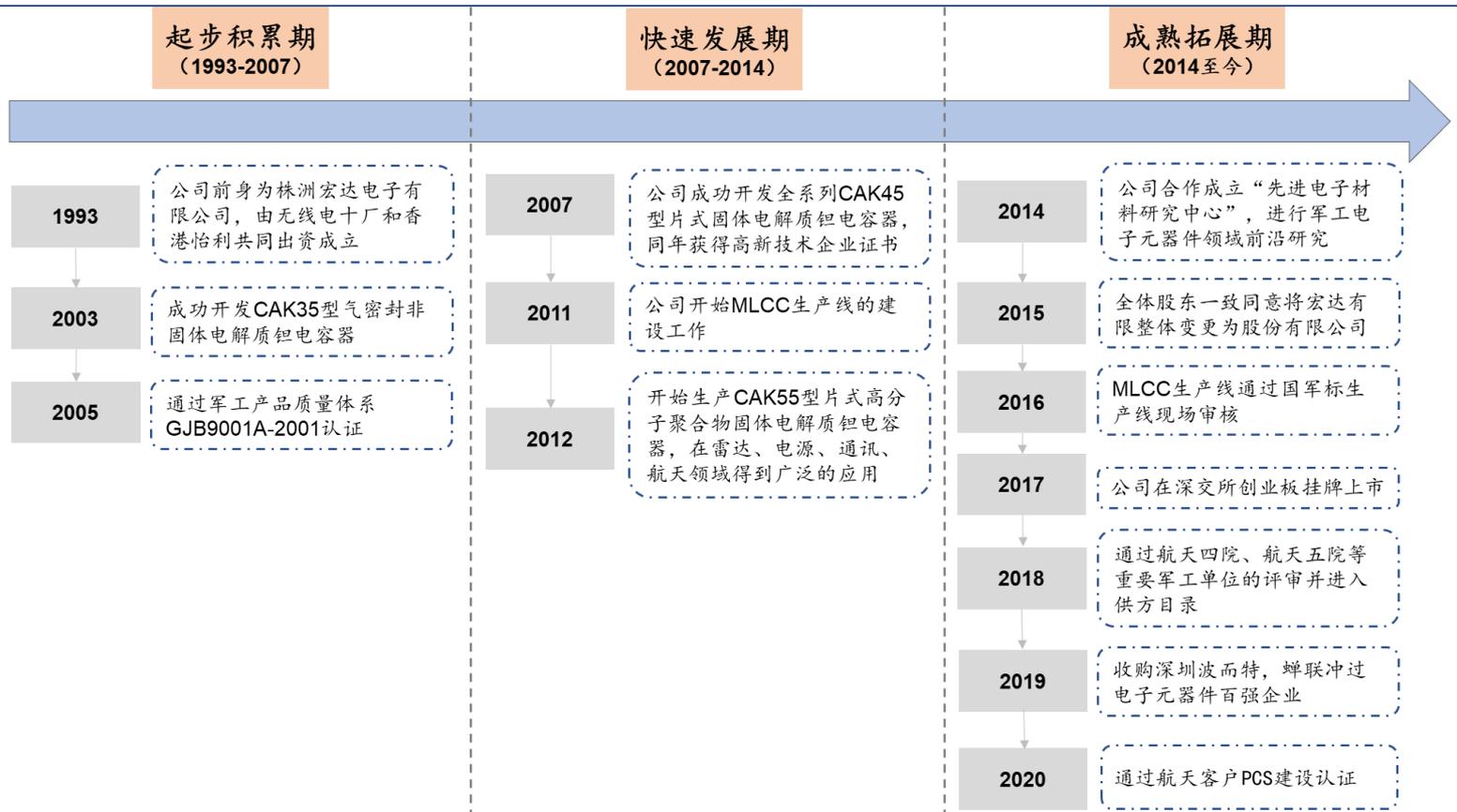
# 1、曾经的钽电容后起之秀，如今多点开花、弯道超车

## 1.1 以钽电容起家，积极横向布局

宏达电子是国内高可靠电容器龙头，多项产品/多条产线填补国内空白，优势显著。

- **发展历程：**公司前身为株洲宏达电子有限公司，1993年由无线电十厂和香港怡利共同出资成立，2003年公司进入高可靠钽电容领域，2014年起公司开始加快布局 MLCC、微电路模块等领域，2017年11月在创业板上市。
- **公司优势：**公司深耕军用电子领域 20 余年，产品覆盖高可靠电子元器件和电路模块，高分子钽电容、高能钽混合电容等产品国内领先，2019 年位列中国电子元件钽电容细分领域第 1 名，2020 年位列中国电子元件百强企业第 29 名。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

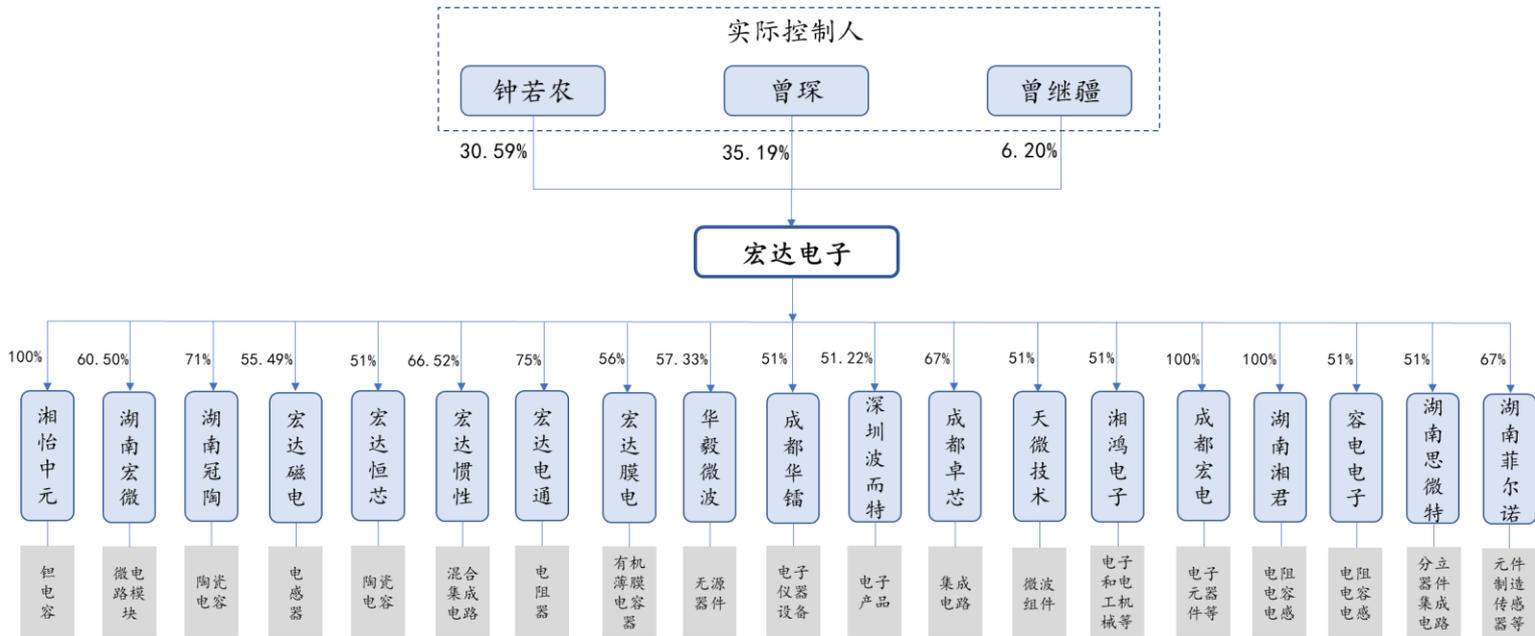
- **产品突破“卡脖子”桎梏，批量化供应造就钽电龙头：**宏达电子成立之初便注重技术积累，其自主研发的 CAK45、CAK39H、CAK55 型钽电容均实现量产并广泛用于航空航天多型号项目。2012 年，公司 THC 型高能混合钽电容率先实现对美国 EVANS 公司的产品替代，成为国内首家建成片式高分子固体钽电容生产线的企业。此外，公司也建成国内第一条通过 CAST 认证的高能钽电解电容产线，填补国内该领域空白。

我们认为，以高质量产品切入航空航天等高可靠、高附加值市场，并率先形成批量化供应，占据卡位优势是公司成功的关键。

- **股权结构合理：**公司实际控制人为曾继疆、曾琛和钟若农，曾继疆和钟若农为夫妻，曾琛为二人之女，三人合计直接持有公司 71.98% 的股份。其中，钟若农为公司董事长，

曾琛为第一大股东，曾继疆先生 2004-2019 年 5 月任公司总经理。

图 2：截至 2020 年底公司股权结构（不含联营企业）

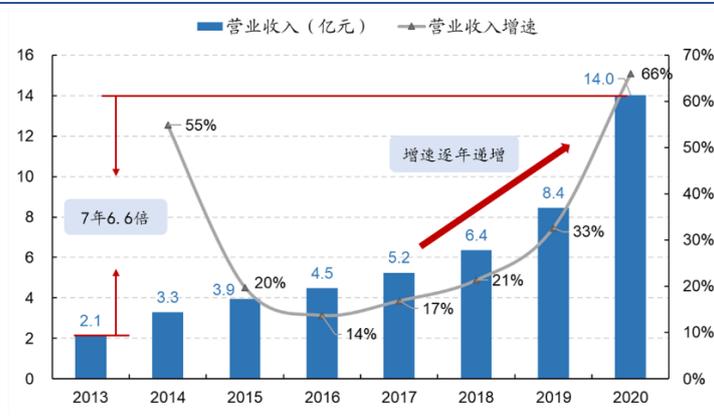


资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

**2013-2020 年宏达电子营收与利润体量增长超 6 倍，内生增速强劲，业绩屡超预期：**

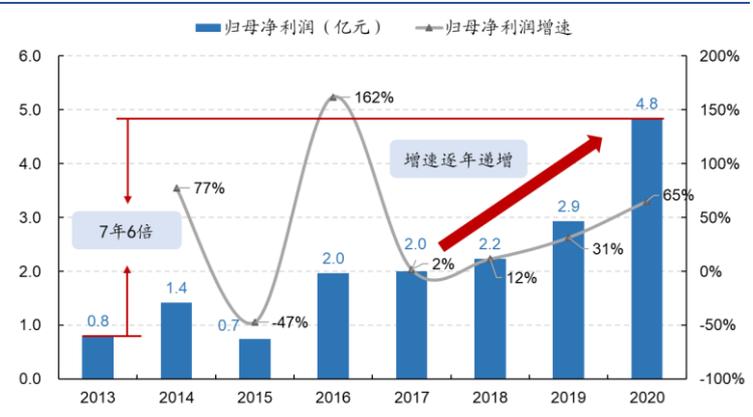
- **规模快速扩张，7 年 6.6 倍：**2013-2020 年公司营收从 2.1 亿元提升至 14.0 亿元，7 年增长 6.6 倍，CAGR 达 31%；归母净利润由 7986 万元上升至 4.8 亿元，7 年增长 6 倍，CAGR 达 29%。
- **业绩增速提升趋势显著：**“十二五”期间公司业绩快速增长，2013-2015 年营收 CAGR 为 36%，2015 年公司管理费用中股份支付达 1.3 亿元，使归母净利润同比下降 47%，若剔除这一因素则 2013-2015 年公司归母净 CAGR 高达 58%。“十三五”期间公司业绩增速更是逐年提升，2017-2020 年公司营收增速由 17% 升至 66%，归母净利润增速由 2% 升至 65%。
- **2020 年业绩增速迎来拐点，表现再超市场预期：**2020 年公司实现营收和归母净利润分别为 14.0/4.8 亿元，同比增长 66%/65%，净利润较 Wind 一致预期增幅达 13%。

图 3：2013-2020 年营收增长 6.6 倍，CAGR 达 31%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：2013-2020 年归母净利润增长 6 倍，CAGR 达 29%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

我们认为公司 2020 年业绩表现亮眼原因有三：1) 近年来国家高可靠项目开支持续提

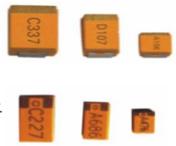
升，2020年作为“十三五”最后一年，高可靠项目订单大规模释放；2）公司不断拓展非钽电容产品市场，经前期推广铺垫，市场逐渐打开，非钽电容产品销量快速增长；3）随着人工智能、虚拟现实、5G通信、电动汽车等行业爆发，以及疫情刺激电子产品需求和海外供应链影响，大量订单转向国内厂商，民用电子元器件需求急剧上升，公司持续加大民品投入，民品业务大幅提高。

我们判断，在“装备升级+国产替代”的核心逻辑下，公司未来将进入更高增长的轨道。1）“十四五”将是国防建设的黄金时期，国防信息化势必加速推进，电子元器件核心供应商将持续受益；2）电子元器件等核心高端技术领域“内循环”迫在眉睫，国产替代有望提速，公司民品业务迎来发展契机。

## 1.2 公司亮点①：横向布局效果显，业绩增长“后劲”足

宏达电子立足高可靠钽电容业务，坚持横向扩张，致力于多产品协同发展。2003年公司正式切入钽电容市场，技术不断积累，市占率持续提高。2014年后，公司利用自身钽电容领域优势，逐步向电感器、电阻器、多层瓷介电容器（MLCC）、薄膜电容器等元件品类拓展，产品线日益丰富。

图表 5：公司产品以军用钽电容为主，各品类元件协同发展

类型	产品图示	产品名称及主要型号	产品特点	应用
非固体电解质钽电容器系列		钽外壳封装系列（THC、CAK39、CAK38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种50ms断电延时的要求
		银外壳封装系列（CAK30、CAK35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	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（CAK45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（CAK55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、轻量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（CAK42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
有机薄膜电容		PEC3B型聚丙烯DC-Link电容器	自感低，ESR低，高频损耗小，能承受大的纹波电流，高可靠性	用于直流滤波或支撑电路，可替代铝电解电容。如牵引驱动器、磁化和焊接设备、风能和太阳能等设备中的直流滤波和链接
电感器		SPU非屏蔽片式功率电感器	较高的饱和电流、通电流能力，结构简单，抗震动和抗跌落性能优异	可用于各种DC/DC转换器中的输入、输出滤波，储能、DC/DC模块
		CWC陶瓷绕线片式电感器	采用陶瓷体上绕线方式，Q值最高可以超过100，自谐振频率最高可达12.9GHz。产品一致性好，公差精度高	广泛应用于飞行器、车辆、船舶、雷达、电子等领域，也广泛用于智能手机、工业控制设备、医疗设备、充电桩、笔记本电脑、仪器仪表、汽车电子等领域
电阻器		片式金属带电阻器	体积小，重量轻，阻值低，精度高，温度系数低，使用温度范围宽，性能稳定，质量可靠	广泛应用于各类检流电路、电源电路、驱动模块中等
		微带环形器	具有小型化、轻量化、性能高、可靠性好、易与微波系统集成、不需要外加磁场的特点	现代无线通信的主力军
微带环形器隔离器		微带隔离器	尺寸小，适合于微波集成电路；高度低、重量轻、一致性好	广泛应用于雷达和电子对抗、航空航天、微波通讯
		薄膜系列固态继电器(电子开关)	具有寿命长、可靠性高、速度快、体积小、无噪音、使用方便等特点	被广泛应用于飞行器、车辆、船舶、雷达、电子等领域，也广泛用于智能手机、工业控制设备、医疗设备、充电桩、笔记本电脑、仪器仪表、汽车电子等领域
模块及DC/DC变换器		HQ系列DC/DC变换器	功率密度非常高且性能较好	广泛应用于通信、自动控制和计算机中

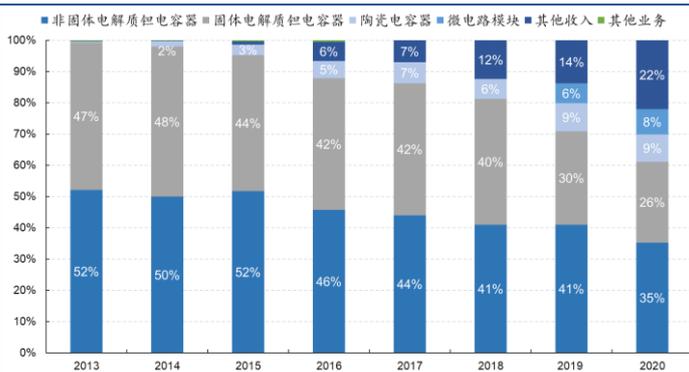
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

目前，公司产品包括钽电容器、多层瓷介电容器、单层瓷介电容器、薄膜电容器、高分子片式铝电容器、超级电容器等，客户覆盖车辆、飞行器、船舶、雷达、电子等系统工程和装备等高可靠领域以及汽车、通信等民用领域，致力于打造拥有核心技术和重要影响力的高可靠电子元器件集团公司。

### 2013-2020 年宏达电子非钽电容业务占比持续上升，逐渐成为公司成长新动力：

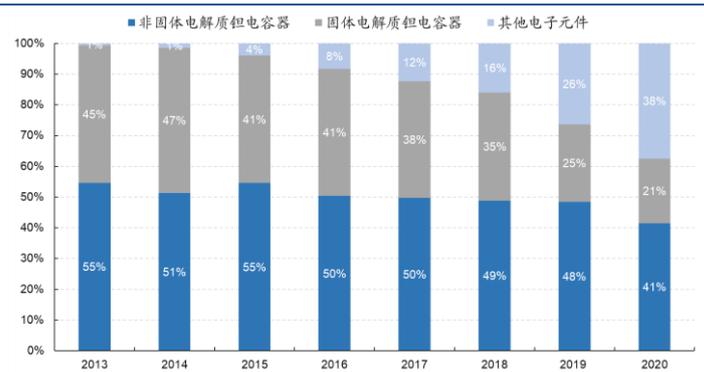
- **收入占比：2020 年钽电容与非钽业务占比为 6:4。**2020 年公司钽电容器收入 8.6 亿元，占收入比重 61%，陶瓷电容器和微电路模块收入分别为 1.2 亿元和 1.1 亿元，同比增速分别为 62%和 109%。2013-2019 年公司非钽电容元器件（陶瓷电容、微电路模块、电阻器、电感器等）入占比由 0.7%上升至 39%，横向布局效果明显。
- **毛利占比：公司非钽电容业务毛利贡献逐年提高，2020 年占比达 38%。**2013-2020 年，公司非钽电容业务毛利占比由 1%上升至 38%。其中，2020 年公司非固体、固体电解质钽电容及其他电子元件业务毛利占比分别为 41%、21%和 38%，其他电子元件毛利占比已连续两年提升超 10%。
- 我们判断，根据公司发展战略，随着横向布局不断深入，未来以陶瓷电容、电感器、电阻器及微电路模块为代表的其他电子元件业务收入规模、盈利能力都有望进一步提升。

图表 6：2013-2020 年公司非钽业务收入占比不断上升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 7：2013-2020 年公司非钽业务毛利占比持续提升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

**横向扩张模式：以内生孵化为主，叠加适当外延扩张，助力公司业务多点开花。**2014 年以来，宏达电子相继成立宏达磁电、宏达电通、宏达微电子、宏达膜电、恒芯电子等数家子公司，重点拓展 MLCC、电阻器、电感器、电源微电路模块等产品；2019 年公司收购深圳波而特，夯实 LTCC 滤波器实力，2020 年公司新设/收购 5 家子公司（不含联营企业），电子元器件业务能力得到极大提升。截至 2020 年底，公司控股子公司共 19 家，参股联营企业 3 家。

### 据宏达电子 2020 年报披露，其下属重点子公司/联营企业 2020 年业绩均实现突破：

- **陶瓷电容：**陶瓷电容主要由湖南冠陶和宏达恒芯生产，2020 年两家子公司收入分别增长 68%和 112%；湖南冠陶净利润增长 135%，而宏达恒心净利润涨幅更是高达 412%；
- **电阻器：**电阻器主要由宏达电通负责生产，2020 年宏达电通收入同比增长 54%，净利润则实现翻倍；
- **电感器：**电感器由宏达磁电生产，2019 年宏达磁电收入同比增长 111%，净利润增长 166%；
- **微电路模块：**微电路模块由湖南宏微研发生产，2019 年湖南宏微收入增长 35%，净利

润增长 64%

此外，天微技术、华毅微波、成都华镭、湘鸿电子等子公司在 2020 年纷纷扭亏为盈，我们判断，随着公司非钽业务布局的不断升入，未来非钽业务将成公司业绩的新引擎。

图表 8：2020 年公司重点拓展产品对应子公司业绩均实现突破

被参控公司	成立时间	主要业务	直接持股比例	营业收入（百万元）			净利润（百万元）		
				2020	2019	2020YOY	2020	2019	2020YOY
湖南湘怡中元科技有限公司	2000	钽电容器	100%	133.4	86.7	54%	30.7	-25.5	扭亏为盈
湖南冠陶电子科技有限公司	2014	陶瓷电容	71%	91.0	54.1	68%	47.4	20.2	135%
株洲宏达电通科技有限公司	2014	电阻器等	75%	15.0	9.7	54%	6.1	3.0	102%
湖南宏微电子科技有限公司	2014	混合集成电路、微封装器件、电路模块等	61%	75.3	55.7	35%	21.2	13.0	64%
株洲宏达膜电有限公司	2014	有机薄膜电容器	56%	9.2	8.7	5%	3.2	3.2	0.3%
株洲宏达磁电科技有限公司	2014	电感器等相关磁性材料电子元器件	55.49%	42.1	20.0	111%	22.4	8.4	166%
株洲天微技术有限公司	2015	微波组件	51%	0.0	0.1	-	2.2	-4.4	扭亏为盈
深圳波而特电子科技有限公司	2015	LTCC微波射频元器件	51.22%	3.3	1.4	129%	-2.1	-1.8	-
株洲宏达恒芯电子有限公司	2015	单层陶瓷电容、薄膜集成电路	51%	39.3	18.5	112%	11.1	2.2	412%
株洲华毅微波技术科技有限公司	2015	微波环形器、隔离器、功分器、耦合器等无源器件	57.33%	20.3	4.2	383%	7.5	-2.5	扭亏为盈
株洲展芯半导体技术有限公司（联营企业）	2015	半导体芯片	48.58%	-	1.2	-	-0.2	0.5	-
成都宏电科技有限公司	2018	电子元器件、电路模块、板卡、微波组件	100%	4.6	0.0	-	-1.6	-0.5	亏损收窄
成都华镭科技有限公司	2018	电子仪器仪表、电子设备及组件、计算机软硬件及外部设备的开发、生产、销售及相关技术服务	51%	12.6	3.0	317%	0.1	-6.7	扭亏为盈
株洲宏达惯性科技有限公司	2018	混合集成电路、微封装模块、电子模块、电子测量识别、传感器	66.52%	14.7	11.0	34%	3.1	3.9	-20%
株洲湘鸿电子设备有限公司	2019	电子和电工机械专用设备	51%	13.1	0.0	-	2.7	-0.1	扭亏为盈
湖南容电电子科技有限公司	2020	电容、电阻、电感及其他元件	51%	0.6	-	-	-0.1	-	-
湖南湘君电子科技有限公司	2020	电阻、电容、电感元件，电子产品研发与技术推广	100%	138.5	-	-	0.5	-	-
湖南思微特科技有限公司	2020	半导体分立器件、集成电路、光电子器件、传感器、电子模块、微封装模块	51%	0.2	-	-	-1.4	-	-
成都卓芯科技有限公司	2020	集成电路芯片、微波/毫米波集成电路、数字信用处理器、专用集成电路、混合集成电路	67%	0.3	-	-	-1.2	-	-
湖南菲尔诺电子科技有限公司	2020	电阻、电容、电感、传感器及配件等	67%	0.0	-	-	0.0	-	-
成都宏讯微电子科技有限公司（联营企业）	2020	电子元器件、功能组件、电子分机、电子整机、通讯产品等	35%	5.2	-	-	-4.9	-	-
株洲市芯瓷电子陶瓷有限公司（联营企业）	2020	特种陶瓷制品、结构陶瓷制品、薄膜集成电路陶瓷基板	45%	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

### 1.3 公司亮点②：紧抓高端电子元器件国产化替代契机，未来成长可期

军品国产化率持续提升，钽电业务保持“常青”。公司钽电容分为固体、非固体两类，其产线均通过军品生产线贯彻国军标认证。据公司公告，CAK35、CAK45 钽电容已列入 QPL 目录并大规模推向市场；CAK39H 和 Cak55 型钽电容已批量用于航空航天多型号项目；公司所产 THC 系列钽电容更是满足了航空领域对大容量储能电容器的需求，打破美国封锁，实现国产替代。

目前，公司下游客户主要集中于航空航天与信息化领域。2019 年公司高可靠产品收入占比近 90%，较 2018 年略有提升，2020 年前五名客户占全年销售额比重 62.5%，集中度较高。

■ 据公司招股书披露，2014-2017 年公司十大客户多为军工集团，其中前 5 大客户约占收

入的 70%，前 10 大约占收入的 80%。需求多集中于陶瓷电容、银外壳/钽外壳封装产品和片式、高分子钽电容器等高可靠性电子元件。

- 具体而言，公司收入主要来自：1) 航空领域：中国航空工业集团（排名第 1）约占 34-46%；2) 信息化领域：中国电科集团（排名第 2）约占 13-22%，陕西电子信息集团（排名第 5）约占 2.8-4.3%；3) 航天领域：航天科工集团（排名第 3）约占 8-11%，航天科技集团（排名第 6）约占 1.8-2.5%。4) 兵器领域：兵器工业集团（排名第 4）约占 3.8-4.5%。

图表 9：公司下游客户多集中于军工集团，来自航空航天领域的需求占主导地位

序号	客户名称	主要需求	占销售收入比例			
			2017年上半年	2016	2015	2014
1	中国航空工业集团	钽外壳、银外壳封装、片式、陶瓷电容、高分子	46.15%	34.16%	37.96%	37.59%
2	中国电子科技集团	钽外壳、银外壳封装、片式、陶瓷电容、高分子	13.05%	20.11%	19.80%	22.80%
3	中国航天科工集团	钽外壳、银外壳封装、片式、陶瓷电容、高分子	9.69%	7.76%	8.83%	11.03%
4	中国兵器工业集团	钽外壳、银外壳封装、片式、陶瓷电容	4.06%	3.81%	4.55%	4.73%
5	陕西电子信息集团有限公司	钽外壳、银外壳封装、片式、陶瓷电容	2.78%	4.26%	3.49%	2.96%
6	中国航天科技集团	钽外壳封装、片式、陶瓷电容、高分子	1.92%	2.42%	1.76%	2.44%
7	MICROWAVE COMPONENTS SOLUTIONS LIMITED	钽外壳封装	1.59%	-	-	-
8	中国电子信息产业集团	钽外壳、银外壳封装、片式、陶瓷电容、高分子	1.47%	2.55%	1.72%	2.48%
9	杭州富友电子电器有限公司	片式、非片式	1.19%	-	-	-
10	中船重工集团	钽外壳封装、片式、陶瓷电容、高分子	1.11%	1.20%	4.04%	2.42%
	合计		83.01%	76.27%	82.15%	86.45%

资料来源：招股书，公司公告，信达证券研发中心

#### 高端民用元器件需求放量，市场空间不断提高，宏达电子民品业务未来可期：

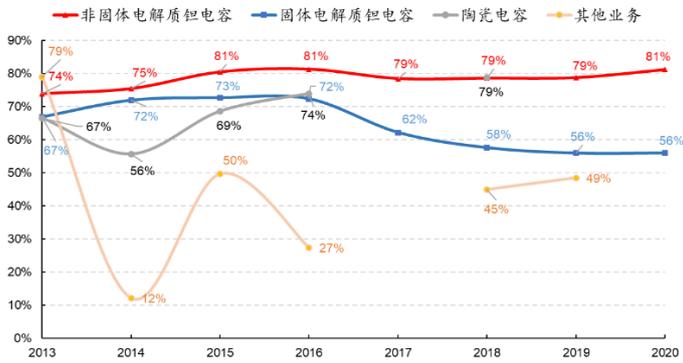
- 据中国产业信息网统计，2019 年我国钽电容市场规模已突破 60 亿元，且规模增速高于全球钽电容市场。未来，随着新能源汽车出货量增加、5G 基站深入建设、智能终端“质”“量”齐升等因素的驱动，民用钽电容下游订单将不断走高，叠加国产替代趋势的演绎，以宏达电子为代表的“高端玩家”将持续收益，业绩迎来增长良机。
- 2019 年以来，公司紧跟行业浪潮，加大对 5G 通讯、汽车电子、人工智能、物联网等领域投入，以提升自身规模化、智能化生产能力。公司单层陶瓷电容、陶瓷薄膜电路、环行器隔离器、片式钽电容等产品已进入国内知名通讯公司的国产组件替换项目，未来也将以此为契，促进多品种电子元件的产业化进程。此外，2020 年公司分别于湖南株洲和湘乡投建生产线项目，建成后将进一步提升以钽电容为主的民用电子元件产能。

#### 宏达电子积极开拓民用市场，受民品销量增多影响，2015-2020 年公司综合毛利率由 76% 下降至 69%：

- 高可靠领域：据公司披露，公司非固体电解质钽电容主要应用于高可靠领域，2017-2020 年公司非固体电解质钽电容毛利率在 78%-81% 左右，维持稳定；
- 民用领域：公司固体电解质钽电容部分向民用领域提供，随着民用需求的提升，该业务

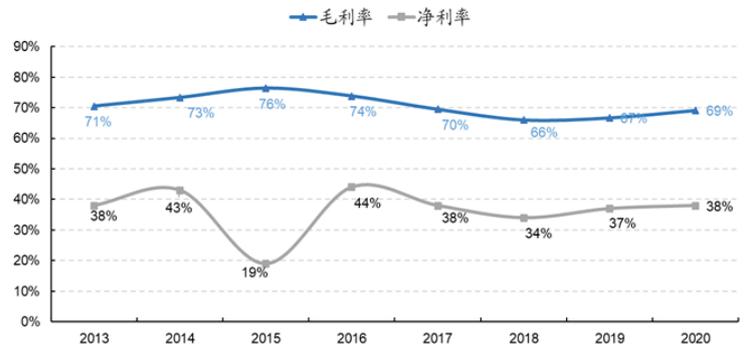
整体毛利率由 2015 年的 73% 下降至 2020 年的 56%；此外，公司其他收入也有部分来自民用领域，如民用电阻器、电感器、微电路模块等，其毛利率均在 50% 以下。

图表 10: 2013-2020 年公司各业务毛利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 11: 近年来公司毛利率有所下滑但净利率维持稳定



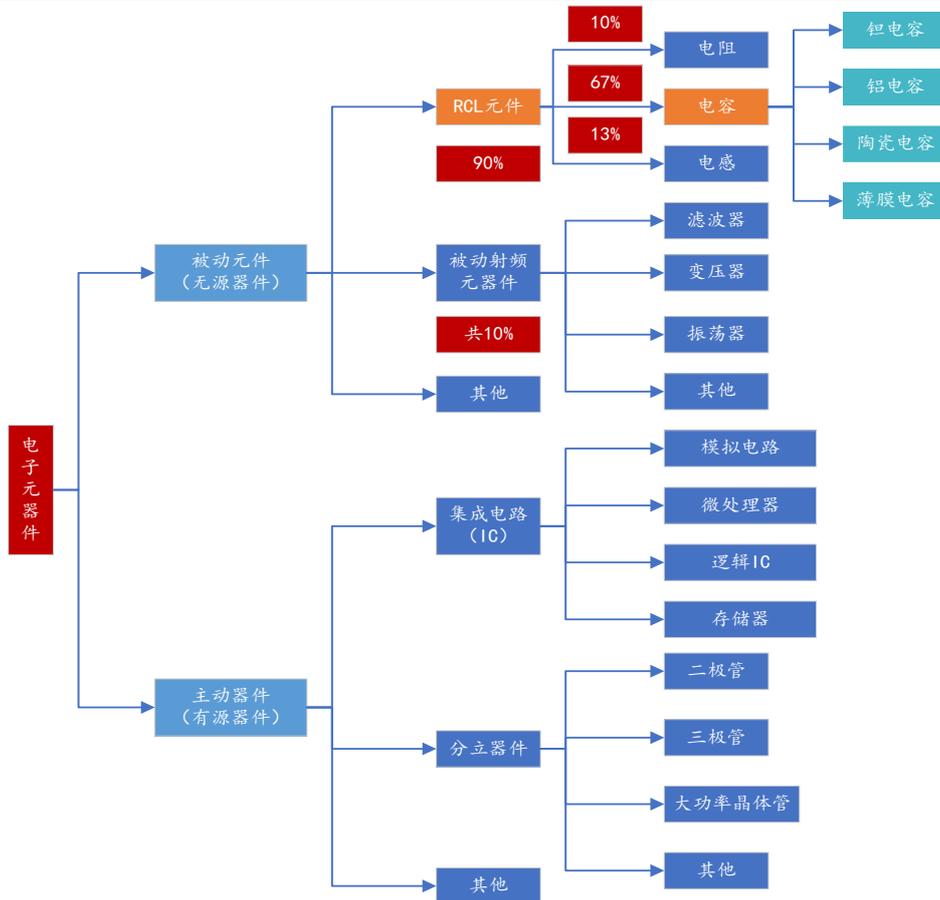
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 2、成长驱动力①军工电子高景气浪潮已至，龙头尽享行业红利

### 2.1 电容器是最常用的三大被动元件之一

电子元器件是元件和器件的总称，是一切电子装备、电子信息系统和武器装备控制系统的基础。其直接影响电子设备的功能与可靠性，是武器装备和军民两用技术发展的重要支柱。电子元器件可分为被动元件与主动器件：

图表 12：电子元器件分类



资料来源：未来智库，信达证券研发中心

- **电子元件（无源器件）**：在工厂生产加工时，不改变分子成分的成品。如电阻器、电容器、电感器等，其本身不产生电子，对电压、电流无控制和变换作用，所以又称无源器件。
- **电子器件（有源器件）**：工厂生产加工时，改变了分子结构的成品。例如晶体管、电子管、集成电路灯。因其本身能产生电子，对电压、电流有控制、变换作用（放大、开关、整流、检波、振荡和调制等），故又称有源器件。

**电容器与电阻、电感并称三大被动元件**，其中电容器是用于储存电量和电能的被动电子元器件，是最常用的电子元器件之一。

**图表 13: 电阻、电容、电感是 RCL 的三种主要类型**

产品	功能	上游材料	应用领域
电阻	旁路、去耦、滤波和储能	基板、电阻膏、电极等	航空航天、消费电子、通信、汽车电子工业与医疗设备等
电容	分压、分流、滤波和阻抗匹配	陶瓷粉、钽粉、电极材料等	
电感	滤波、稳流和抗电磁干扰	银浆、铁氧体粉、介电陶瓷粉、磁芯等	

资料来源: 莫尼塔研究, 信达证券研发中心

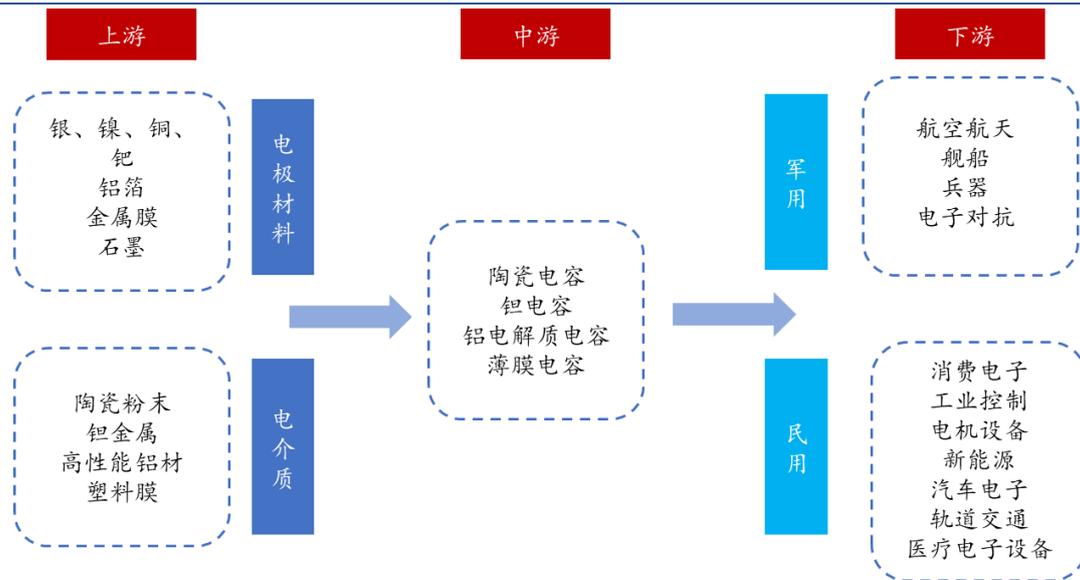
- **电容器基本结构:** 由两块导体极板和中间的电介质(绝缘体)组成, 以静电的形式储存和释放电能。
- **电容器工作原理:** 当电荷受电场作用力移动时, 电容器中的电介质会阻碍电荷继续移动, 进而造成正负电荷在电容器两极板累积。
- **电容器分类:** 按照介质不同, 可将电容器产品分为**陶瓷电容器、铝电解电容器、钽电解电容器和薄膜电容器**四大类, 其中, 陶瓷电容器下游应用最为广泛, **钽电解电容器在航天航空、武器装备等军用领域和民用高档消费电子领域应用较多**, 薄膜电容器在新能源汽车行业拥有较大的前景, 铝电解电容器则主要应用于大电容场景。

**图表 14: 电容器分类**

名称	优点	缺点	主要应用范围	实物
陶瓷电容器	工作温度、容量范围宽; 介质损耗小; 稳定性高; 体积小, 适合自动化贴片生产且价格相对较低等;	容量相对铝、钽电容较小	噪声旁路、电源滤波、储能、微分、积分、振荡电路	
铝电解电容器	容量大; 价格低	温度特性差; 高频特性不佳; 等效串联电阻大, 漏电流和介质损耗也较大	低频旁路, 电源滤波	
钽电解电容器	容量稳定; 漏损损失低; 受温度影响小	钽为资源性材料, 生产量小, 市场规模相对较小, 单价高	低频旁路, 储能、电源滤波	
薄膜电容器	频率特性好; 较高的耐压特性	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: 火炬电子招股说明书, 信达证券研发中心

- **电容器产业链:** 上游为电极材料和电解质材料行业, 下游行业主要应用于军用和民用领域, 军用领域包括航空、航天、舰船、兵器、电子对抗等, 民用领域包括消费电子、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。

**图表 15: 电容器行业产业链**


资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

未来，小型化、片式化将成为电容器产品发展趋势。为顺应航空航天、医疗设备、汽车电子、消费类电子等下游用户的微型化、高速度、数字化（信息化）、智能化、个性化、集成化发展需求，电容器产品的技术发展趋势呈现如下变化：

**图表 16: 小型化、片式化将成为电容器未来主要发展趋势**

类别	技术发展	
	性能发展趋势	产品发展趋势
陶瓷电容器	高频高Q、高稳定性、大容量、耐高压、高可靠、拓宽工作温度范围、高功率化、抗干扰、低ESR、低ESL	小体积、特殊功能等能适应于特殊应用场合的片式陶瓷电容器
铝电解电容器	耐大纹波电流；高压、大容量；长寿命、高可靠和安全性；工作温度范围更宽	体积小化；片式化铝电解电容器、固体化
钽点解电容器	大电容量、耐高压、低ESR	小型化、片式、全固态化
薄膜电容器	高电压、大功率、高精密、高可靠	小型化、片式化、低成本

资料来源：火炬电子招股书，信达证券研发中心

对钽电容而言，其作为电子元器件，除了属于电路中最基础的组成部分，还因高可靠性等独特优势，被更多地运用在航空、航天、卫星、电子对抗等高端领域：

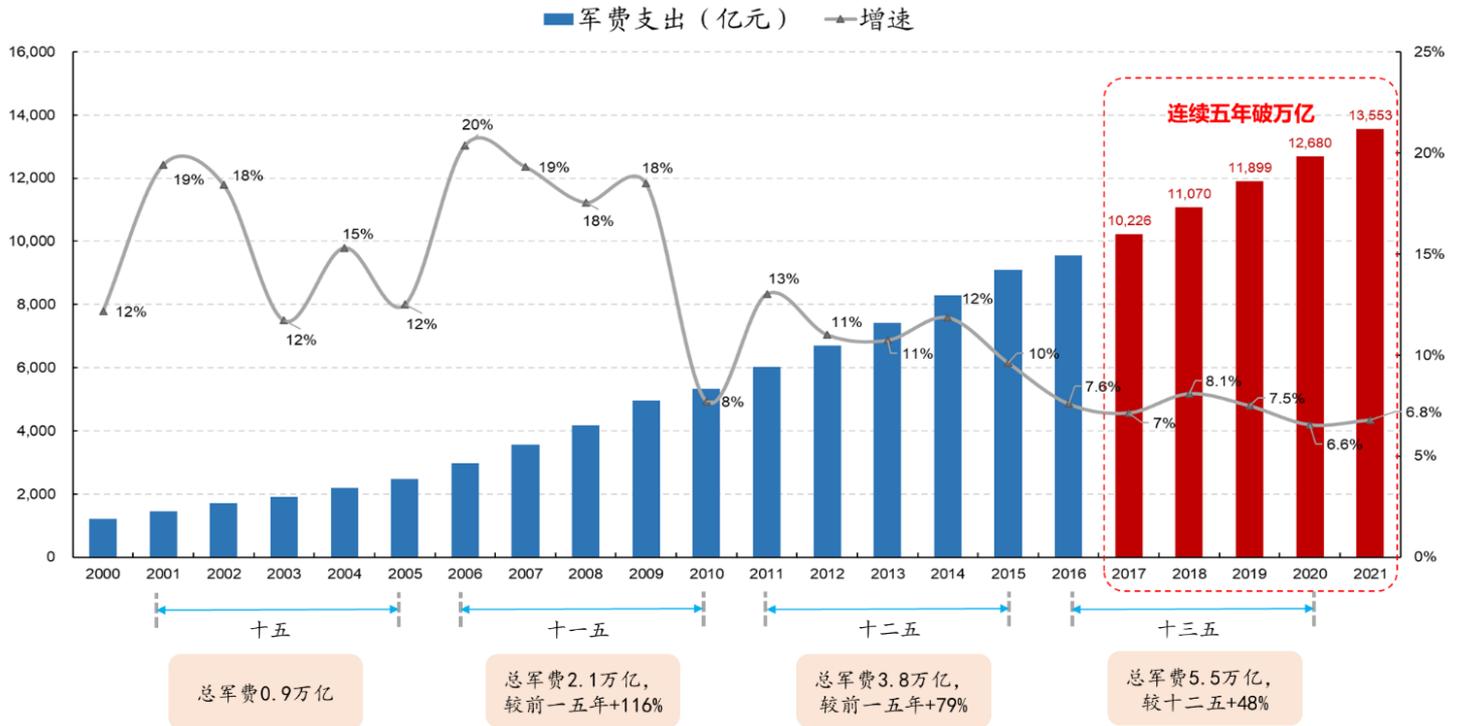
- 非固体钽电容：主要为高能钽混合电容器，其特点是单体体积能量密度大，在能量转换电路和功率脉冲电路中可以发挥电池作用，为电路提供储能、断电延时及滤波等功能，适用于航天、航空等高可靠电子设备，非常适用于航空设备中 50ms 断电延时的要求。
- 固体钽电容：主要包括为便于大规模贴装的传统二氧化锰片式固体钽电容器、新型的高分子片式固体钽电容器，可以满足电子技术及发展需求以及电子装备的小型化、轻量化和高性能化的需要。

对 MLCC 而言，其具有电容量范围大、体积小、低等效串联电阻（ESR）、高频特性好等特点，其广泛应用于航空、航天、舰船、医疗电子设备、工业控制设备、汽车电子等领域。

## 2.2 军费持续稳定增长，装备开支占比提升，下游需求迎来放量

我国军费已连续五年破万亿，“十三五”总军费较“十二五”增幅达48%。据 SIPRI 统计，2017-2021 我国军费分别为 1.02/1.11/1.19/1.27/1.35 万亿元，已连续五年突破万亿大关，位列世界第二。我国“十三五”期间军费总额较“十二五”和“十一五”增幅分别达48%和164%。我们认为，维持军费开支稳定、理性增长是推动军事现代化建设的基石，将促进国防建设“质”与“量”共同提升。

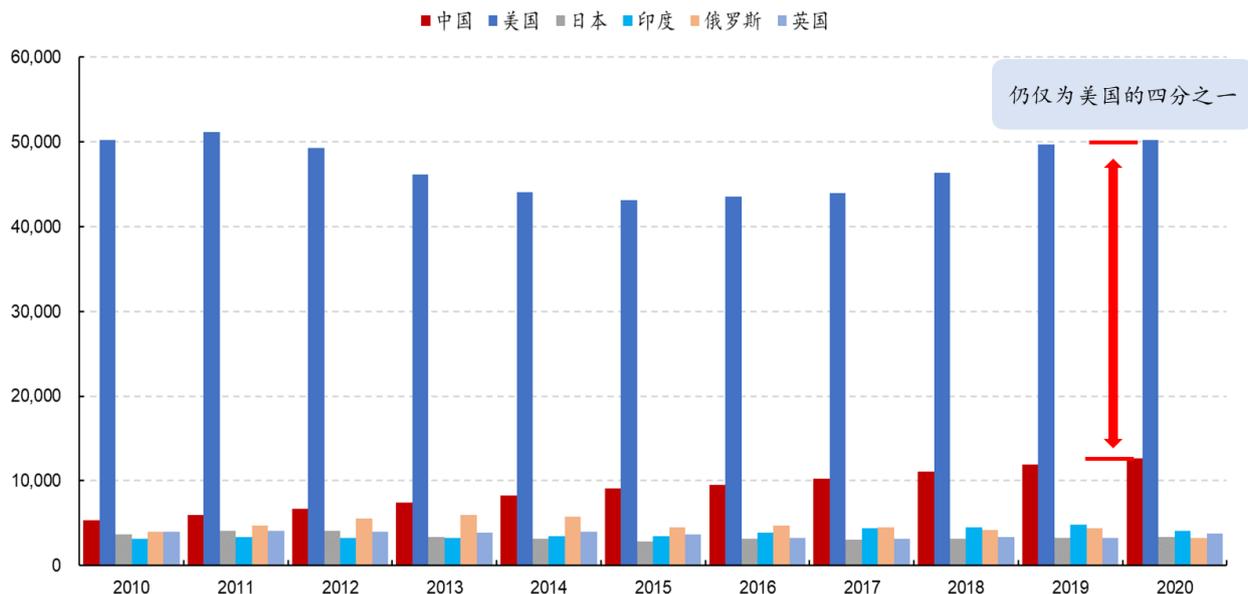
图表 17: 我国军费已连续五年破万亿，“十三五”总军费较“十二五”增幅达48%



资料来源: SIPRI, 百度百科, 信达证券研发中心

当前我国军费仍仅为美国的四分之一，上升空间显著。据国际战略研究所 (IIS) 统计，2020 年美国军费开支约 7380 亿美元，折合人民币约 5 万亿元，是同年中国军费预算的 4 倍。

图表 18: 世界主流国家 2010 年以来军费开支情况 (亿人民币)

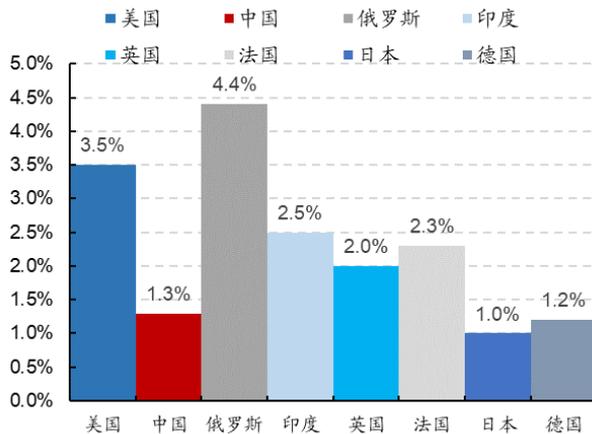


资料来源: SIPRI, 信达证券研发中心

我国军费占 GDP 与财政支出比重分别约为 1.2%和 5.0%，落后于其他主流国家和世界平均水平（2.2%和 6%）：

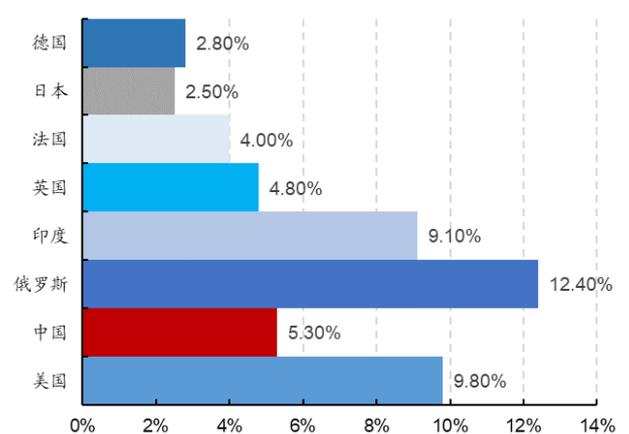
- 2017-2020 年我国军费支出占 GDP 比重分别为 1.23%/1.20%/1.21%/1.25%，占同期财政支出比重分别为 5.04%/5.01%/4.98%/5.16%。
- 据 SIPRI 统计，2019 年全球军费占 GDP 比重和财政支出比重的均值分别约为 2.2%和 6.0%，显著高于中国。

图表 19: 2012-2017 年军费占各国 GDP 平均比重



资料来源:《新时代的中国国防白皮书》，信达证券研发中心

图表 20: 2012-2017 年军费占各国财政支出平均比重



资料来源:《新时代的中国国防白皮书》，信达证券研发中心

综上所述，由于外部环境日益复杂，叠加我国建设世界一流军队的长远目标，我们认为，未来我国军费总体开支将维持适度增长。

我国装备费支出不断提高，未来将迎“补偿式”增长。我国军费支出由人员生活费、维持训练费和装备费组成，2010-2017 年我国装备费支出由 1774 亿元上升至 4288 亿元，CAGR 达到 13.4%；2010 年以前，我国军费维持性占比高，装备费支出开支不足 30%，而美国长期维持在 34%左右；

2010 年后，我国装备费支出占比不断上升，由 2010 年的 33%上升至 2017 年的 41%。为弥补之前的差距，我们预计今后装备费占比将继续提升，其中国防信息化支出的增速将更为强劲。

图表 21: 2010 年以后我国军费开支不断向装备领域倾斜

年份	人员生活费		训练维持费		装备费		合计 (亿元)
	支出额 (亿元)	占比 (%)	支出额 (亿元)	占比 (%)	支出额 (亿元)	占比 (%)	
2010	1859	34.9	1700	31.9	1774	33.2	5333
2011	2065	34.3	1899	31.5	2063	34.2	6028
2012	1956	29.2	2330	34.8	2406	36.0	6692
2013	2002	27.0	2700	36.4	2709	36.6	7411
2014	2372	28.6	2680	32.3	3237	39.1	8290
2015	2819	31.0	2615	28.8	3654	40.2	9088
2016	3060	31.3	2670	27.4	4036	41.3	9766
2017	3211	30.8	2934	28.1	4288	41.1	10432

资料来源:《新时代的中国国防》白皮书，信达证券研发中心

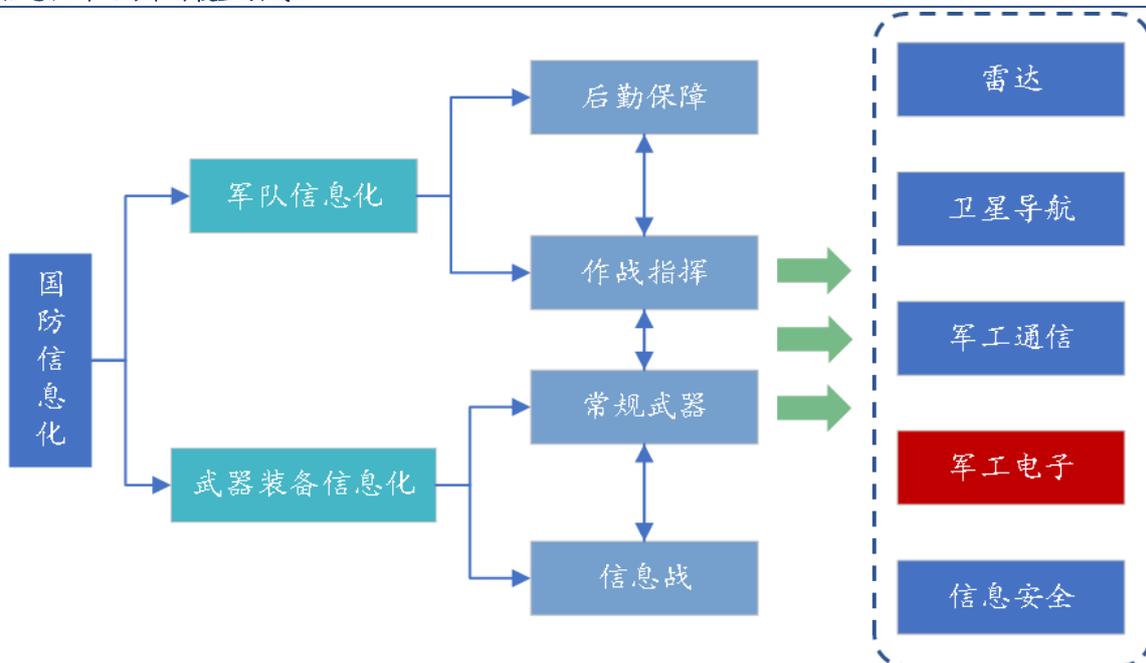
## 2.3 国防信息化加速推进，军工电子高景气浪潮来临

国防信息化建设是决胜现代战争的关键因素：

- **信息化战争是现代战争的发展趋势：**据《新时代中国的国防》白皮书表述，在新一轮科技革命和产业变革推动下，国际军事竞争格局正经历历史性变化，以信息技术为核心的军事技术日新月异，武器装备远程精确化、智能化、隐身化、无人化趋势更加明显，战争形态加速向信息化战争演变。
- **国防信息化建设提高军队核心作战效能：**《信息化战争浅谈》中论述，国防信息化是我国为适应现代化战争而建立的新时代国防体系，其实质是使构成国防力量的各要素全面迈入信息时代，并广泛应用于武器、作战平台与信息系统，使军队在陆、海、空、天、电等多维领域形成一体化作战能力，极大提高作战效能。

**国防信息化建设覆盖五大领域，电子元器件是重要一环：**国防信息化产业主要涵盖军工电子、军工通信、卫星导航、雷达和信息安全五大领域，其中电子元器件是军工电子的主要板块，也是我军信息化装备的基本单元。

图表 22：国防信息化内涵与下游覆盖领域



资料来源：信达证券研发中心整理

信息化装备将有效提升作战能力，而电子元器件则是信息化装备升级换代的关键。电子信息装备可依靠信息的纽带作用，把各级指挥系统、各种武器系统与保障系统紧密联系在一起，形成有机整体，提升整体作战能力。

电子信息装备与传统机械化装备结合，能有效提高武器装备效率、精度，实现功能的延展与强化。据新华网统计，机械化条件下，火炮首发命中率约 40%，而信息化部队火炮首发命中率则提高到 70% 以上。

**图表 23: 信息化战争指标评估**

指标评估	冷兵器战争	热兵器战争	机械化战争		信息化战争
			单平台 机械化战争	信息系统支持 下的 机械化战争	
杀伤样式	单一硬杀伤	单一硬杀伤	单一硬杀伤	单一硬杀伤	干扰、致盲、软硬杀伤等
杀伤规模	一对一硬杀伤	一对一硬杀伤	一对一硬杀伤	一对一硬杀伤	体系级杀伤
杀伤时间	天级	小时级	十分钟级	分钟级	秒级
最大速度	4km/小时	40km/小时	7km/s	7km/s	3x10 <sup>8</sup> km/s
最高精度	几十米级	几十米级	十米级	米级	厘米级
杀伤规模	1	1	1	1	100倍
杀伤时间	1/144	1/60	1	10倍	600倍
杀伤力	1/1008000	1/420000	1	100倍	7x10 <sup>15</sup> 倍

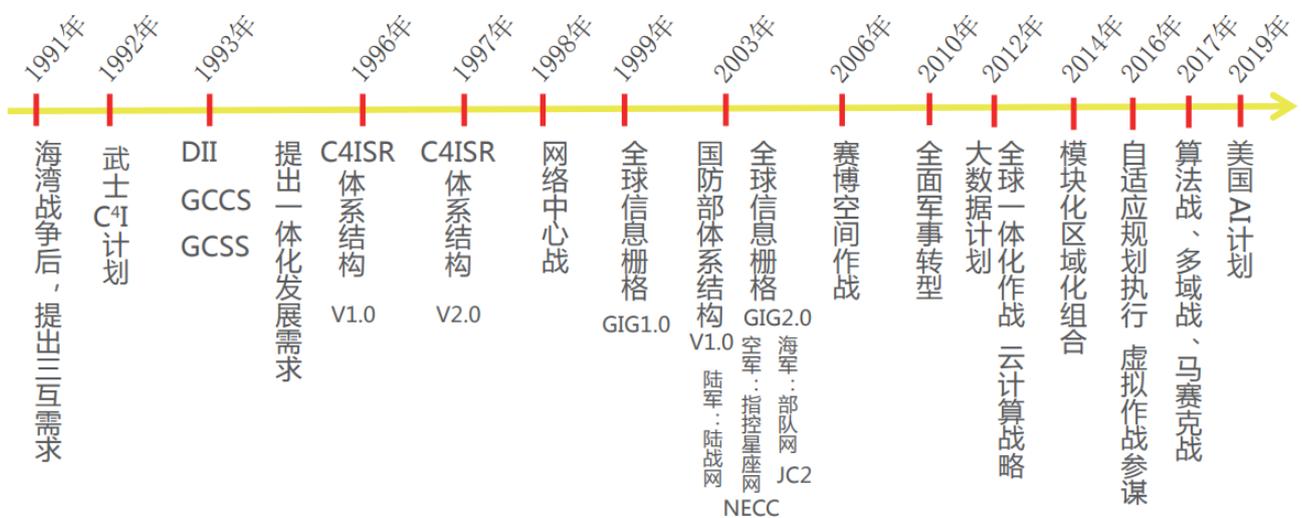
资料来源:《战争形态演变与信息系统发展》, 信达证券研发中心

### 现阶段我国国防信息化程度较美国有明显差距, 未来提速成为必然:

- 据《新时代中国的国防》白皮书披露, 当前中国特色军事变革取得重大进展, 但信息化水平亟待提高, 军事安全面临技术突袭和技术代差被拉大的风险, 军队现代化水平和世界先进军事水平相比差距较大。

- **美军在信息化基础上已开启了智能化进程:** 据《美军信息化建设发展动向探析》阐述, 美国从上世纪 90 年代初开始大力推进军队信息化建设。海湾战争后, 美军启动了“武士 C4I”计划, 作为其军事一体化信息系统发展的目标。

随后, 基于“网络中心战”理论, 美军先后开展了国防信息基础设施(DII)、全球信息栅格(GIG)和联合信息环境(JIE)等项目; 目前, 美国军事战略重心已从反恐战争向大国竞争转变, 意图利用人工智能、5G、云计算、量子、区块链等信息技术优势迅猛发展, 以此保持对其他国家的技术“代差”。

**图表 24: 美军在信息化基础上已开启智能化进程**


资料来源:《现代战争正在加速从信息化向智能化时代迈进》, 信达证券研发中心

随着国防信息化建设加速推进和政策层面的持续扶持，军工电子未来市场有望超 5000 亿：

- **“三步走”助力信息化推进：**我国国防和军队现代化建设“三步走”战略指出，到 2020 年要基本实现机械化，信息化建设取得重大进展；到 2035 年要基本实现国防和军队的现代化；到 2050 年要建成世界一流军队。
- **“十四五”规划再次对信息化建设提出指导方针：**“十四五”规划明确指出要提高国防和军队现代化质量效益，加快武器装备现代化，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。

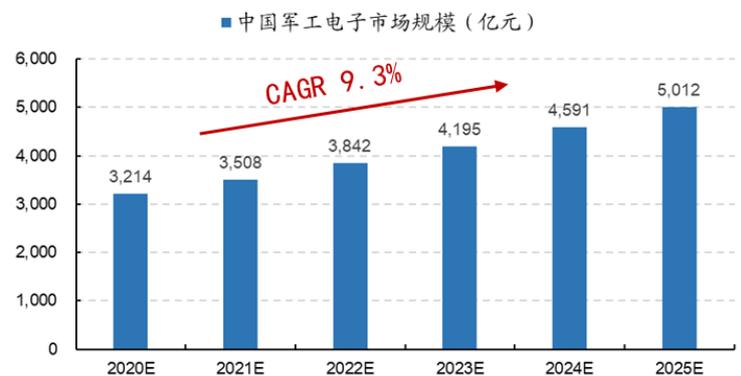
**军用电子元件迎来发展良机：**随着我国国防信息化水平的提高，一方面，武器装备的信息化率将迅速提升，单个装备对电子元件的需求也将水涨船高；另一方面，我军信息化装备将加速列装，带动电子元件下游整体需求的不断放量。据前瞻产业研究院统计，至 2025 年我国军工电子市场规模将达到 5012 亿元。

图表 25: 军工电子相关扶持政策

年份	相关产业政策
2016	《军事计量军民融合技术规范目录 (V2.0)》
2016	《关于深化国防和军队改革的意见》
2016	《国家信息化发展战略纲要》
2017	《“十三五”国防科技工业军民融合深度发展规划》
2017	《2017 年国防科工局军民融合专项行动计划》
2017	《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》
2017	《十九大报告》
2018	《国防科技重点实验室稳定支持科研管理暂行办法》
2019	《遥感和空间科学卫星无线电频率资源使用规划 (2019-2025 年)》

资料来源：信达证券研发中心整理

图表 26: 至 2025 年我国军工电子市场规模将达到 5012 亿元



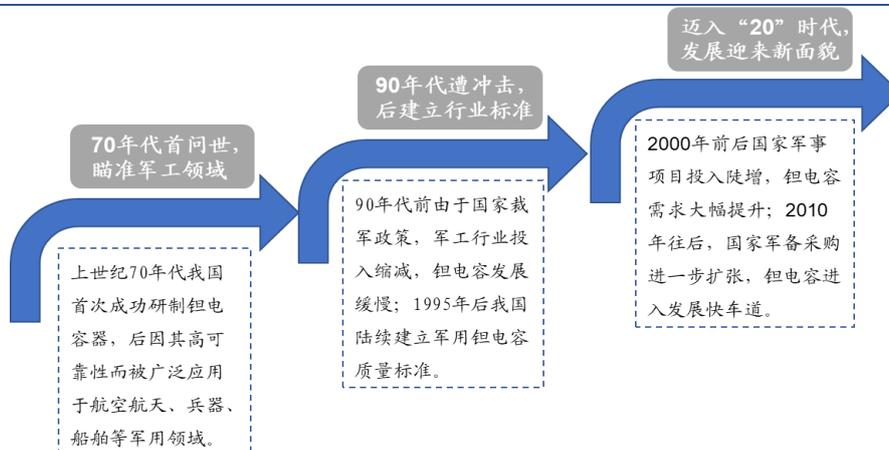
资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

## 2.4 军用电容器壁垒高，龙头企业坐享行业红利

宏达电子高可靠电子元器件龙头地位稳固，未来或将强者恒强：

- **军用钽电容进入发展快车道。**上世纪 70 年代我国首次成功研制钽电容器，后因其高可靠性而广泛应用于军工领域；90 年代因遭裁军冲击，钽电容发展放缓，但行业质量标准陆续建立；迈入新世纪后由，由于国家军事项目投入、军备采购不断增多，军用钽电容进入发展快车道。

图表 27: 美军在信息化基础上已开启智能化进程

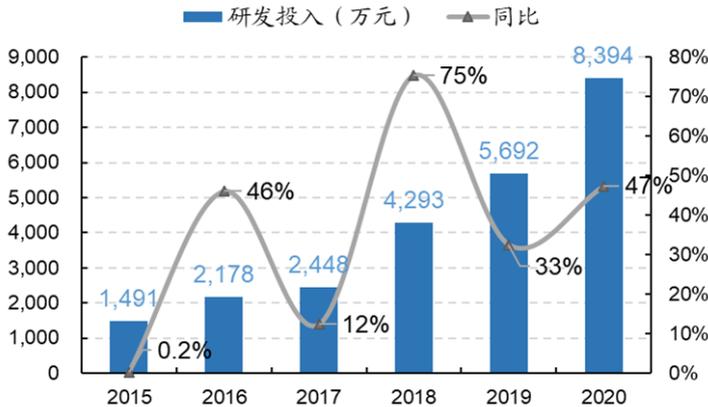


资料来源：《现代战争正在加速从信息化向智能化时代迈进》，信达证券研发中心

- **军用钽电容行业壁垒高，客户粘性强，宏达电子稳坐龙头地位。**由于高可靠钽电容对稳定性、可靠性要求高，且企业须有资质方才能够生产，因此高可靠钽电容行业具有极高的技术与资质壁垒，目前市场被宏达电子、振华新云等少数企业瓜分，寡头格局稳定。

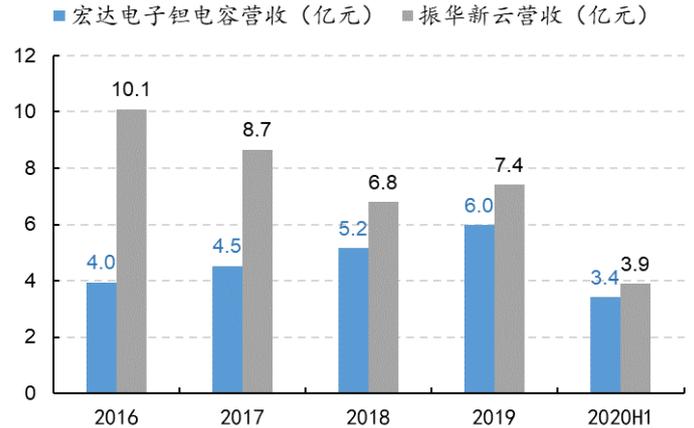
**研发投入促进技术创新，公司实现弯道超车。**2015-2020 年公司研发投入由 1491 万元提升至 8394 万元，5 年增长近 6 倍，CAGR 达 41%。截至 2020 年底，公司累计获得专利共 203 项，且产品基本覆盖所有军用钽电容品类，是国内少数可自主生产高能钽混合电容和高分子钽电容的厂商之一，叠加公司客户超过 2000 家，供给关系稳定，我们判断未来公司龙头地位将不断稳固。

图表 28: 2015-2020 年公司研发投入增长近 6 倍



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图表 29: 公司钽电容收入体量与振华新云对比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 横向布局 MLCC、微电路模块等领域，业绩有望驶入发展快车道：

- **补偿式发展促进市场空间不断提升：**随着我国综合国力日益提升，现已具备大力发展国防工业的经济基础，我国国防工业自本世纪开始就已进入补偿式发展阶段，军工电子作为军工产业链的上游未来增长空间将更加广阔。

图表 30: 军用电容器竞争格局

企业名称	主营业务	营业收入 (亿元)			净利润 (亿元)				
		2020	2019	2020YOY	2020	2019	2020YOY		
火炬电子	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、钽电容器(军用为主)；代理主要产品包括 AVX 的钽电容器、AVX 金属膜电容器、KEMET 铝电解电容器、太阳诱电的大容量陶瓷电容器等。	尚未披露	25.7	-	27.0%	5.9-6.3	3.9	55%-65%	15.2%
鸿远电子	公司是国家级高新技术企业，自产业务包括多层瓷介电容、片式多层瓷介电容、金属直接多层瓷介电容、有引线多层瓷介电容等(含军品)，代理业务则为其他电子元件的销售业务。	17	10.5	61.3%	14.2%	4.9	2.8	74.2%	28.0%
宏达电子	公司主营业务为高可靠电子元件和电路模块，包括钽电容、陶瓷电容(二者军用为主)、电阻器、电感器、微电路模块等。	14.01	8.4	66.0%	32.7%	4.8	3.1	56.6%	41.1%
中国振华(集团)新云电子元件有限责任公司	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器件产品。	3.9 (2020H1)	7.4	5.7% (2020H1)	8.8%	0.8 (2020H1)	1.2	76.0% (2020H1)	73.5%
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。								
日型电子 (2017年产线被宏达电子收购)	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。								

资料来源: 各公司公告, Wind, 信达证券研发中心

- **狼性文化为横向布局提供内生动力，公司更注重高端化和差异化。**MLCC 领域公司竞争对手主要为鸿远电子、火炬电子和宏明电子，市场总体规模超 30 亿，公司 MLCC 产品于 2014 年针对高可靠领域进行布局，主要研发具有代表性的高 Q、竖向金电极等高端化、差异化产品。

公司利用多年钽电容业务积累的渠道资源和优质的客户服务加强市场渗透能力，并正从单一电子元器件供应商向整体解决方案提供商转变。由于公司目前该领域收入基数相对较小，且处于市场扩张阶段，预计未来此类业务增速较高。

图表 31：军用电子元器件公司梳理

公司名称	电容				电阻	电感	滤波器	继电器	连接器	半导体集成电路 (含MEMS产品)	特种陶瓷材料
	MLCC	钽电容	铝电容	薄膜电容							
火炬电子	★	√		√	√	√	√				√
鸿远电子	★	√					√				
宏达电子	√	★	√	√	√	√					
振华科技	√	★	√		√	√	√				
宏明电子	★			√	√		√	√	√		

资料来源：各公司公告，Wind，信达证券研发中心

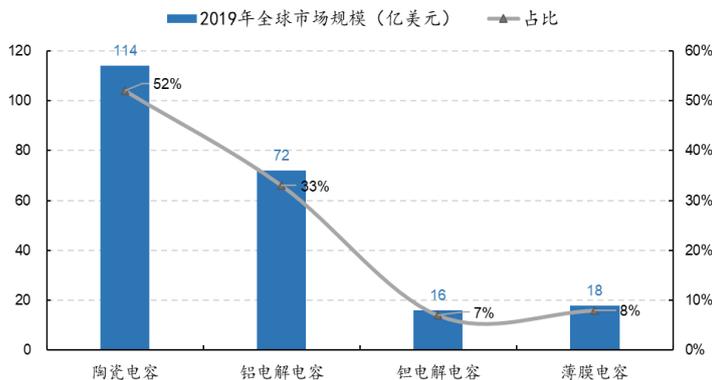
### 3、成长驱动力②民用市场潜力巨大，国产替代吹响成长号角

#### 3.1 千亿市场蓄势待发，规模增速引领全球

**规模超千亿，中国成全球最大电容器市场。**据中国电子元件行业协会统计，2019 年全球电容器市场规模达 220 亿美元，我国电容器行业的市场规模为 1102 亿元，占全球比重超过 70%，已经成为全球最大的电容器市场。

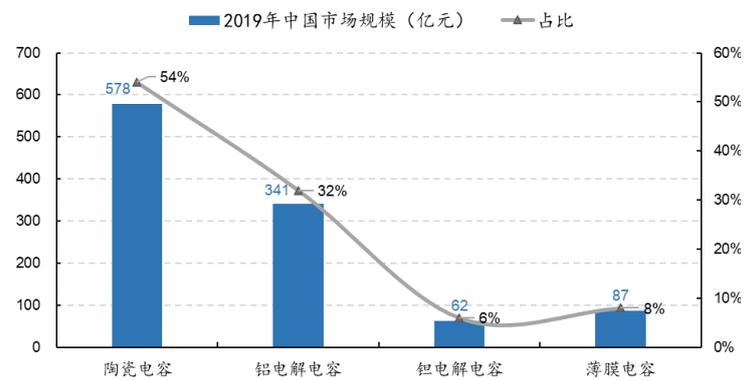
**陶瓷电容为电容器行业主要品类，我国各电容器市场结构与世界趋于一致。**根据前瞻产业研究院统计，2019 年全球陶瓷电容器市场规模为 114 亿美元，同比增长 3.8%，增速在四大品类中位居首位，规模占比达 52%。在中国市场中，陶瓷电容器的市场规模为 578 亿元，较 2018 年增长 6.2%，占比为 54%。

图表 32: 2019 年全球电容器市场产品结构分布



资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

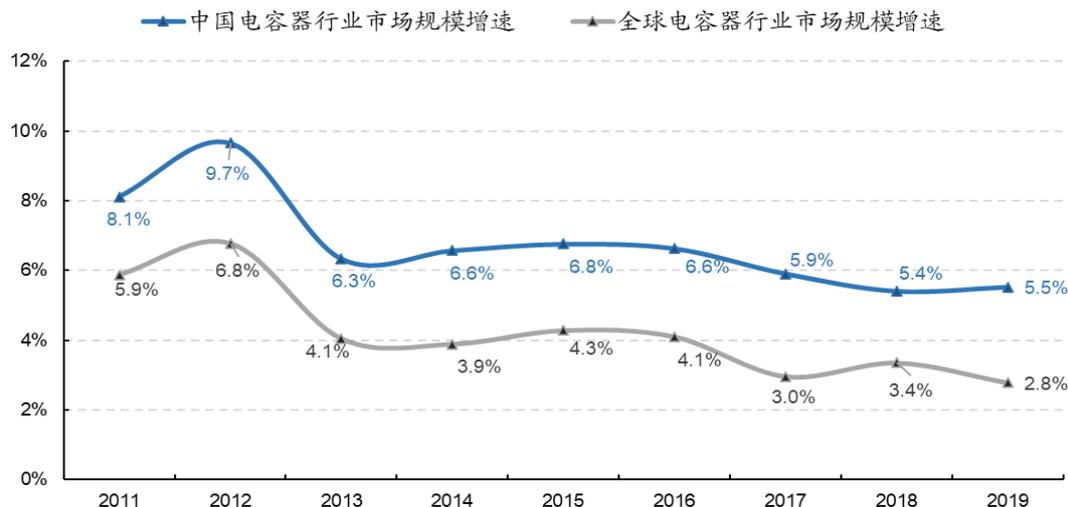
图表 33: 2019 年中国电容器市场产品结构分布



资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

**中国电容器行业规模增速全球领先。**据前瞻产业研究院统计 2011-2019 年，中国电容器行业规模平均增速为 6.73%，高于全球平均增速 2.5 个百分点，中国市场的快速增长成为拉动全球电容器行业规模增长的主要动力。

图表 34: 中国电容器行业规模增速全球领先



资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

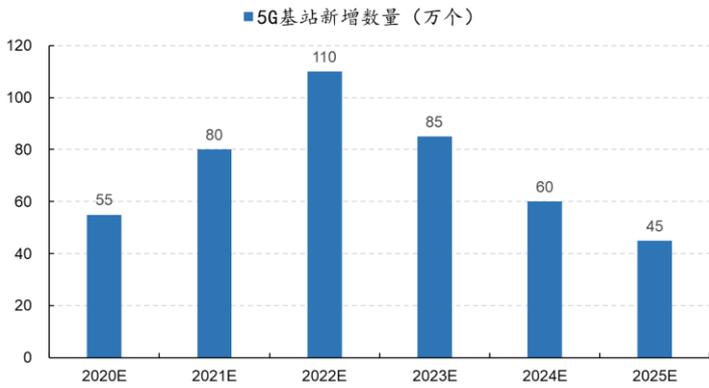
**我们认为,未来 5G 基站、汽车电子和智能终端,将成为拉动民用电容器需求的“三驾马车”:**

- **5G 基站加速部署:** 据国巨公司披露, 由于对产品户外温度波动下的可靠性和寿命要求较高, 5G 基站设计时通常采用钽电容作为电子元件。2020 年两会期间我国将“拓展

5G 应用”列入新基建目标，

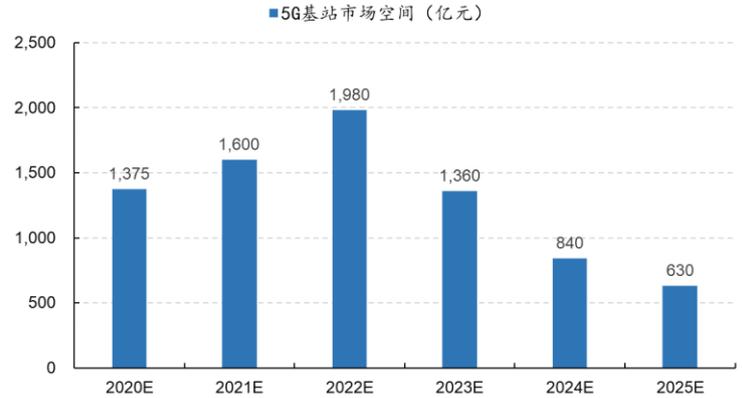
据前瞻产业研究院发布的《2020 中国 5G 基站建设行业研究报告》统计，自 2019 年 6 月 5G 牌照开放以来，我国累计建成 5G 基站 19.8 万个。2020-2023 年将是 5G 网络的密集投资期，以 4G 基站推算，预计 2021-2023 年三大运营商 5G 基站建设量分别为 80 万个、110 万个和 85 万个。

图表 35: 2022 年 5G 基站新建数量将达到 110 万个



资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

图表 36: 2022 年 5G 基站市场空间将达到 1980 亿元

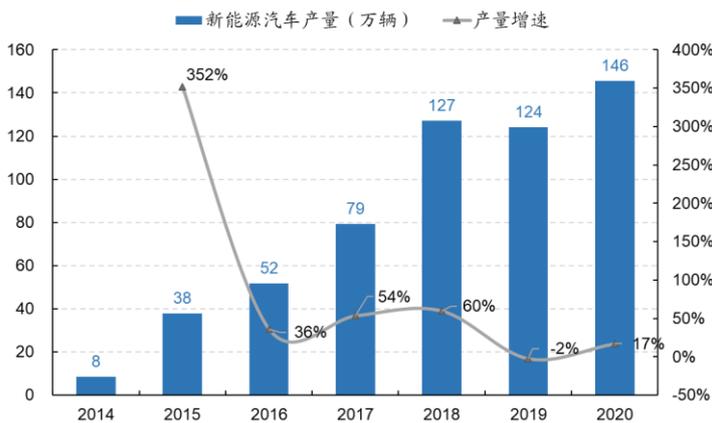


资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

- **新能源汽车持续出货:** 1) 电容器是生产汽车电路的理想元件，相比传统燃油车，新能源车智能化程度更高，对电路控制模块和钽电容的需求量也更大。2) 据工信部和中汽协披露，2015-2020 年汽车电子占整车成本比重将从 35% 上升至 50%；2014-2020 年我国新能源车年产量由 8.4 万辆上升至 145.6 万辆，CAGR 为 61%，2019 年产销销量略下滑主要因行业补贴退坡。

此外，《中国制造 2025》中将节能与新能源汽车列入十大重点产业，明确提出到 2025 年，我国新能源汽车年销量将突破 300 万辆。

图表 37: 2014-2020 年我国新能源汽车产量 CAGR 达到 61%



资料来源: 工信部, 中汽协, 信达证券研发中心

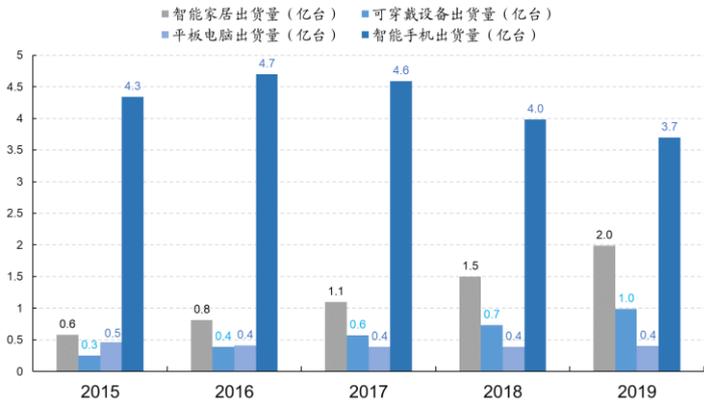
图表 38: 2014-2020 年我国新能源汽车销量 CAGR 达到 62%



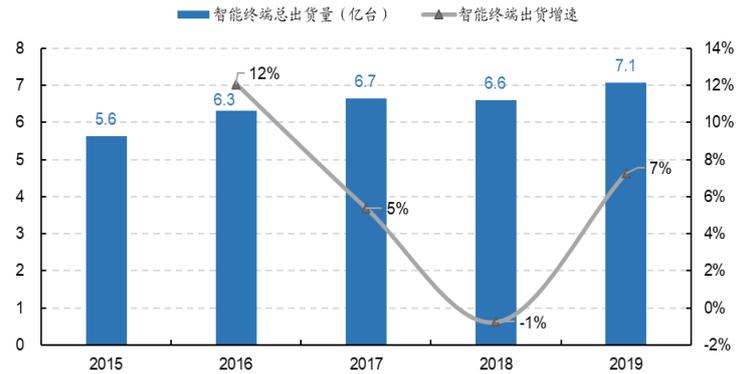
资料来源: 工信部, 中汽协, 信达证券研发中心

- **智能终端需求走高:** 为使设备 CPU 寿命和工况稳定，电容多应用于智能终端设备的电路中。智能终端设备主要涵盖手机、家居设备、可穿戴设备及平板电脑等品类。据 IDC 统计，2015-2019 年我国智能终端设备整体规模从 0.9 万亿元上升至 1.1 万亿元，整体出货量从 5.6 亿台上升至 7.1 亿台，CAGR 为 5.9%。

其中，智能家居和可穿戴设备出货增速最快，CAGR 分别达到 36.1% 和 41.1%，全球智能手机出货量则呈现略微下降趋势。

**图表 39: 2015-2019 年我国智能家居和可穿戴设备出货增速最快**


资料来源: IDC, 信达证券研发中心

**图表 40: 2015-2019 年我国智能终端出货量 CAGR 为 5.9%**


资料来源: IDC, 信达证券研发中心

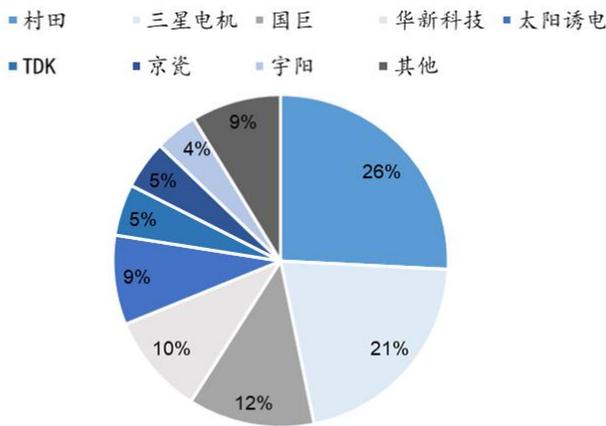
### 3.2 美、日、韩主导全球电容器供给, 国产替代成为必然

全球电容器供给多被日本、美国和韩国主导, 外企技术优势显著, 我国尚处第三梯队:

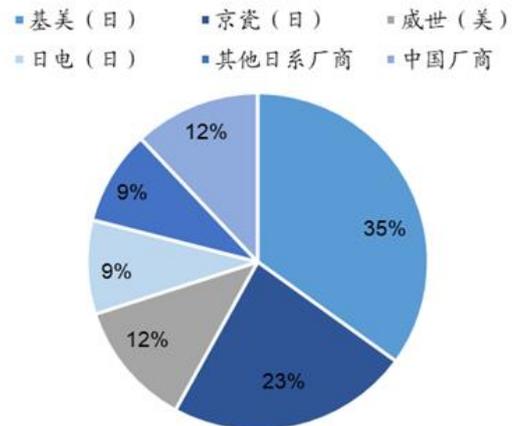
- 以占比超 50% 的陶瓷电容 (以 MLCC 为主) 为例, 据鸿远电子招股书表述, 2017 年全球前十大 MLCC 厂商中日系厂商销量占有率高达 44%, 主要系其在尖端高容量产品、材料粉技术及产能规模方面均领先其他国家所致。

具体来看日本村田和韩国三星电机占比最高, 第二梯队的厂商有国巨、华新科、太阳诱电等。中国大陆厂商中, 宇阳(合并微容计算)、风华高科、三环集团占据少量份额。

- 从公司具有优势的钽电容市场来看, 上游高性能钽粉技术仍掌握在国外企业手中; 目前全球钽电容市场份额最大的三个厂商分别为基美 (KEMET, 日本, 占比 35%)、京瓷 (Kyocera Group, 日本, 占比 23%) 和威世 (Vishay, 美国, 占比 12%), 三者合计占比达到 7 成。

**图表 41: MLCC 市场日系厂商具有绝对优势**


资料来源: 鸿远电子招股书, 信达证券研发中心

**图表 42: 钽电容领域美、日厂商份额占比高达 7 成**


资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

中美摩擦叠加全球疫情, 我国电容器“内循环”迫在眉睫:

- 中美贸易摩擦限制中方获取美国产品与技术。2018 年来, 美国对中国采取的惩罚性关税、限制出口、限制投资等一系列措施均包括了电子元器件在内的高新技术产业, 美国本土企业无法再对中国出口关键设备、产品和原材料, 中国企业也无法通过合资形式获取美国的先进技术。

- **2020 年疫情对全球造成冲击，钽电容产业的供给收缩，钽电容涨价明显。**2020 年上半年国际大部分钽矿都处于停产或半停产状态，导致未来市场钽丝、钽粉供应的不确定性增强。、由于上游原料的稀缺，多家国际钽电容供应商纷纷上调产品价格，日电 2020 年 5 月已宣布计划上调 TAJ 和 TLJ 系列产品价格，增幅为 12%和 20%。

基于目前复杂的国际形势和国产电子元器件需求的提升，我们认为国内民用高端元器件的自主供应将是大势所趋，以宏达为代表的电子元器件生产商将迎来发展机遇。

### 3.3 建投产项目未来持续释放产能，助力公司开拓新市场

公司两个建投产项目均有序推进，投产后将持续释放产能。公司于 2020 年 3 月和 7 月分别在湖南湘乡和株洲建投产电子元件生产基地，其中，湘乡项目主要致力于民用钽电容的研发和生产；株洲项目的主营产品则为新型电子元器件及微电路模块。据公司披露，目前上述项目均处于建设阶段，湘乡民用钽电容生产基地，预计 2021 年下半年可以投产使用。

上述项目建成后将项目对应的包括民用钽电容器、单层陶瓷电容、环形器隔离器等产线搬迁至新的场地，满足扩大规模、提升产能的需求。此外，公司产能建设方面会首先考虑解决关键设备，之后再根据实际发展需求，分步骤分阶段进行合理布局。

图表 43: 2020 年公司于湘乡和株洲分别建投产电子元件生产基地

地点	开始时间	投资金额	目前进度	主营产品
湘乡	2020.03	≥5亿元	建设阶段，预计2021年下半年可投入使用	民用钽电容
株洲	2020.07	≥15亿元	建设阶段	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

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

#### 宏达恒芯为华为海思上游供应商，未来有望进一步深入合作：

- 宏达恒芯的单层陶瓷电容、陶瓷薄膜电路等产品主要应用于 5G 光通讯模块、激光模块中应用，公司 2019 年 5 月已通过光迅科技、新易盛等客户的合格供方审查，并正在给海思半导体等客户小批量供货。
- 由于美国限制其本土企业对华为海思进行半导体芯片等产品的出口，我们判断未来海思将持续和国内优质供应商合作，公司民品业务有望加速成长。

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1 核心假设与盈利预测

**主营业务收入：**按照产品类型划分，公司主营业务收入分为钽电容（固体电解质及非固体电解质钽电容）、陶瓷电容、微电路模块及其他业务。通过主营构成产品拆分，预测公司 2021-2022 年 3 年的主营业务收入：

- **钽电容器：**公司钽电容包括固体电解质钽电容和非固体电解质钽电容两种，其中非固体钽电容绝大部分为高可靠产品，固体电解质钽电容亦包含一部分民品，受益于军工行业高景气，我们认为未来公司军工订单将持续走高。
- **陶瓷电容器、微电路模块及其他业务：**公司 2014 年开始便注重横向布局，并根据不同子公司的发展速度，重点研发陶瓷电容、电源模块和组件类产品，瞄准军用和高端民用市场。我们判断，随着军工电子高景气、高端电子元器件国产化趋势的演绎，以及公司湖南湘乡等地产能的释放，公司非钽电容业务将迅速发展。

**销售毛利率：**2015-2019 年受公司横向布局民用电子元器件战略的影响，公司整体毛利率由 76% 下降至 69%，我们认为，未来随着公司军、民业务的协同发展，公司毛利率将趋于稳定，预计 2021-2023 年分别为 68.5%/68.3%/68.5%。

**费用情况：**我们假设公司 2021-2023 年管理费用率（不含研发）分别为 8.1%/8.0%/7.9%；研发费用率分别为 6.2%/7.3%/8.1%；销售费用率分别为 13%/13.2%/13.5%；由于公司 2018 年以来利息收入均超过利息支出，我们预计未来三年将保持现状。

### 4.2 公司估值&投资建议：首次覆盖给予“买入”评级

宏达电子是国内高可靠钽电容稀缺龙头，研发生产经验超 20 年，拥有 10 余条国内先进的电子元器件和电路模块生产线，多项产品填补国内空白。2014 年以来公司以钽电容业务为基础展开横向布局，积极拓展 MLCC、电源模块、电阻、电感等新领域、新市场，打造创业平台型企业。A 股与公司业务内容相似的企业有振华科技、鸿远电子、火炬电子等。

**PE 估值法：**基于 2021 年 Wind 业绩一致性预期数据，预测行业平均为 38 倍 PE。市场可能担心公司未来高增长的持续性及行业空间有限，但我们认为：①“十四五”期间国防信息化将加速推进，公司作为高可靠钽电容核心供应商将持续受益；②民用高端元器件迎来国产替代浪潮，公司多品类横向布局有望开花结果，叠加建投产项目打破产能瓶颈，公司业绩将迈入新一轮的高增长阶段。

我们预计 2021-2023 年公司归母净利润为 7.5/10.8/14.9 亿元，CAGR 为 41%；EPS 为 1.9/2.7/3.7 元，对应 PE39/27/20 倍，给予“买入”评级。

综上，首次覆盖给予“买入”评级。

**图表 44: 可比公司相对估值比较**

代码	公司名称	收盘价		EPS		PE		
		2021/3/30	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
000733.SZ	振华科技	56.35	1.01	1.65	2.20	56	34	26
603678.SH	火炬电子	62.55	1.28	1.76	2.34	49	36	27
603267.SH	鸿远电子	137.89	2.10	3.11	4.34	66	44	32
	平均值		-			57	38	28
	中位数		-			56	36	27
300726.SZ	宏达电子	73.36	1.21	1.9	2.7	61	39	27

资料来源: Wind 一致预期, 信达证券研发中心 (注: 振华科技、火炬电子 2020 年 EPS 为 Wind 一致预期值)

**图表 45: 宏达电子 2021-2023 年收入拆分预测**

分项收入预测	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>非固体电解质钽电容器</b>	<b>2.3</b>	<b>2.6</b>	<b>3.5</b>	<b>4.9</b>	<b>7.3</b>	<b>10.6</b>	<b>14.8</b>
YoY	13%	13%	33%	43%	48%	45%	40%
成本	0.5	0.6	0.7	0.9	1.3	1.9	2.6
毛利	1.8	2.1	2.7	4.0	6.0	8.7	12.2
毛利率	78.5%	78.6%	78.8%	81.2%	82.3%	82.5%	82.4%
收入占比	44%	41%	41%	35%	34%	34%	35%
毛利占比	50%	49%	48%	41%	41%	41%	42%
<b>固体电解质钽电容器</b>	<b>2.2</b>	<b>2.6</b>	<b>2.5</b>	<b>3.6</b>	<b>5.3</b>	<b>7.4</b>	<b>9.6</b>
YoY	17%	16%	-1%	43%	45%	40%	30%
成本	0.8	1.1	1.1	1.6	2.2	3.1	4.0
毛利	1.4	1.5	1.4	2.0	3.1	4.3	5.6
毛利率	62.2%	57.7%	56.0%	56.1%	58.3%	58.0%	58.3%
收入占比	42%	40%	30%	26%	25%	24%	23%
毛利占比	38%	35%	25%	21%	21%	20%	19%
<b>陶瓷电容器</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.8</b>	<b>1.2</b>	<b>2.0</b>	<b>2.9</b>	<b>4.1</b>
YoY	42%	16%	84%	63%	60%	50%	40%
成本	-	0.1	-	-	0.4	0.6	0.9
毛利	-	0.3	-	-	1.5	2.3	3.2
毛利率	-	78.8%	-	-	79.0%	78.3%	78.4%
收入占比	7%	6%	9%	9%	9%	9%	10%
毛利占比	-	8%	-	-	11%	11%	11%
<b>微电路模块</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0.5</b>	<b>1.1</b>	<b>1.9</b>	<b>2.9</b>	<b>4.1</b>
YoY	-	-	-	111%	70%	50%	40%
成本	-	-	-	-	0.4	0.6	0.9
毛利	-	-	-	-	1.5	2.3	3.2
毛利率	-	-	-	-	78.0%	78.2%	77.4%
收入占比	-	-	6%	8%	9%	9%	10%
毛利占比	-	-	-	-	10%	11%	11%
<b>其他收入</b>	<b>0.4</b>	<b>0.8</b>	<b>1.2</b>	<b>3.1</b>	<b>4.9</b>	<b>7.4</b>	<b>10.0</b>
YoY	-	123%	103%	166%	60%	50%	35%
成本	-	0.4	0.6	-	2.4	3.7	5.0
毛利	-	0.4	0.6	-	2.5	3.7	5.0
毛利率	-	45.0%	48.5%	-	51.0%	50.3%	50.0%
收入占比	-	12%	14%	-	23%	24%	23%
毛利占比	-	8%	10%	-	17%	17%	17%
<b>总营业收入</b>	<b>5.24</b>	<b>6.36</b>	<b>8.44</b>	<b>14.01</b>	<b>21.39</b>	<b>31.20</b>	<b>42.57</b>
YoY	17%	21%	33%	66%	53%	46%	36%
总成本	1.6	2.16	2.81	4.32	6.74	9.89	13.40
总毛利	3.6	4.2	5.6	9.7	14.7	21.3	29.2
毛利率	69.5%	66.1%	66.7%	69.2%	68.5%	68.3%	68.5%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 5、风险提示

---

### 5.1 国家军费和装备费投入不及预期

公司军品占比高达 90%，而军品下游需求主要依靠国家国防政策和军费支出，若是后续军费和装备费用开支不及预期势必会导致整个行业订单下滑，影响公司业绩。

### 5.2 株洲、湘乡项目建设、产能释放不及预期

公司 2020 年于株洲和湘乡投入的项目主要致力于钽电容、MLCC、SLCC、微电路模块为主的电子元件研发生产，目前项目尚处于建设阶段，若后续建设进度不及预期则会影响公司产能释放和订单的交付。

**图表 46: 财务报表和主要财务比率**

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	<b>1,681</b>	<b>2,330</b>	<b>3,425</b>	<b>5,080</b>	<b>7,189</b>	
货币资金	229	188	236	433	867	
应收票据	465	770	1,176	1,715	2,340	
应收账款	520	659	1,006	1,467	2,002	
预付账款	12	32	50	74	100	
存货	348	573	847	1,261	1,723	
其他	106	108	110	130	156	
<b>非流动资产</b>	<b>293</b>	<b>633</b>	<b>586</b>	<b>483</b>	<b>406</b>	
长期股权投资	2	7	7	7	7	
固定资产(合计)	219	214	296	283	235	
无形资产	9	33	24	14	5	
其他	63	379	259	179	159	
<b>资产总计</b>	<b>1,974</b>	<b>2,963</b>	<b>4,011</b>	<b>5,563</b>	<b>7,595</b>	
<b>流动负债</b>	<b>154</b>	<b>564</b>	<b>770</b>	<b>1,159</b>	<b>1,639</b>	
短期借款	0	6	86	106	186	
应付票据	0	8	4	8	14	
应付账款	73	341	341	554	778	
其他	81	210	339	492	662	
<b>非流动负债</b>	<b>23</b>	<b>194</b>	<b>194</b>	<b>194</b>	<b>194</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	23	194	194	194	194	
<b>负债合计</b>	<b>177</b>	<b>758</b>	<b>964</b>	<b>1,353</b>	<b>1,833</b>	
少数股东权益	41	91	156	223	272	
归属母公司股东权益	1,756	2,113	2,891	3,987	5,489	
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,974</b>	<b>2,963</b>	<b>4,011</b>	<b>5,563</b>	<b>7,595</b>	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	844	1,401	2,139	3,120	4,257	
同比(%)	32.6%	66.0%	52.7%	45.8%	36.5%	
归属母公司净利润	293	484	748	1,082	1,493	
同比(%)	31.4%	65.1%	54.7%	44.6%	38.0%	
毛利率(%)	66.7%	69.1%	68.5%	68.3%	68.5%	
ROE(%)	16.7%	22.9%	25.9%	27.1%	27.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.73	1.21	1.87	2.70	3.73	
P/E	36	60	39	27	20	
P/B	6	14	10	7	5	
EV/EBITDA	29.1	45.1	43.0	28.3	20.0	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	<b>844</b>	<b>1,401</b>	<b>2,139</b>	<b>3,120</b>	<b>4,257</b>	
营业成本	281	432	674	989	1,340	
营业税金及附加	8	18	27	39	54	
销售费用	115	179	278	412	575	
管理费用	69	108	173	250	336	
研发费用	57	82	133	228	345	
财务费用	-5	-2	-2	-2	-7	
减值损失合计	-13	-10	0	0	0	
<b>投资净收益</b>	<b>45</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
其他	15	41	92	134	183	
<b>营业利润</b>	<b>366</b>	<b>617</b>	<b>948</b>	<b>1,339</b>	<b>1,797</b>	
营业外收支	-1	0	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>365</b>	<b>617</b>	<b>948</b>	<b>1,339</b>	<b>1,797</b>	
所得税	56	88	135	190	255	
<b>净利润</b>	<b>309</b>	<b>529</b>	<b>813</b>	<b>1,149</b>	<b>1,542</b>	
少数股东损益	16	45	65	67	49	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>293</b>	<b>484</b>	<b>748</b>	<b>1,082</b>	<b>1,493</b>	
EBITDA	355	637	679	1,027	1,432	
EPS(当年)(元)	0.73	1.21	1.87	2.70	3.73	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>83</b>	<b>257</b>	<b>-281</b>	<b>-110</b>	<b>99</b>	
净利润	309	529	813	1,149	1,542	
折旧摊销	41	56	-175	-175	-175	
财务费用	0	1	3	5	7	
投资损失	-45	-2	0	0	0	
营运资金变动	-253	-344	-922	-1,088	-1,275	
其它	30	17	0	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-42</b>	<b>-185</b>	<b>252</b>	<b>292</b>	<b>262</b>	
资本支出	-91	-209	252	292	262	
长期投资	21	-11	0	0	0	
其他	28	35	0	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-102</b>	<b>-119</b>	<b>77</b>	<b>15</b>	<b>73</b>	
吸收投资	1	3	0	0	0	
借款	0	6	80	20	80	
支付利息或股息	-103	-120	-3	-5	-7	
<b>现金净增加额</b>	<b>-62</b>	<b>-48</b>	<b>48</b>	<b>197</b>	<b>434</b>	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 研究团队简介

张润毅 (S1500520050003), 信达证券军工行业首席分析师, 上海交通大学硕士, 证券从业经验 8 年。2020 年 4 月加盟信达证券, 2013-2020 年先后供职于国泰君安证券、国盛证券, 担任军工首席分析师; 曾荣获 2014 年新财富最佳分析师第 4 名、金牛奖第 1 名; 2015 年新财富第 2 名、金牛奖第 3 名; 2016 年新财富第 4 名、金牛奖第 1 名、第一财经最佳分析师第 1 名; 多次入围新财富、水晶球等奖项, 具备扎实的航空航天+金融数学复合专业背景、机械/能源/军工等行业研究经验, 善于把握行业发展趋势和重大拐点。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北	卞双	13520816991	<a href="mailto:bianshuang@cindasc.com">bianshuang@cindasc.com</a>
华北	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北	欧亚菲	18618428080	<a href="mailto:ouyafei@cindasc.com">ouyafei@cindasc.com</a>
华北	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华东总监	王莉本	18121125183	<a href="mailto:wangliben@cindasc.com">wangliben@cindasc.com</a>
华东	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东	孙斯雅	18516562656	<a href="mailto:sunsiya@cindasc.com">sunsiya@cindasc.com</a>
华东	张琼玉	13023188237	<a href="mailto:zhangqiongyu@cindasc.com">zhangqiongyu@cindasc.com</a>
华南总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南	焦扬	13032111629	<a href="mailto:jiaoyang@cindasc.com">jiaoyang@cindasc.com</a>
华南	江开雯	18927445300	<a href="mailto:jiangkaiwen@cindasc.com">jiangkaiwen@cindasc.com</a>
华南	曹曼茜	18693761361	<a href="mailto:caomanqian@cindasc.com">caomanqian@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。