

风华高科首次覆盖报告

短期看涨价，长期看需求，MLCC龙头拾级而上

孙远峰/熊军/王海维/王臣复

SAC NO:S1120519080005、 S1120519120001

2021年4月19日

观点一、短期看，日韩厂商逐步退出中低端市场，2019年Q4以来被动元器件涨价带来业绩弹性：

2017-2018 年 MLCC 行业经历了一波涨价缺货周期，价格在 2018 年 Q4 破裂。经过长达一年的降价去库存后，2019 年 Q4 行业库存逐渐出清，开启涨价趋势，带来业绩弹性。

观点二、长期看，受益5G基站、下游手机终端、汽车电动化等驱动下游被动元器件需求旺盛：

2016-2020年，全球MLCC市场规模由85.5亿美元增长到162.5亿美元，复合增速17%。展望未来，5G与汽车电子发展空间巨大。受益于5G渗透率提升，单机MLCC用量增长趋势将继续。2023年基站端MLCC需求将增长到2019年2.1倍。汽车电动化趋势将推动车用MLCC需求增加。

观点三、公司是国内MLCC龙头企业，管理层变更落地，大幅扩产确保未来三年业绩，加大研发力度拓展上游原材料

国内MLCC龙头企业，2020年11月管理层完成变更，同时开启大幅扩产，充分享受行业红利。在扩产计算顺利实施后，MLCC产能有望在2023年达到630亿只/月的产能，片式电阻产能将增至640亿只/月，产能有望进入全球前列，公司进入跨越式发展。

盈利预测及估值：

综合考虑公司的技术研发情况、行业趋势影响和产能进展情况；按照公司目前的技术和产品规划，我们预计2021-2023年公司营业收入为58.43亿元/84.01亿元/101.11亿元，归母净利润10.64亿元/15.12亿元/19.75亿元，现价对应PE 分别为24倍、17倍、13倍。未来三年公司在片式电容、片式电阻等领域布局优势将越发显著，公司竞争地位正在增强，给予2021年估值区间30-35倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：治理风险；奈电科技商誉；市场竞争加剧；产能投放进展不及预期



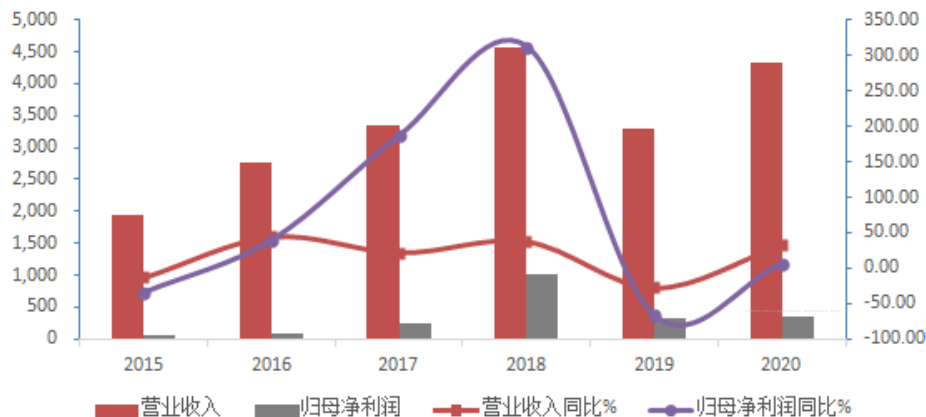
目录

- 1 产品应用领域广泛，管理层变更落地
- 2 短期看涨价，长期看需求
- 3 财务稳健，定增助推MLCC龙头拾级而上
- 4 盈利预测和投资建议
- 5 风险提示

1.1 中国电子百强企业，主要产品包括元器件、电子材料、电子专用设备

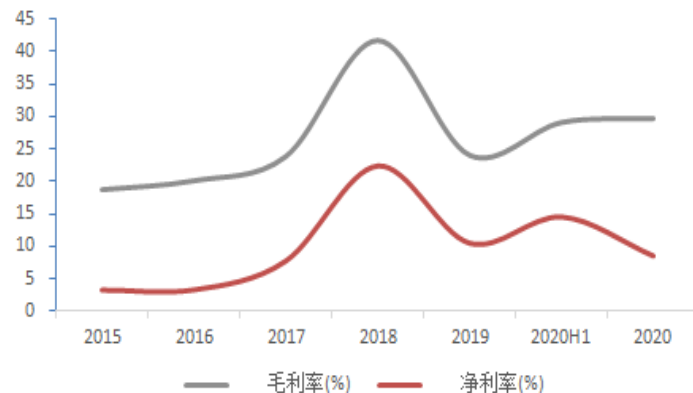
- ◆ 风华高科成立于1984年，是一家专业从事高端新型元器件、电子材料、电子专用设备等信息基础产品的高新技术企业，1996年在深圳证券交易所挂牌上市，实现了跨越式的发展。现已成为国内大型新型元器件及电子信息基础产品科研、生产和出口基地。
- ◆ 公司具有完整的产品链，具备为通讯类、消费类、计算机类、汽车电子类、照明电器类等电子整机配套供货的大规模生产能力。
- ◆ 公司是我国领先的新型元器件、电子元器件制造装备及电子基础材料的科研、生产和出口基地，是中国电子元器件百强企业。被认定为国家级技术中心、国家高技术产业化示范工程单位、国家火炬计划重点高新技术企业、国家“863”计划成果产业化基地。

2015-2020年公司营收和净利润（单位：百万元）



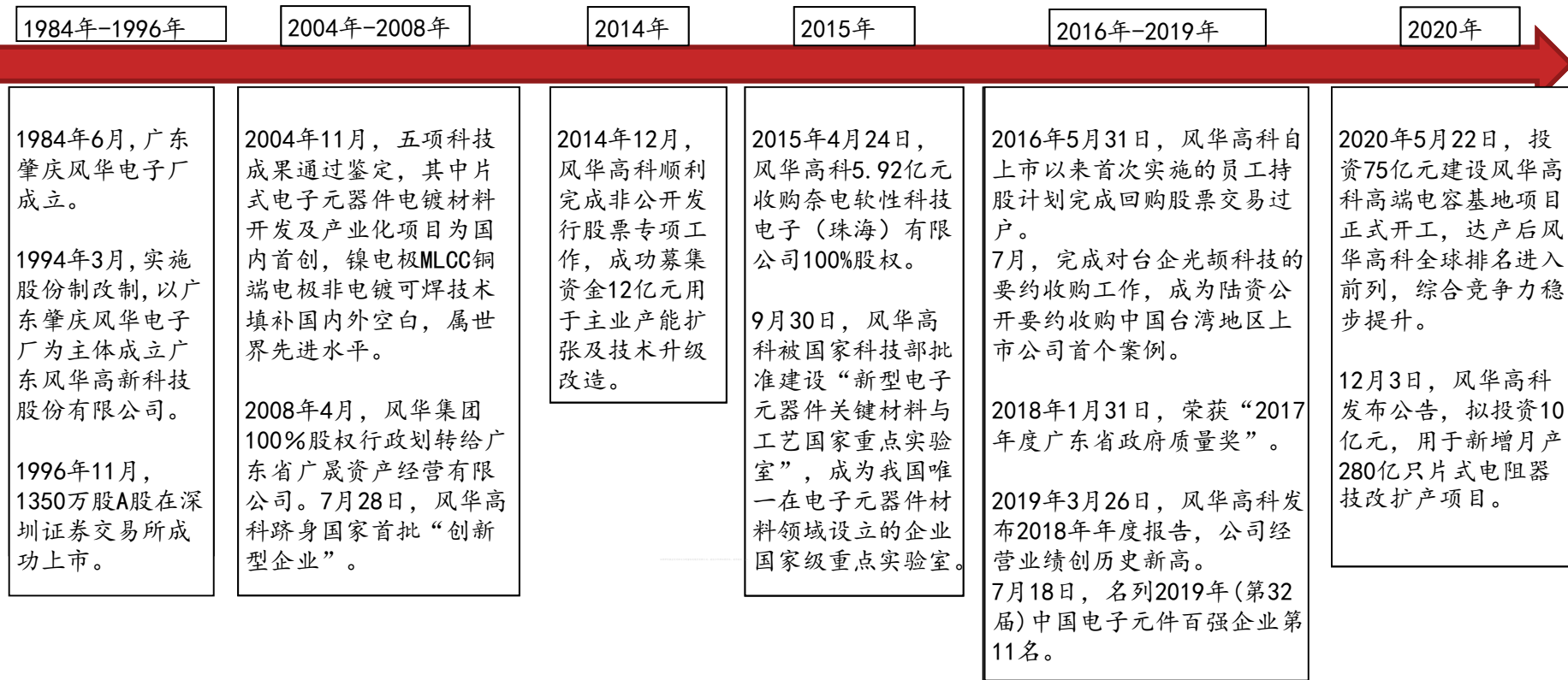
资料来源：Wind、华西证券研究所

2015-2020年公司毛利率和净利率（单位：%）



资料来源：Wind、华西证券研究所

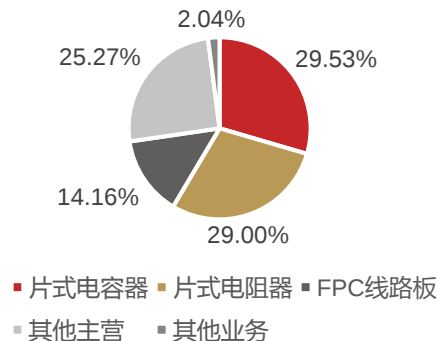
1.2 公司历经三次定向增发，综合竞争力稳步提升



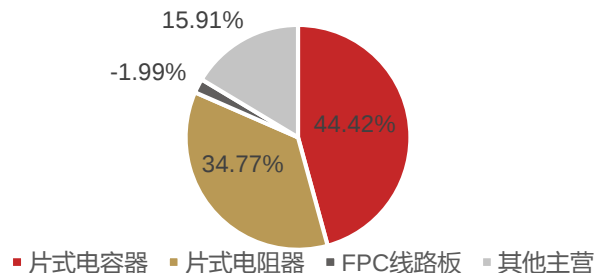
1.3 主要产品应用领域广阔，逐步拓展高端市场

◆ 风华高科下游市场广阔，主要产品应用集中在家电领域、电光领域、通信领域、数码产品、汽车电子、功能材料等领域。

2020年公司各业务收入占比（单位：%）

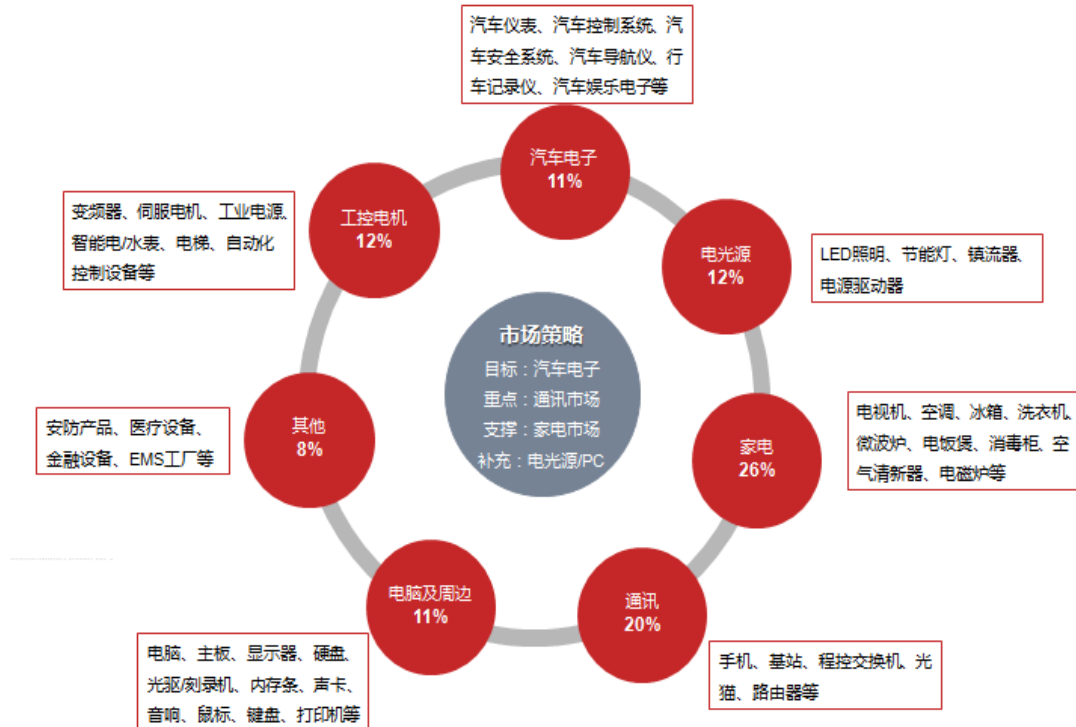


2020年公司各业务毛利占比（单位：%）



资料来源：wind，华西证券研究所

2019年公司下游应用市场分类



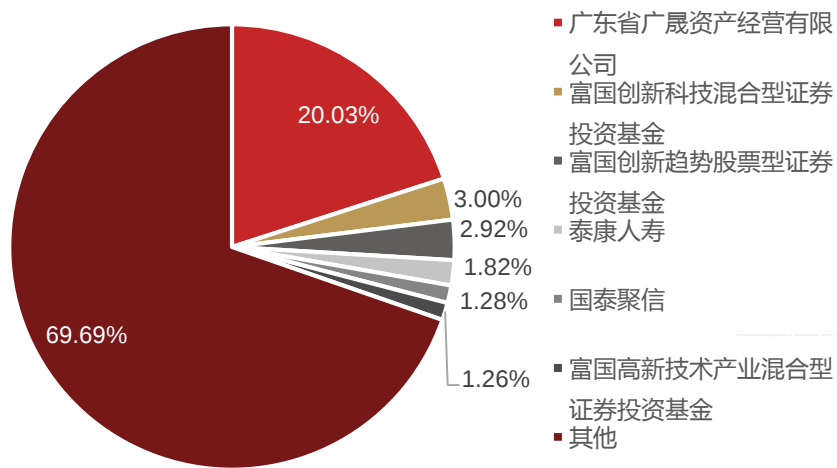
资料来源：风华高科官网，华西证券研究所

1.4 股权结构合理，管理层变更落地

◆ 公司股权结构合理

截止2020年，公司大股东为广东广晟资产经营有限公司，持有20.03%的股份；第二大股东为富国创新科技混合型证券投资基金，持有3%的股份；富国创新趋势股票型证券投资基金为新进第三大股东，持有公司2.92%的股份。

公司股权结构图



◆ 管理层出自大股东，靴子落地有利于公司稳定发展

2020年11月9日，风华高科召开2020年第三次临时股东大会，审议通过了公司董事会和监事会换届选举等议案。在第九届董事会2020年第一次会议上，刘伟当选为风华高科第九届董事会董事长，聘请徐静为公司总裁。聘请刘韧、刘维斌、杨晓平为公司副总裁，聘请薛泽彬为公司第九届董事会秘书。在第九届监事会2020年第一次会议上，王雪华当选为监事会主席。

公司管理层调整完成后，主要高层出自控股股东广晟集团，具备丰富的大型企业管理经验，更能充分发挥国有企业资源优势，加强与母公司的协同沟通，并在母公司支持下完成公司扩产及产品升级的进一步提速。



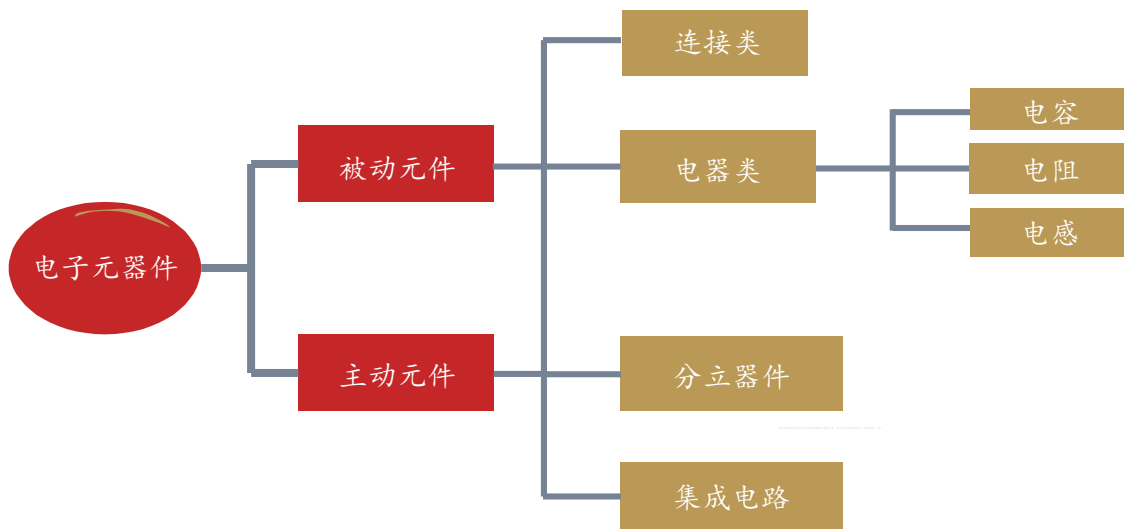
目录

- 1 产品应用领域广泛，管理层变更落地
- 2 短期看涨价，长期看需求
- 3 财务稳健，定增助推MLCC龙头拾级而上
- 4 盈利预测和投资建议
- 5 风险提示

2.1 三大被动元器件---电容、电感、电阻

◆ 电子元器件按电信号特征可分为主动元件与被动元件。被动元件又称为无源器件，是指不影响信号基本特征，仅令信号通过而未加以更改的电路元件。从工作特点来看，被动元件内部不需要电源驱动，其本身不消耗电能，只需输入信号就可以做出放大、震荡、计算等响应，无需外部激励单元。

电子元器件分类图



三大被动元器件介绍

被动元件	主要作用和使用方法
电容	1、高频振荡电路，用于调频；2. 信号的旁路，耦合及退电容藕；3、能量的储存和转换: 频繁的充电放电；4、一般整流电源的滤波，开关电源的高频输出滤波。
电感	滤波、振荡、延迟、陷波等，一般汽车中的振荡电路、滤波电路或者阻抗匹配中一般用片式叠层电感，高频电路阻抗匹配或者滤波电路等使用片式陶瓷体叠层电感。
电阻	主要用于限流也作为电位器、光敏电阻、热敏电阻以及压敏电阻充当传感器使用。将物理信号转化为电信号。

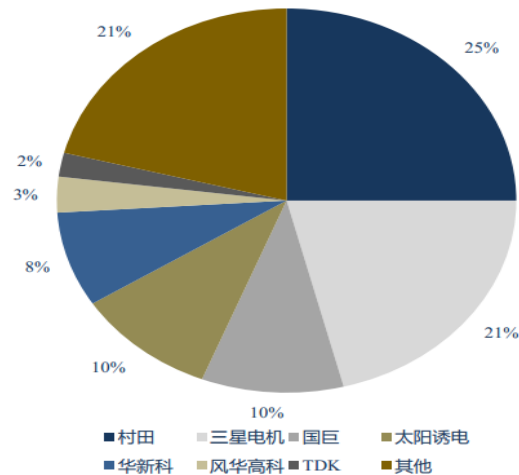
2.2 日韩厂商优势明显，国内厂商正迎头赶上

- ◆ 电容产品主要为铝电解电容、钽电解电容、薄膜电容、陶瓷电容四大类，这四类占了电容市场90%左右的份额。而在这四类电容产品中又属陶瓷电容占比最大，占到了**54%**的市场份额。
- ◆ 行业格局方面，当前MLCC市场被日韩垄断，**国内自给率不足20%，MLCC存在国产替代空间**。以华为为代表的国内龙头科技公司正积极导入国产MLCC产品，并与供应商合作攻关高性能新产品，有望加速国产替代进程。
- ◆ **风华高科**主要产品为MLCC、片式电阻器、FPC线路板、其他业务，其中最核心的产品为MLCC，片式多层陶瓷电容器，广泛用于各类电子产品，占被动元器件的产值超过五成，占据主导地位，其他的被动元器件还包括其他类的电容器、电阻和电感等。

全球主要MLCC厂商概况

厂商	产能	简介
村田	约在1500亿只/月，主要工厂位于中国无锡、日本福井、出云以及新加坡	产能规模和技术首屈一指。经营稳健，稼动率和价格相对稳定。投资140亿日元，在无锡扩产、投资290亿日元和400亿日元扩产
太阳诱电	约在500亿只/月，工厂主要位于中国东莞、日本新泻、石碓	产品主要集中向0201及01005小型化及车规品发展，预计有较大的扩产
TDK	约在100亿只/月	车规产品，逐步推出消费市场
三星机电	约在1000亿只/月，主要工厂位于中国天津、韩国釜山和菲律宾。	扩产方向是工业和汽车品以及小尺寸高容
国巨	500亿只/月，工厂主要位于苏州、东莞（主要做后端）、中国台湾	产品规格较全：除了MLCC外，还有片式电阻，Wireless，主流尺寸是0402，占40%-50%左右，0201，0603各占15%-20%
华新科	400亿只/月，工厂主要位于中国台湾、东莞、苏州	与国巨并称中国台湾被动元器件双雄

2019全球MLCC市场竞争格局

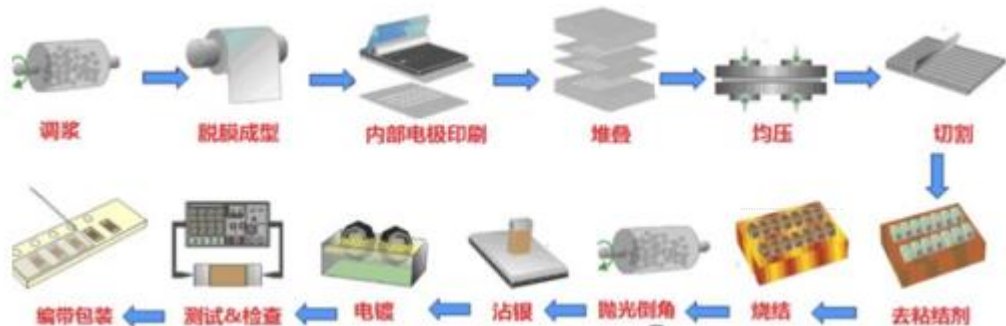


资料来源：中国产业信息网，华西证券研究所

2.3 MLCC生产过程壁垒较高，陶瓷粉体和生产工艺最关键

- ◆ **陶瓷粉料的质量和浆料配比：** MLCC 的主要原料是钛酸钡、氧化钛、钛酸镁等。瓷粉在 MLCC 成本占比较大，尤其是高容 MLCC 的生产，对于瓷粉的纯度、粒径、粒度和形貌有严格要求。中高端电介质瓷粉产业化生产的关键技术仍由日系厂商掌握。瓷粉浆料中粘合剂质量、成份比例、配制顺序及时间、分散剂的选择、分散设备的应用等都直接影响产品性能。日本村田已经能在粒径为 100 纳米的湿法 BaTiO₃ 基础上添加稀土金属氧化物改性，形成高可靠性的 X7R 陶瓷粉料，制作出 10 μ F-100 μ F 高容值小尺寸 MLCC，领先国内厂商。
- ◆ **薄层化技术、多层化技术、共烧技术：** MLCC 的电容量与内电极交叠面积、电介质瓷料层数及使用的电介质陶瓷材料的相对介电常数成正比。因此，要在一定体积上提升电容量，一是材料上增加介电常数，二是降低介质厚度，增加 MLCC 内部的叠层数。日系领先厂商已能实现用 0.5 μ m 的薄膜介质叠 1000 层以上，生产出 100 μ F 的超高容 MLCC，而国内厂商普遍只能叠 300-500 层。

MLCC生产工艺较为复杂



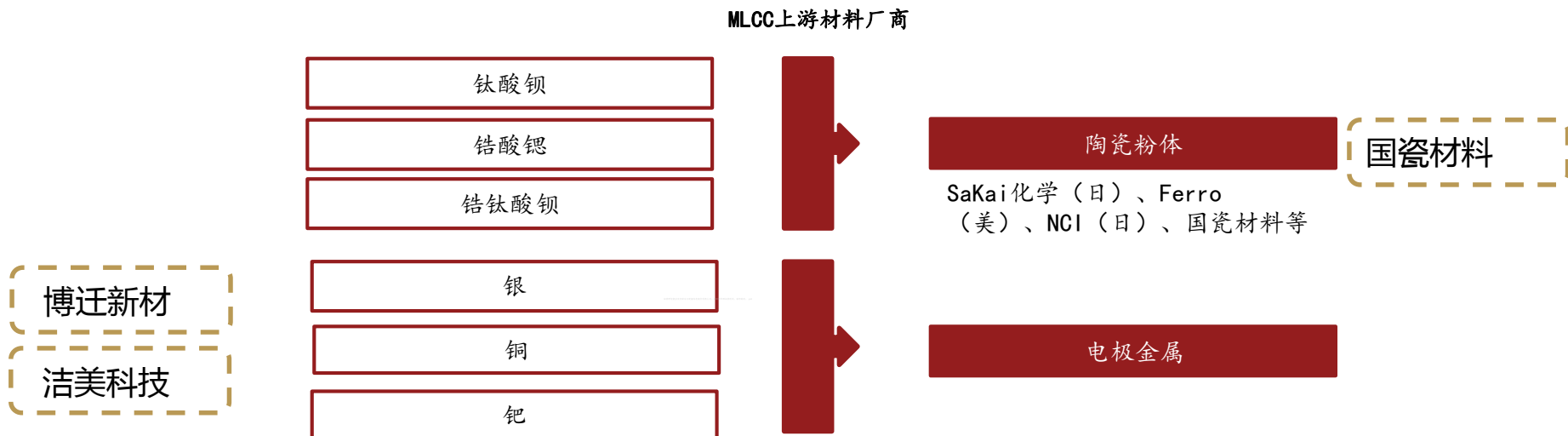
MLCC成本构成

成本结构	低容 MLCC	高容 MLCC
陶瓷粉料	20%-25%	35%-45%
内电极	5%	5%-10%
外电极	5%	5%-10%
包装材料	20%-30%	1%-5%
人工成本	10%-20%	10%-20%
设备折旧及其他	20%-35%	20%-30%

资料来源：产业信息网，华西证券研究所

2.4 国内MLCC上游产业链核心技术仍有待突破

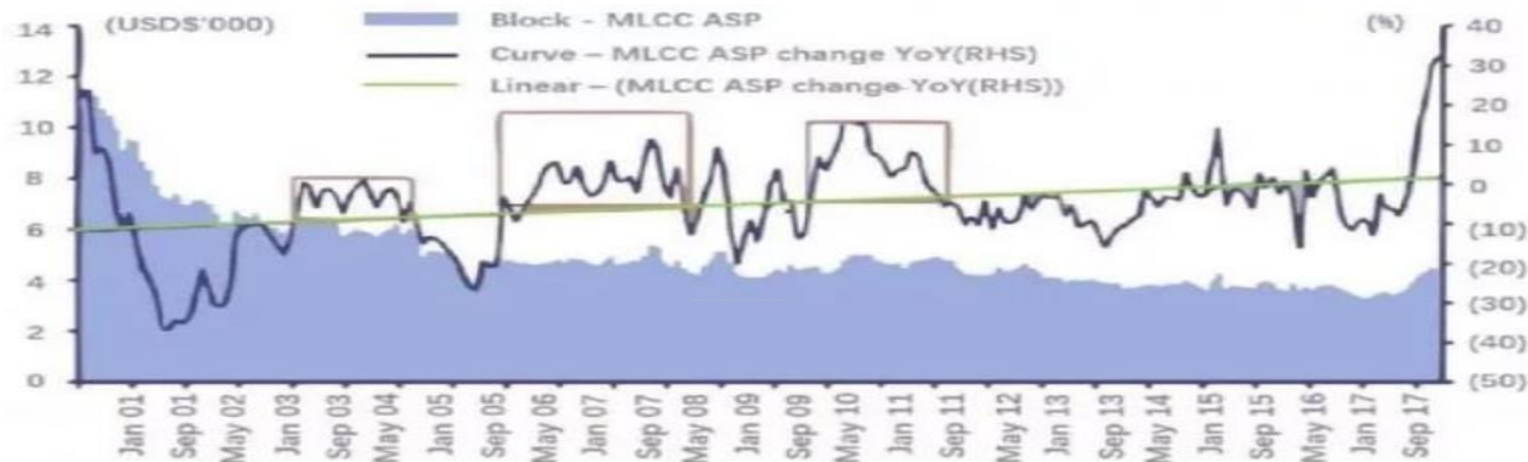
- ◆ **MLCC的上游原材料主要是陶瓷粉末、电极金属等**，其中陶瓷粉末因其制备难度大，普通型陶瓷粉末基本实现国产化，供给较充分，但特殊功能陶瓷粉末的供应仍然主要集中在日、韩等国家，原材料的采购容易受到上游价格及供给波动的影响。
- ◆ **国瓷材料和三环集团具有一定的陶瓷粉体生产能力**。洁美科技是公司上游供应商，也是被动元件最大的纸质载带供应商。生产的转移胶带也是MLCC生产环节的重要耗材。洁美科技现已掌握MLCC专用转移胶带的生产技术，正凭借更高性价比实现对日系品牌的国产替代。



2.5 MLCC历经多次价格波动，产品升级和供求关系影响走势

- ◆ 2001 至2002 年，因MLCC 技术升级，利用低价的镍、铜取代高价的钯、银，带动成本下滑，产品价格下降。同时SMT 技术的发展亦推动MLCC 需求量增加，供应端积极扩张产能，规模效应进一步降低成本，使得产品单价下调。
- ◆ 2003 至2005 年及2009至2010 年这两个阶段MLCC 价格均因大环境冲击下而走低，主要受到网路泡沫影响和金融危机冲击。2009 至2010 年智能手机等消费电子产品爆发，轻薄化趋势增加了对小型，高容量的MLCC 产品需求，刺激高容量产品的价格上涨。
- ◆ 2016 至2018 年间，因日本厂商退出利润较低市场，并向汽车、工业控制、医疗等高利润领域转移，第二大厂韩国三星电机因受到2016 年Note 7 爆炸事故的拖累，MLCC 停止生产三个月，而复工后加强MLCC 品管，产品交货周期拉长，导致MLCC 供需缺口扩大。

2000-2018年MLCC产品价格走势（单位：美元 /每千颗）



资料来源：Paumanok，华西证券研究所

2.6 短期看涨价变化，预计21年价格将稳中有升

- ◆ 3月8日被动元件大厂国巨对客户端发出涨价通知，电阻、MLCC预计调涨10-20%，新价格于4月1日开始生效。主要是其中的MLCC、电阻两大产品线。
- ◆ 过去一段时间面临成本上涨压力，客户端有程度不一的价格调整动作。成本上涨主要体现在人工成本、运输成本高涨、多项原材料价格如陶瓷基板价格轮番上涨。

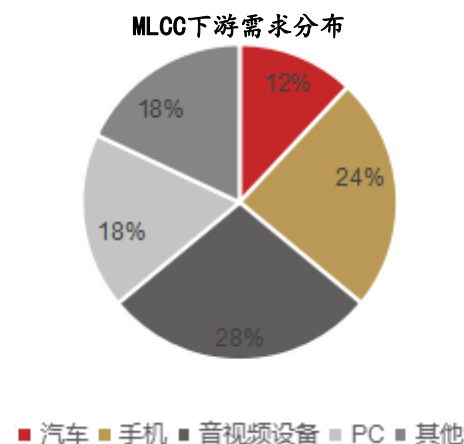
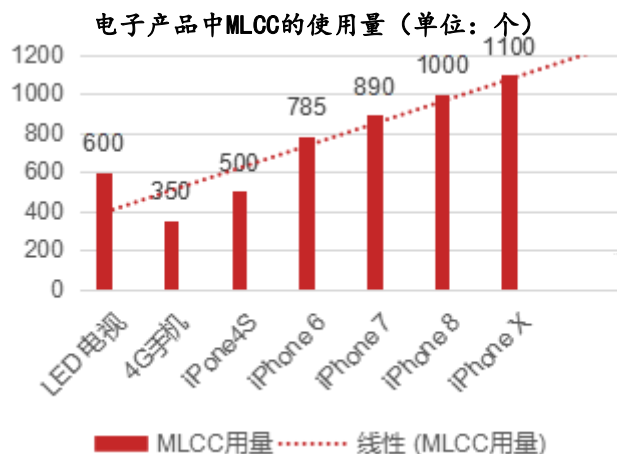
2021Q1主要厂商被动元器件调价情况

2021Q1主要厂商被动元器件调价情况				
厂商	地区	涨价产品	涨价幅度	生效日期
风华高科	中国大陆	电阻	15%	3月
国巨	中国台湾	电阻	15%~25%	3月1日
国巨	中国台湾	MLCC、电阻	10%~20%	4月1日
旺诠	中国台湾	电阻	15%	2月17日
厚声	中国台湾	电阻	20%	3月1日
华新科	中国台湾	电阻/容	10%~15%	3月1日
KEMET	中国台湾	钽电容	20%~40%	2月
凯美	中国台湾	铝电容	5%~15	3月1日
凯美	中国台湾	铝电容	6%	4月1日
Rubycon	日本	铝电	未透露	3月1日
三星电机	韩国	MLCC	10%~26%	3月1日

资料来源：Wind、华西证券研究所

2.7 长期看下游需求1： 5G手机和基站推动需求端持续爆发式增长

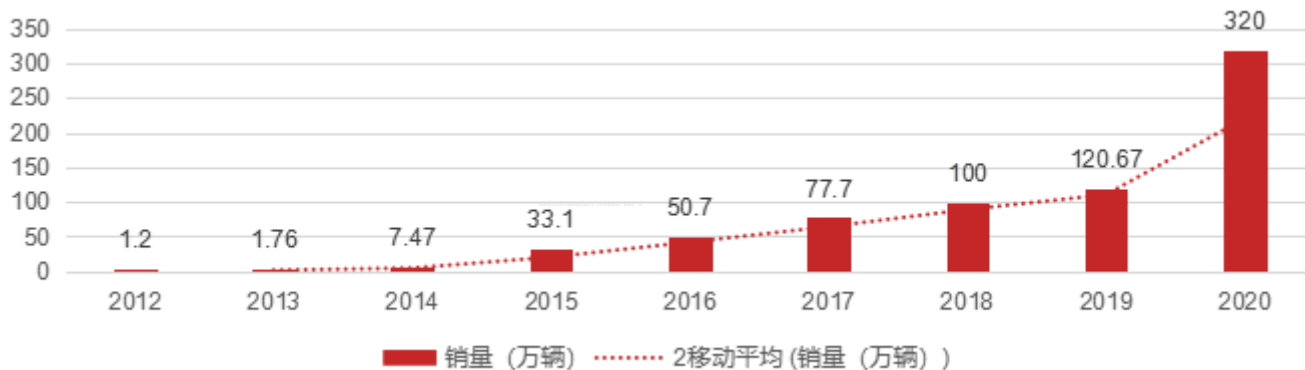
- ◆ MLCC应用场景十分丰富，约70%的需求来自消费电子领域。音视频设备、手机、PC、汽车电子占比约为28%、24%、18%、12%。根据中国电子元件行业协会数据，2016年到2020年全球MLCC市场规模由85.5亿美元增长至162.5亿美元，年均复合增速17.4%。
- ◆ MLCC行业本质上还是由供需决定的。**需求端持续爆发式增长，其下游步入持续高景气周期：**消费电子主要是 5G 手机的 MLCC 数量提升，基站建设、新能源及自动驾驶汽车带来 MLCC 用量大幅提升。
- ◆ **受益于5G渗透率提升，单机MLCC用量增长趋势将延续：**单电子终端对于MLCC的需求越来越大，占据70%以上的市场份额。以iPhone手机为例，iPhone4S的MLCC用量约500颗，iPhoneX则在1100颗左右，每一代新机中MLCC的用量提升15%-20%左右，而5G手机MLCC的用量在现有新机型的基础之上预估有20%-50%的用量增长，功能的增加也会增加MLCC的用量。随着手机性能更强，主板面积缩小，小体积、高容量的高端MLCC在所用物料的占比也不断增加。
- ◆ **5G基站建设也在推动MLCC需求增加。**根据太阳诱电预测，2023年基站端MLCC需求预估增长至2019年的2.1倍。



2.8 长期看下游需求2：新能源汽车推动需求端增长

- ◆ 全球车用MLCC市场规模在2013年为7.93亿美元，2017年增长至16.1亿美元，年复合增速15%，且随着主机厂都力推电动车，这一增速在后续还会进一步加快。根据日本经济中心，2016年全球MLCC下游需求中，汽车电子行业占比12%，低于手机、PC、视音频设备等部门。受益于新能源汽车和主动驾驶辅助系统推广，汽车电子却有望成为MLCC下游行业中增长最快的一个领域。
- ◆ **新能源汽车带动MLCC需求量大幅上升。**这几年随着新能源电动车的进入人们的生活，极大的推动了汽车的电子化，极大的增加了MLCC的用量。传统能源车MLCC平均单车用量约3800个，而纯电动车MLCC平均单车用量为16000个左右，提升了三倍左右，在所有行业中价值和用量提升幅度最大。虽然现在产值不高，但是有望在2023年左右成为MLCC最大的应用场景，产值可能达到总产值40%左右。

2012年-2020年全球新能源汽车销量（单位：万辆）





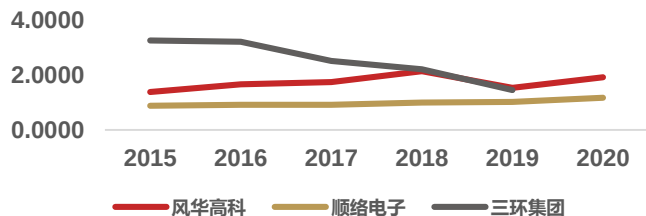
目录

- 1 产品应用领域广泛，管理层变更落地
- 2 短期看涨价，长期看需求
- 3 财务稳健，定增助推MLCC龙头拾级而上
- 4 盈利预测和投资建议
- 5 风险提示

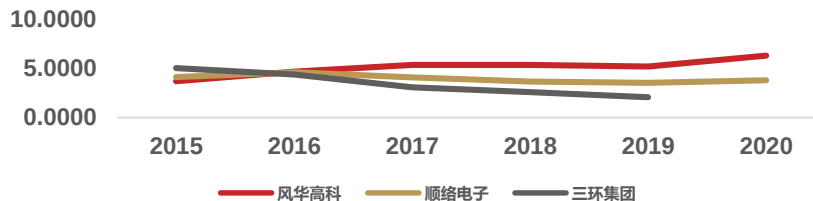
3.1 营运能力高于同业

- ◆ 从各资产周转率来看，公司存货周转率，应收账款周转率高于同业。2018至2020年公司存货周转率分别为5.36/5.21/6.32，2020年顺络电子、三环集团（Q1-Q3）分别为3.79/1.87；2018至2020年，公司应收账款周转率分别为5.11/4.27/5.50，2020年顺络电子、三环集团（Q1-Q3）分别为3.09/3.17。从现金周转天数（未考虑预付与预收）来看高于同业，2020年，公司现金周转天数为24天，同期顺络电子、三环集团分别为153/183天。

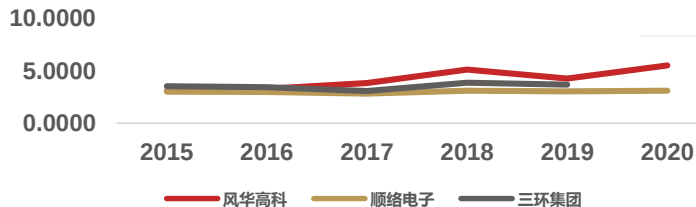
被动元器件公司固定资产周转率



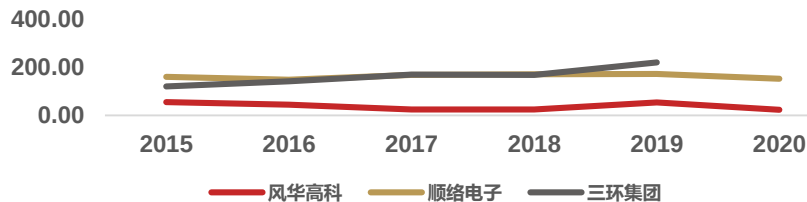
被动元器件公司存货周转率



被动元器件公司应收账款周转率



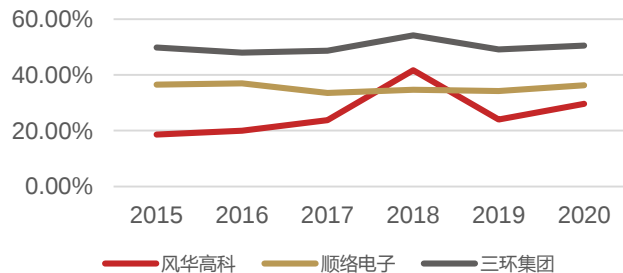
被动元器件公司现金周转天数（天）



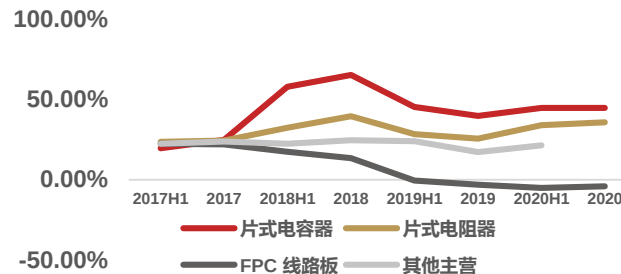
3.2 边际变化1：毛利率已逐步提升

- ◆ 公司主力产品毛利较高，已出现回暖趋势。公司毛利率整体于业内处于低位，其中主力产品片式电容器与片式电阻器（收入分别占营收的30.36%与29.45%），毛利率较高，从2019年的39.61%与25.46%，增长至44.60%与35.55%。
- ◆ 从20Q1开始，毛利率逐步回升，2020年整体毛利率提升到29.65%。

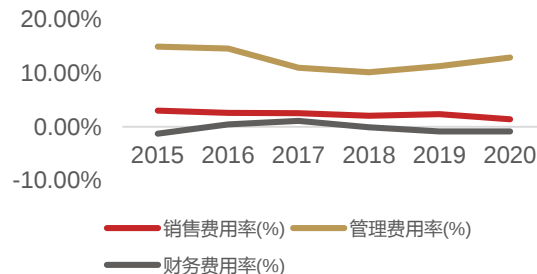
被动元器件公司毛利率情况



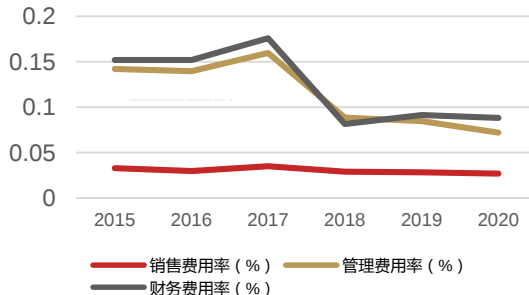
公司各产品毛利率情况



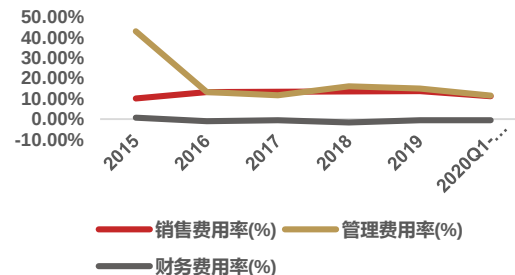
公司三费情况



顺络电子三费情况



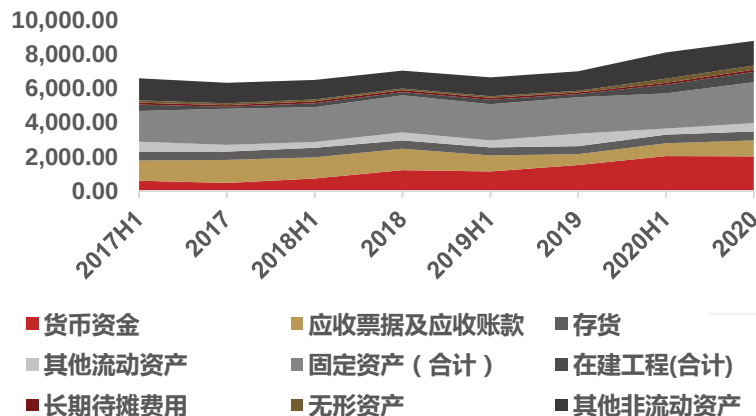
三环集团三费情况



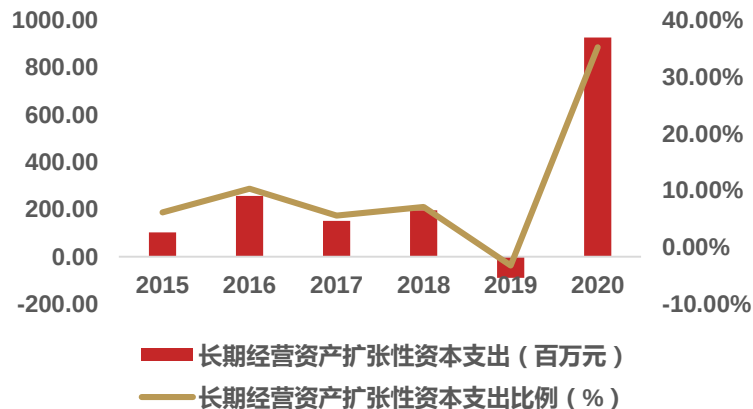
3.3 边际变化2：20年起经营资产大幅扩张

- ◆ 公司2020年起扩张明显，随产能逐步发挥，收入与现金流将进一步提振。从公司长期经营资产净投资额来看，2020年起增长迅速，全年投资额12.56亿元，2018年与2019年分别为4.76亿元与2.27亿元。从长期经营资产扩张性资本支出（即长期经营资产投资额-保全性资本支出，保全性资本支出以长期经营资产减值、折旧摊销等替代）及比例（长期经营资产扩张性资本支出/长期经营资产期初净额）来看，公司经营资产扩张明显。同期在建工程增长明显，固定资产并未增加，随后续产能逐步提升，规模与业绩将进一步提振。

公司主要资产变动情况（单位：百万元）



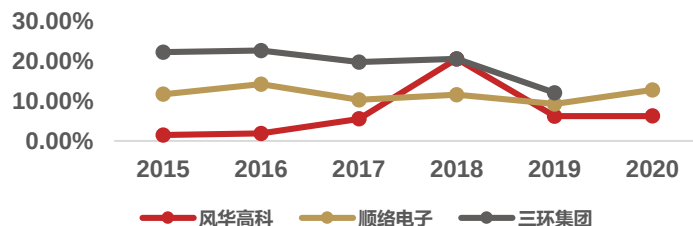
公司各年长期经营资产扩张性资本支出情况



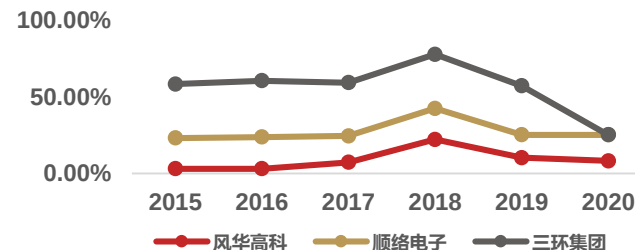
3.4 行业逐步回暖，强运营能力和毛利提升带来业绩弹性高

- ◆ 公司ROE目前相对行业偏低。公司2019与2020年的ROE分别为6.16%与6.21%，行业内偏低，2018年受终端新应用市场需求增长，电子元器件市场高景气，公司ROE为20.48%，同期顺络电子、三环集团分别为11.53%/20.46%，高于业内。公司较低的ROE主要系净利率较低，2018年较高ROE主要由较强资产营运能力与毛利提升带来。

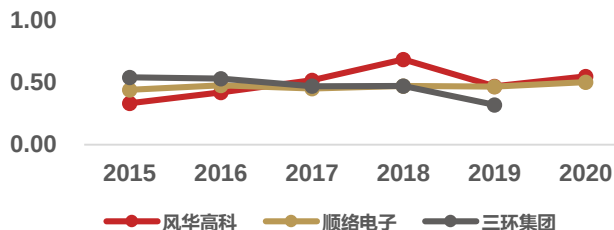
被动元器件公司 ROE



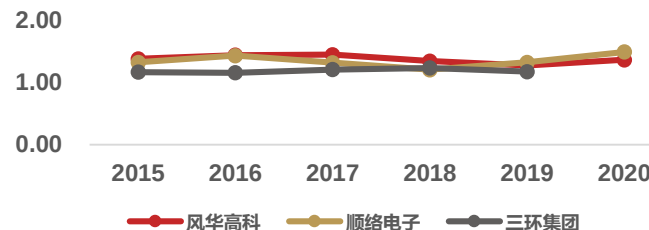
被动元器件公司销售净利率



被动元器件公司总资产周转率



被动元器件公司权益乘数



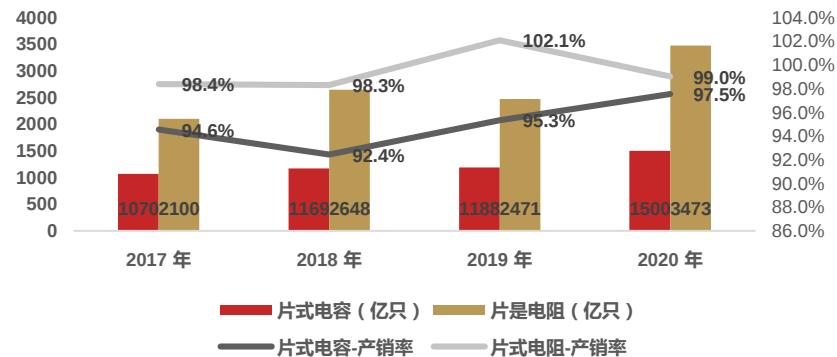
3.5 工艺+技术+投资驱动，定增助力产能扩张，助力MLCC 龙头拾级而上

- ◆ **融资助力产能提升。**风华高科发布公告，2020年4月21日发布拟发行超短期融资券与中期票据公告，2021年1月发布股票非公开发行预案，用于正在实施中的祥和工业园高端电容基地建设项目，新增月产280亿只片式电阻器技改扩产项目等融资需求。公司2020年片式电容与电阻产量分别为1500亿与3473亿只，产能将大幅增加。
- ◆ **新增月产280亿只片式电阻器项目：**项目建设期20个月（于2023年达产时实现片式电阻器新增月产能规模约280亿只（新增年产能规模约3,360亿只））
- ◆ **投资建设祥和工业园高端电容基地项目：**项目建设期28个月（于2024年达产时实现高端 MLCC新增月产能规模约450亿只（新增年产能规模约5,400亿只））

公司2021年度非公开发行募集资金投资计划

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
1	祥和工业园高端电容基地建设项目	750,516.00	400,000.00
2	新增月产280亿只片式电阻器技改扩产项目	101,180.00	100,000.00
	合计	851,696.00	500,000.00

公司2017-2020年产能及产销率情况





目录

- 1 产品应用领域广泛，管理层变更落地
- 2 短期看涨价，长期看需求
- 3 财务稳健，定增助推MLCC龙头拾级而上
- 4 盈利预测和投资建议
- 5 风险提示

4.1 收入拆分：2021年和2022年是电容和电阻产能释放大年

- ◆ **片式电容片**：目前电容产量为230亿/月，预估第一期的50亿产能6-7月达产第二期，第三期今年年底完成2022年有望逐步达产。
- ◆ **片式电阻器**：目前电阻产量为360亿/月，今年有望释放30%的产能，明年年底逐步释放全部产能。
- ◆ **FPC 线路板和其他主营业务**（电子材料、电解电容、半导体测试封装、介质滤波器等）稳定发展，毛利率也保持稳定。

公司业务拆分情况

	2018	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4E	2020	2021E	2022E	2023E
片式电容器										
产能 (亿只)	1300	1580	400	420	420	570	1810	3000	7000	7600
稼动率	89.9%	75%	65%	80%	90%	86%	81%	90%	80%	90%
产量 (亿只)	1169	1183	260	336	378	490	1464	2700	5600	6840
销量 (亿只)	1080	1129	252	329	370	480	1432	2646	5488	6703
均价 (元/千片)	15.78	8.76	8.74	9.83	9.78	9.68	9.57	10.17	9.86	9.66
均价涨跌幅			16.00%	12.50%	-0.50%	-1.00%	9%	5%	-3%	-2%
生产成本 (元/千只)	5.09	5.05	5.25	5.20	5.20	5.15	5.15	5.10	5.10	5.10
收入 (百万)	1705	989	220	324	362	465	1371	2690	5412	6478
YoY		94.0%					38.7%	96.2%	101.2%	19.7%
毛利率	65.14%	39.61%	39.91%	47.09%	46.83%	46.81%	45.77%	49.83%	48.28%	47.22%
片式电阻器										
产能 (亿只)	3200	3900	900	980	1000	1050	3930	5320	6800	7680
稼动率	83%	63%	70%	85%	90%	98%	85%	80%	90%	90%
产量 (亿只)	2648	2469	630	833	900	1029	3392	4256	6120	6912
销量 (亿只)	2603	2520	599	816	882	950	3246.8	4043.2	5814.0	6566.4
均价 (元/千片)	4.06	3.517	3.668	3.907	3.907	3.907	3.86	4.22	4.09	4.01
均价涨跌幅		-13%	7%	7%			10%	8%	-3%	-2%
生产成本 (元/千只)	2.42	2.68	2.80	2.65	2.65	2.65	2.65	2.70	2.65	2.60
收入 (百万)	1057	886	220	319	345	371	1254	1706	2380	2634
YoY		-16%					42%	36.0%	39.5%	10.7%
毛利率	39.46%	25.46%	23.67%	32.17%	32.17%	32.17%	31.40%	36.01%	35.25%	35.18%
FPC线路板										
收入	728.79	498.2					448.38	448.38	448.38	448.38
YoY		-32%					-10%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	13.29%						13%	13%	13%	13%
其他主营业务										
收入	1012.34	859.65					945.62	1040.18	1144.19	1258.61
YoY		-15%					10%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	24.52%	17.09%					17%	17%	17%	17%

4.2 盈利预测:未来三年营收58.43亿元/84.01亿元/101.11亿元; 归母净利润10.64亿元/15.12亿元/19.75亿元

综合考虑风华高科在行业地位、产品性价比、长期增量市场空间等各方面皆具备领先优势; 我们的盈利预测和评级:

- 2021-2023年公司营业收入为58.43亿元/84.01亿元/101.11亿元, 年复合增长率为32.6%;
- 2021-2023年归母净利润为10.64亿元、15.12亿元、19.75亿元, 年复合增长率为76.5%;
- 综合考虑公司的技术研发情况、行业趋势影响和产能进展情况; 按照公司目前的技术和产品规划, 未来三年后公司在片式电容、片式电阻等领域布局优势将越发显著, 且公司竞争地位正在稳定增强, **首次覆盖, 给予“买入”评级。**

风华高科盈利预测与财务概述

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3293	4332	5843	8401	10111
YoY (%)	-28.1%	31.5%	34.9%	43.8%	20.4%
归母净利润(百万元)	339	359	1064	1512	1975
YoY (%)	-66.7%	5.9%	196.7%	42.1%	30.6%
毛利率 (%)	24%	29.7%	37.6%	38.8%	39.8%
每股收益 (元)	0.38	0.40	1.19	1.69	2.21
ROE	6.1%	6.0%	15.1%	17.6%	18.7%

4.3 业绩估值具有性价比，未来催化剂有望不断

- ◆ **估值比较：**相比同类公司顺络电子/三环集团/火炬电子/宏达电子/鸿远电子，公司21/22/23 年市盈率为24倍、17倍、13倍，业绩估值具备较高性价比。
- ◆ **催化剂：**电阻电容产品价格上涨；产能释放加速；高端粉体浆料材料获得突破。

同类公司市盈率比较

股票代码	股票名称	股价	EPS (元/股)			市盈率PE		
			19A	20A	21E	19A	20E	21E
000636.SZ	风华高科	28.46	0.38	0.40	1.19	74.89	71.15	23.92
	平均值					76.51	51.00	36.54
002138.SZ	顺络电子	36.85	0.50	0.73	0.98	73.70	50.48	37.76
300408.SZ	三环集团	41.62	0.50	0.83	1.13	83.24	50.14	36.87
603678.SH	火炬电子	55.53	0.84	1.28	1.76	66.11	43.27	31.54
300726.SZ	宏达电子	63.26	0.73	1.21	1.72	86.39	52.28	36.68
603267.SH	鸿远电子	123.55	1.69	2.10	3.10	73.11	58.83	39.84

资料来源：Wind、华西证券研究所

5 风险提示

- ◆ **治理风险：**股民诉讼，共75名投资者诉讼请求赔偿各项经济损失，诉讼赔偿对公司损益造成一定影响；
- ◆ **奈电科技商誉损失；**
- ◆ **市场竞争加剧：**被动元器件竞争激烈，如果市场竞争加剧，公司产品或面临降价的风险；
- ◆ **产能投放进展不及预期：**如果公司的产能投放进展和产品良率不及预期，有可能导致公司业绩释放不及预期。

财务报表与主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,332	5,843	8,401	10,111	净利润	372	1,101	1,567	2,045
YoY (%)	31.5%	34.9%	43.8%	20.4%	折旧和摊销	328	32	29	28
营业成本	3,048	3,648	5,137	6,090	营运资金变动	-130	-159	-99	-85
营业税金及附加	35	52	72	88	经营活动现金流	666	958	1,460	1,914
销售费用	61	204	328	381	资本开支	-1,256	-266	-310	-295
管理费用	329	415	638	741	投资	344	0	0	0
财务费用	-37	-27	-51	-77	投资活动现金流	-866	-180	-196	-154
资产减值损失	-126	-60	-80	-70	股权募资	0	0	0	0
投资收益	49	86	114	141	债务募资	781	-505	0	0
营业利润	696	1,328	1,912	2,487	筹资活动现金流	705	-516	0	0
营业外收支	-229	1	2	1	现金净流量	501	261	1,264	1,760
利润总额	467	1,329	1,914	2,488	主要财务指标				
所得税	94	227	347	443	成长能力 (%)				
净利润	372	1,101	1,567	2,045	营业收入增长率	31.5%	34.9%	43.8%	20.4%
归属于母公司净利润	359	1,064	1,512	1,975	净利润增长率	5.9%	196.7%	42.1%	30.6%
YoY (%)	5.9%	196.7%	42.1%	30.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.40	1.19	1.69	2.21	毛利率	29.7%	37.6%	38.8%	39.8%
资产负债表 (百万元)					净利率	8.6%	18.8%	18.7%	20.2%
货币资金	2,014	2,275	3,539	5,299	总资产收益率ROA	4.1%	11.0%	12.7%	13.7%
预付款项	15	18	26	30	净资产收益率ROE	6.0%	15.1%	17.6%	18.7%
存货	508	627	874	1,040	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,423	1,708	2,279	2,640	流动比率	1.79	2.36	2.50	2.88
流动资产合计	3,960	4,629	6,718	9,009	速动比率	1.55	2.03	2.17	2.54
长期股权投资	589	589	589	589	现金比率	0.91	1.16	1.32	1.69
固定资产	2,395	2,372	2,354	2,340	资产负债率	30.9%	25.5%	26.7%	25.2%
无形资产	242	242	242	242	经营效率 (%)				
非流动资产合计	4,819	5,004	5,219	5,432	总资产周转率	0.49	0.61	0.70	0.70
资产合计	8,779	9,632	11,937	14,442	每股指标 (元)				
短期借款	505	0	0	0	每股收益	0.40	1.19	1.69	2.21
应付账款及票据	1,031	1,226	1,730	2,049	每股净资产	6.69	7.88	9.59	11.81
其他流动负债	678	732	955	1,082	每股经营现金流	0.74	1.07	1.63	2.14
流动负债合计	2,214	1,958	2,684	3,131	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	502	502	502	502	PE	71.03	23.94	16.85	12.90
非流动负债合计	502	502	502	502	PB	5.04	3.61	2.97	2.41
负债合计	2,717	2,460	3,187	3,633					
股本	895	895	895	895					
少数股东权益	77	114	168	239					
股东权益合计	6,062	7,172	8,750	10,809					
负债和股东权益合计	8,779	9,632	11,937	14,442					

※敬请关注系列深度（公众号“远峰电子”），全面覆盖各产业链环节和重点公司

1. 芯时代之一_半导体重磅深度《新技术共振进口替代，迎来全产业链投资机会》
2. 芯时代之二_深度纪要《国产芯投资机会暨权威专家电话会》
3. 芯时代之三_深度纪要《半导体分析和投资策略电话会》
4. 芯时代之四_市场首篇模拟IC深度《下游应用增量不断，模拟 IC加速发展》
5. 芯时代之五_存储器深度《存储产业链战略升级，开启国产替代“芯”篇章》
6. 芯时代之六_功率半导体深度《功率半导体处黄金赛道，迎进口替代良机》
7. 芯时代之七_半导体材料深度《铸行业发展基石，迎进口替代契机》
8. 芯时代之八_深度纪要《功率半导体重磅专家交流电话会》
9. 芯时代之九_半导体设备深度《进口替代促景气度提升，设备长期发展明朗》
10. 芯时代之十_3D/新器件《先进封装和新器件，续写集成电路新篇章》
11. 芯时代之十一_IC载板及SLP《IC载板及SLP，集成提升的板级贡献》
12. 芯时代之十二_智能处理器《人工智能助力，国产芯有望“换”道超车》
13. 芯时代之十三_封测《先进封装大势所趋，国家战略助推成长》
14. 芯时代之十四_大硅片《供需缺口持续，国产化蓄势待发》
15. 芯时代之十五_化合物《下一代半导体材料，5G助力市场成长》
16. 芯时代之十六_制造《国产替代加速，拉动全产业链发展》
17. 芯时代之十七_北方华创《双结构化特建机遇，由大做强倍显张力》
18. 芯时代之十八_斯达半导《铸IGBT功率基石，创多领域市场契机》
19. 芯时代之十九_功率半导体深度②《产业链逐步成熟，功率器件迎黄金发展期》
20. 芯时代之二十_汇顶科技《光电传感创新领跑，多维布局引领未来》
21. 芯时代之二十一_华润微《功率半导专芯致志，特色工艺术业专攻》
22. 芯时代之二十二_大硅片*重磅深度《半导体第一蓝海，硅片融合工艺创新》
23. 芯时代之二十三_卓胜微《适逢5G代际升级，创领射频主供平台》
24. 芯时代之二十四_沪硅产业《硅片“芯”材蓄势待发，商用量产空间广阔》
25. 芯时代之二十五_韦尔股份《光电传感稳创领先，系统方案展宏图》
26. 芯时代之二十六_中环股份《半导硅片厚积薄发，特有赛道独树一帜》
27. 芯时代之二十七_射频芯片《射频芯片千亿空间，国产替代曙光乍现》
28. 芯时代之二十八_中芯国际《代工龙头创领升级，产业联动芯火燎原》
29. 芯时代之二十九_寒武纪《AI芯片国内龙头，高研发投入前景可期》
30. 芯时代之三十_芯朋微《国产电源IC十年磨一剑，铸就国内升级替代》
31. 芯时代之三十一_射频PA《射频PA革新不止，万物互联广袤无限》
32. 芯时代之三十二_中微公司《国内半导刻蚀巨头，迈内生&外延平台化》
33. 芯时代之三十三_芯原股份《国内IP龙头厂商，推动SiPaaS模式发展》
34. 芯时代之三十四_模拟IC深度PPT《模拟IC黄金赛道，本土配套渐入佳境》
35. 芯时代之三十五_芯海科技《高精度测量ADC+MCU+AI，切入蓝海赛道超芯星》
36. 芯时代之三十六_功率&化合物深度《扩容&替代提速，化合物布局长远》
37. 芯时代之三十七_恒玄科技《专注智能音频SoC芯片，迎行业风口快速发展》
38. 芯时代之三十八_和而泰《从高端到更高端，芯平台创新格局》
39. 芯时代之三十九_家电芯深度PPT《家电芯配套渐完善，增存量机遇筑蓝海》

谢谢！

华西证券研究所 电子团队

孙远峰 (18611551277)

熊军 (13818860480)

王海维 (15921927375)

王臣复 (18665356511)



孙远峰：华西证券研究所副所长&电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年新财富上榜分析师（第3名），2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师（第5名），2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员。

熊军：华西证券研究所电子行业分析师，东南大学集成电路专业硕士，英伟达、赛迪顾问等实业工作经验；2019年中国证券分析师金翼奖通信行业第一名，2019年11月加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。