

风华高科 (000636)

证券研究报告

2021 年 11 月 02 日

Q3 业务结构优化，看好未来高端扩产业绩弹性

事件：公司发布 2021 第三季度财报：(1) 21Q3 实现营收 12.58 亿元，yoy+10.03%，实现归母净利 3.74 亿元，yoy+305.4%；(2) 21Q1-Q3 实现营收 39.55 亿元，yoy+35.47%，实现归母净利 8.79 亿元，yoy+153.72%。

点评：奈电科技出表落地，公司轻装上阵，21Q3 净利润高速增长，扣非后仍显示出优秀盈利能力。21Q3 公司加快研发投入&持续推进扩产项目，成果将在未来公司业绩中逐步体现，在下游 5G 通讯/汽车电子大逻辑不变+国产替代大趋势情况下，我们期待公司继续保持优秀盈利能力下的规模扩张。

1.21Q3 出售 FPC 资产带来净利润高额增长，扣非后盈利仍可观

公司 21Q3 营收保持同比增长 (yoy+10.03%)，综合毛利率提升至 34.78% (yoy+3.35PCT, qoq+0.04PCT)，21Q3 净利率新高达 29.81% (yoy+21.3PCT, qoq+8.71PCT)，实现归母净利 3.74 亿元 (yoy+305.4%)，扣非后归母净利为 2.41 亿元 (yoy+61.88%)，扣非后净利润增速仍可观，公司 21Q3 盈利能力显著提升。

21Q3 非经常收益主要来自公司出售股权/资产：(1) 原全资子公司奈电科技增资扩股，公司股权比例下降至 30%，出售股权部分确认投资收益；(2) 出售肇庆市大旺高新区土地及附属建筑确认资产处置损益。

2. 奈电科技出表落地，看好公司在 RCL 领域长期发展

今年 7 月，奈电科技完成工商变更正式出表，公司股权占比由 100%降为 30%，一方面，奈电出表后公司轻装上阵，盈利能力得到显著提高，另一方面，剥离奈电的线路板业务后公司得以整合资源专注发展 RCL 领域。

受到新冠疫情反复、整体经济形势等因素影响，Q3 以来消费电子市场整体处于相对低迷状态，公司作为国内电子元件龙头企业，与部分战略终端客户建立了良好合作基础，具备应对短期市场波动的能力并维持了业绩持续增长，长期来看，一方面，5G 通讯、汽车电子等终端长期逻辑不变，国产替代大趋势不变，另一方面，公司产品结构高端化持续推进，竞争优势凸显，我们看好公司在 RCL 领域长期发展。

3. 加速研发&扩产推进，产品结构高端化助力公司步入增长新周期

加速研发投入：21Q3 公司研发费用 0.75 亿元，研发费用率达 5.96% (yoy+0.86PCT, qoq+1.32PCT)，21Q1-Q3 研发费用率达 5.19%。公司为国内电子元器件行业唯一拥有企业国家重点实验室的企业，21 年以来加速研发投入，在高端电容等主营产品方面取得持续突破，逐步实现产品结构高端化。

继续推进扩产项目：(1) 月产 50 亿只高端电容一期项目进入产能爬坡阶段；(2) 月产 280 亿只片式电阻器技改扩产项目已有部分产能释放。

5.投资建议：我们看好公司作为国产 MLCC 龙头，奈电出表后，持续研发&扩产带来的长期发展机遇。考虑到消费电子市场短期波动以及公司长期发展优势，我们调整公司 21-23 营收预测为 53.1/74.52/101.35 亿元(原值为：68.74/95.71/119.63 亿元)，调整 21-23 净利润预测为 11.53/13.93/18.89 亿元(原值为：13.3/18.22/24.5 亿元)，维持“买入”评级。

风险提示：MLCC 行业继续波动风险；新产品认证风险；盈利能力不能维持风险。

投资评级

行业	电子/元件
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	28.19 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	895.23
流通 A 股股本(百万股)	895.23
A 股总市值(百万元)	25,236.62
流通 A 股市值(百万元)	25,236.62
每股净资产(元)	7.62
资产负债率(%)	32.50
一年内最高/最低(元)	39.14/24.45

作者

潘曦	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

- 1 《风华高科-公司点评:Q2 业绩超预期，步入高端扩产业绩成长周期》 2021-07-14
- 2 《风华高科-公司点评:产能扩张、业绩释放，步入成长周期》 2021-06-18
- 3 《风华高科-年报点评报告:2021 轻装上阵，稳步扩产助力高速成长》 2021-03-23

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,293.17	4,331.98	5,310.43	7,452.41	10,134.63
增长率(%)	(28.10)	31.54	22.59	40.34	35.99
EBITDA(百万元)	885.18	1,320.28	1,473.02	2,085.90	2,777.53
净利润(百万元)	338.85	358.71	1,152.62	1,393.47	1,888.72
增长率(%)	(66.69)	5.86	221.32	20.90	35.54
EPS(元/股)	0.38	0.40	1.29	1.56	2.11
市盈率(P/E)	74.48	70.35	21.90	18.11	13.36
市净率(P/B)	4.53	4.22	3.72	3.13	2.59
市销率(P/S)	7.66	5.83	4.75	3.39	2.49
EV/EBITDA	12.43	21.01	18.29	13.42	9.75

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,519.22	2,013.76	424.83	596.19	810.77
应收票据及应收账款	636.53	947.33	1,713.46	1,446.51	2,850.77
预付账款	11.92	15.49	18.71	27.00	34.29
存货	456.68	507.81	735.06	958.90	1,353.68
其他	718.66	469.29	443.04	439.47	471.82
流动资产合计	3,343.02	3,953.69	3,335.10	3,468.07	5,521.34
长期股权投资	576.72	588.89	588.89	588.89	588.89
固定资产	2,133.18	2,395.43	4,035.44	7,998.35	9,411.73
在建工程	193.90	596.49	2,757.89	1,877.37	0.00
无形资产	103.76	243.71	230.05	216.39	202.74
其他	647.88	994.38	565.25	636.77	647.59
非流动资产合计	3,655.44	4,818.89	8,177.52	11,317.77	10,850.95
资产总计	7,001.51	8,778.93	11,515.75	14,790.01	16,376.84
短期借款	35.04	505.26	1,407.31	1,968.14	2,337.08
应付票据及应付账款	829.32	1,030.78	1,206.99	1,823.50	2,251.15
其他	266.84	678.31	524.24	577.51	711.83
流动负债合计	1,131.19	2,214.35	3,138.54	4,369.16	5,300.07
长期借款	0.00	0.00	1,183.21	1,867.71	750.61
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	231.48	502.21	305.00	346.23	384.48
非流动负债合计	231.48	502.21	1,488.21	2,213.95	1,135.10
负债合计	1,362.68	2,716.56	4,626.76	6,583.10	6,435.17
少数股东权益	64.74	76.72	106.38	148.98	208.57
股本	895.23	895.23	895.23	895.23	895.23
资本公积	2,407.41	2,407.41	2,407.41	2,407.41	2,407.41
留存收益	4,525.44	4,884.15	5,887.38	7,162.69	8,837.87
其他	(2,253.99)	(2,201.14)	(2,407.41)	(2,407.41)	(2,407.41)
股东权益合计	5,638.83	6,062.37	6,888.99	8,206.90	9,941.67
负债和股东权益总计	7,001.51	8,778.93	11,515.75	14,790.01	16,376.84

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	348.23	372.49	1,152.62	1,393.47	1,888.72
折旧摊销	317.48	327.83	212.25	431.27	527.64
财务费用	4.06	17.05	39.84	148.96	155.45
投资损失	(70.74)	(48.98)	(120.00)	(60.00)	(30.00)
营运资金变动	(338.13)	66.39	(716.80)	678.23	(1,249.35)
其它	531.74	(69.19)	29.65	42.61	59.59
经营活动现金流	792.63	665.59	597.56	2,634.54	1,352.05
资本支出	179.65	741.53	4,197.20	3,458.77	11.75
长期投资	76.60	12.17	0.00	0.00	0.00
其他	(431.84)	(1,619.80)	(8,073.99)	(6,899.81)	(32.13)
投资活动现金流	(175.59)	(866.10)	(3,876.79)	(3,441.04)	(20.38)
债权融资	35.04	505.26	2,591.05	3,836.04	3,087.93
股权融资	70.47	89.77	(246.06)	(148.92)	(155.41)
其他	(430.21)	109.52	(654.69)	(2,709.26)	(4,049.62)
筹资活动现金流	(324.70)	704.55	1,690.30	977.86	(1,117.10)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	292.34	504.04	(1,588.93)	171.36	214.58

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,293.17	4,331.98	5,310.43	7,452.41	10,134.63
营业成本	2,503.36	3,047.54	3,475.85	4,806.80	6,486.16
营业税金及附加	34.80	34.89	26.55	37.26	50.67
营业费用	76.30	61.04	79.66	111.79	152.02
管理费用	228.11	328.90	281.45	462.05	638.48
研发费用	143.63	230.27	276.14	409.88	557.40
财务费用	(29.16)	(36.88)	39.84	148.96	155.45
资产减值损失	(87.65)	(125.58)	30.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	0.00	0.07	0.00	0.00	0.00
投资净收益	70.74	48.98	120.00	60.00	30.00
其他	(39.79)	46.84	(240.00)	(120.00)	(60.00)
营业利润	392.84	695.90	1,220.94	1,505.67	2,094.44
营业外收入	3.69	4.51	150.00	150.00	150.00
营业外支出	5.63	233.56	12.00	5.00	5.00
利润总额	390.90	466.85	1,358.94	1,650.67	2,239.44
所得税	42.67	94.36	176.66	214.59	291.13
净利润	348.23	372.49	1,182.27	1,436.08	1,948.31
少数股东损益	9.38	13.78	29.65	42.61	59.59
归属于母公司净利润	338.85	358.71	1,152.62	1,393.47	1,888.72
每股收益（元）	0.38	0.40	1.29	1.56	2.11

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-28.10%	31.54%	22.59%	40.34%	35.99%
营业利润	-68.00%	77.14%	75.45%	23.32%	39.10%
归属于母公司净利润	-66.69%	5.86%	221.32%	20.90%	35.54%
获利能力					
毛利率	23.98%	29.65%	34.55%	35.50%	36.00%
净利率	10.29%	8.28%	21.70%	18.70%	18.64%
ROE	6.08%	5.99%	16.99%	17.29%	19.41%
ROIC	8.25%	16.21%	30.87%	16.96%	18.11%
偿债能力					
资产负债率	19.46%	30.94%	40.18%	44.51%	39.29%
净负债率	-26.32%	-24.88%	31.44%	39.48%	22.91%
流动比率	2.96	1.79	1.06	0.79	1.04
速动比率	2.55	1.56	0.83	0.58	0.79
营运能力					
应收账款周转率	3.50	5.47	3.99	4.72	4.72
存货周转率	6.87	8.98	8.55	8.80	8.76
总资产周转率	0.47	0.55	0.52	0.57	0.65
每股指标（元）					
每股收益	0.38	0.40	1.29	1.56	2.11
每股经营现金流	0.89	0.74	0.67	2.94	1.51
每股净资产	6.23	6.69	7.58	9.00	10.87
估值比率					
市盈率	74.48	70.35	21.90	18.11	13.36
市净率	4.53	4.22	3.72	3.13	2.59
EV/EBITDA	12.43	21.01	18.29	13.42	9.75
EV/EBIT	18.06	26.82	21.37	16.91	12.03

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com