

中航证券研究所

分析师：张超

证券执业证书号：S0640519070001

分析师：宋子豪

证券执业证书号：S0640520080002

分析师：王菁菁

证券执业证书号：S0640518090001

邮箱：songzh@avicsec.com

## 宏达电子（300726）2021 年年报及 2021 年一季度 报点评：

### 2021 年归母净利润增长 68.68%，2022 年一季度 存货增长 41.45%

行业分类：国防军工

2022 年 4 月 23 日

|                 |       |
|-----------------|-------|
| 公司投资评级          | 买入    |
| 当前股价（2022.4.22） | 53.00 |
| 目标价格            | 70.02 |

#### 基础数据（2022.4.22）

|             |          |
|-------------|----------|
| 上证指数        | 3,086.92 |
| 总股本（百万股）    | 411.84   |
| 流通 A 股（百万股） | 183.23   |
| 资产负债率       | 18.07%   |
| ROE（摊薄）     | 21.13%   |
| PE（TTM）     | 26.60    |
| PB（LF）      | 5.41     |

近一年与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

➤ **事件：**公司发布 2021 年年报与 2022 年一季报。2021 年公司实现营业收入（20.00 亿元，+42.79%），归母净利润（8.16 亿元，+68.68%），扣非后归母净利润（7.32 亿元，+68.59%），毛利率（68.73%，-0.42pcts）。2022 年一季度公司实现营业收入（4.29 亿元，+13.09%），归母净利润（1.76 亿元，+2.69%），扣非后归母净利润（1.65 亿元，+9.36%），毛利率（70.75%，+0.52pcts）。

#### ➤ 投资要点：

#### ● 公司在我国高可靠电子元器件细分领域占据领先地位

公司是国内高可靠电子元器件细分领域的领先企业之一，其在传统钽电容业务基础上不断发展非钽电容业务，以解决相关领域电子元器件及微电路模块的国产替代难题，多项产品技术属国内首创或国内领先，广泛应用于航空、航天、船舶、地面装备、指挥系统及通信系统等领域。2021 年，公司在第 34 届中国电子元件企业经济指标综合排序中排名第二十六名。

#### ● 2021 年公司下游需求旺盛，业绩持续高速增长

2021 年公司实现营业收入（20.00 亿元，+42.79%），归母净利润（8.16 亿元，+68.68%），扣非后归母净利润（7.32 亿元，+68.59%）。公司业绩增长主要来源于三方面因素：①我国对高可靠项目开支实现稳步上升，下游需求旺盛，带动公司业绩提升；②公司非钽电容产品市场逐渐打开，带动相关产品销量快速上升；③受益于我国国产替代加速，叠加公司前期的投入与积累，民品收入持续增长。

业务分拆：元器件业务实现营收（17.16 亿元，+45.22%），毛利率（70.09%，-1.61pcts）；模块及其他产品业务实现营收（2.84 亿元，+29.74%），毛利率（60.49%，+5.12pcts）。

#### ● 公司钽电容产品收入稳步增长，非钽电容产品营收增长明显，成为成长新动力

钽电容产品：2021 年公司钽电容器继续保持行业优势地位并取增长，钽电容器营业收入同比增长 36.47%，其中高能混合钽产品全年营业收入接近 6 亿元再创新高。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融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

非钽电容产品: 2021 年公司非钽电容产品营业收入(8.30 亿元,+52.77%), 占总营收比重为 41.51%, 逐渐成为公司成长的新动力, 其中陶瓷电容、电源模块、电感等产品的业绩增幅较为明显。子公司湖南冠陶(主营陶瓷电容)实现净利润(7141.68 万元,+50.73%); 株洲宏达磁电(主营电感)实现净利润(3834.37 万元,+71.49%); 湖南宏微(主营混合集成电路、微封装器件、电路模块)实现净利润(3232.27 万元,+52.62%); 宏达恒芯(主营单层陶瓷电容、薄膜集成电路)实现净利润(3028.35 万元,+172.16%)。我们认为随着公司进入项目及型号的数量不断增多, 公司非钽电容产品规模将持续扩大, 成为公司成长的新动力。

图表 1: 公司非钽电容产品主要子公司盈利情况(单位: 万元)

| 公司名称   | 持股比例   | 主要业务               | 总资产      | 营业收入     | 同比      | 净利润     | 同比      |
|--------|--------|--------------------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 湖南冠陶   | 71.00% | 陶瓷电容器              | 17620.01 | 12934.99 | 42.19%  | 7141.68 | 50.73%  |
| 株洲宏达磁电 | 50.45% | 电感器等               | 7769.3   | 7638.42  | 81.23%  | 3834.37 | 71.49%  |
| 湖南宏微   | 58.00% | 混合集成电路、微封装器件、电路模块等 | 19290.87 | 16025.17 | 112.72% | 3232.27 | 52.62%  |
| 株洲宏达恒芯 | 51.00% | 单层陶瓷电容、薄膜集成电路等     | 6620.33  | 8318.66  | 111.75% | 3028.35 | 172.16% |

资料来源: 公司公告, 中航证券研究所

### ● 2021 年公司费用管控效果显著, 净利率上升

公司毛利率(68.73%, -0.42pcts)小幅下降, 而公司费用管控效果显著, 三费费用率(13.56%, -6.80pcts)实现下降, 推动净利率(44.53%, +6.76pcts)上升, 其中销售费用率(8.58%, -4.21pcts), 管理费用率(5.03%, -2.71pcts), 均延续近年来下降趋势, 财务费用率(-0.05%, 上年同期为-0.16%)的变动主要由于银行利息收入的减少。公司研发费用(1.25 亿元,+51.87%)持续增长, 2018-2021 年研发费用年均复合增速为 42.66%。2021 年, 公司共开展了 33 项科研项目, 其中政府及合作项目 31 项, 自筹项目 2 项, 其中 6V 紧凑型电感集成同步整流降压芯片、MOS 集成过压过流保护芯片、高可靠性电感集成同步整流降压电路等新品项目通过了第三方机构鉴定, 推出金属外壳封装高分子铝电容, 超薄大片式固态铝电容拓展到 75V15000uF, 高分子片式钽电容推出 100V 以上新产品, 有助于公司的可持续发展并巩固公司的技术领先地位。

公司存货(8.29 亿元,+44.58%)增加, 其中原材料(2.64 亿元,+59.79%)快速上升, 公司积极备货; 发出商品(2.93 亿元,+12.19%)占比较大(35.30%), 有望在中短期兑现至利润表。另外, 经营活动产生的现金流量净额(5.26 亿元,+104.77%)大幅增加, 主要系报告期应收款项回款及商业汇票到期收款增加所致。筹资活动产生的现金流量净额(9.40 亿元,+886.63%)大幅增加, 主要由于报告期内公司向特定对象发行 A 股股票收到募集资金。

### ● 2022 年一季度归母净利润同比增长 2.69%, 存货同比增长 41.45%

2022 年一季度公司实现营业收入(4.29 亿元,+13.09%), 归母净利润(1.76 亿元,+2.69%), 扣非后归母净利润(1.65 亿元,+9.36%), 持续增长。公司毛利率(70.75%, +0.52pcts)有所上升且费用管控取得成效, 三费费用率(10.42%, -6.29pcts)下降, 而净利率(45.00%, -3.41pcts)的下降, 主要由于政府补助相比去年同期减少 0.13 亿元, 以及报告期内计提的应收票据坏账准备增加, 信用减值损失(-653.90 万元,+331.68%)增加所致。另外, 公司存货(9.57 亿元,+41.45%)快速增长, 我们认为或因疫情原因下游客户的生产及项目验收存在一定影响有关。

● **公司募集 10 亿元进行产能建设，改善产能饱和的现状**

公司 2021 年募集资金约 10 亿元投入微波电子元器件生产基地建设和研发中心建设项目。项目达产后，公司预计将新增陶瓷电容器产能 20 亿只/年，新增环行器及隔离器产能 150 万只/年。我们认为在市场需求持续强劲的背景下，公司募投项目的建设将改善产能饱和的现状，满足现有客户需求的同时拓展各领域的新客户，提升公司的盈利能力和综合竞争力。

图表 2：公司募投项目情况（单位：亿元）

| 序号 | 项目名称            | 实施主体 | 总投资金额 | 募集资金投入金额 | 建设周期  |
|----|-----------------|------|-------|----------|-------|
| 1  | 微波电子元器件生产基地建设项目 | 宏达电子 | 6.47  | 6.20     | 36 个月 |
| 2  | 研发中心建设项目        | 成都宏电 | 2.04  | 1.80     | 30 个月 |
| 3  | 补充流动资金          | 宏达电子 | 2.00  | 2.00     | /     |

资料来源：公司公告，中航证券研究所

➤ **投资建议：**

我们认为“十四五”期间高可靠元器件下游需求上升明确，在我国信息化不断发展的战略下，信息化装备数量和单位装备价值有望进一步提升，高可靠元器件作为信息化发展中的主要载体，业绩增长确定性较强。公司继续加大对钽电容的科研投入，并对标国际国内先进技术，钽电容系列产品技术升级与产品迭代将巩固公司市场地位。同时公司非钽电容业务规模不断扩大，随着公司进入项目及型号的数量不断增多，未来业绩将逐步增厚。

另外，公司已通过向特定对象发行股票的方式募集了资金用于微波电子元器件项目的产能建设，主要提升包括陶瓷电容及环形器、隔离器等多个产品产能，改善产能饱和的现状，满足现有客户需求的同时拓展各领域的新客户，提升公司的盈利能力和综合竞争力。

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 10.16 亿元、12.52 亿元和 15.32 亿元，EPS 分别为 2.47 元、3.04 元和 3.72 元，对应 PE 分别为 21.5、17.4、14.2 倍。基于公司所处行业地位以及产品未来发展前景，我们维持“买入”评级，目标价 70.02 元/股，分别对应 2022-2024 年 PE 28.3、23.0、18.8 倍。

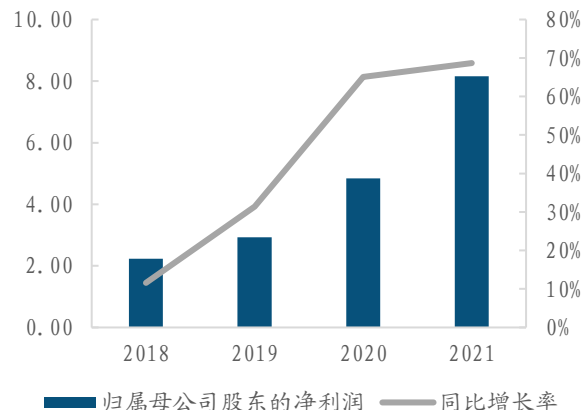
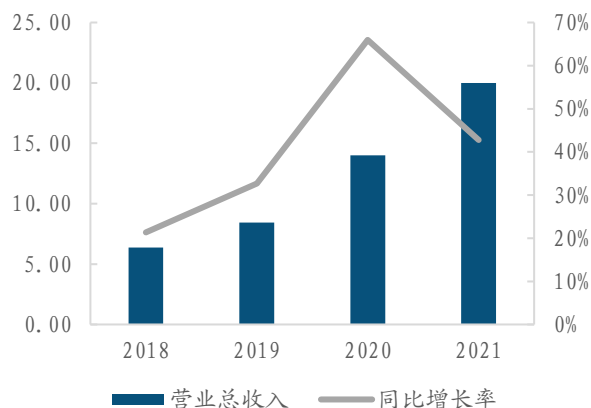
图表 3：盈利预测

| 指标/年度        | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（亿元）     | 20.00  | 26.25  | 33.25  | 41.00  |
| 增长率          | 42.79% | 31.25% | 26.64% | 23.32% |
| 归属母公司净利润（亿元） | 8.16   | 10.16  | 12.52  | 15.32  |
| 增长率          | 68.68% | 24.50% | 23.24% | 22.35% |
| 每股收益 EPS（元）  | 1.98   | 2.47   | 3.04   | 3.72   |
| 净资产收益率 ROE   | 22.15% | 20.61% | 20.71% | 20.67% |

资料来源：Wind，中航证券研究所

➤ **风险提示：高可靠产品毛利率下降的风险，受疫情影响延迟交付或验收的风险。**

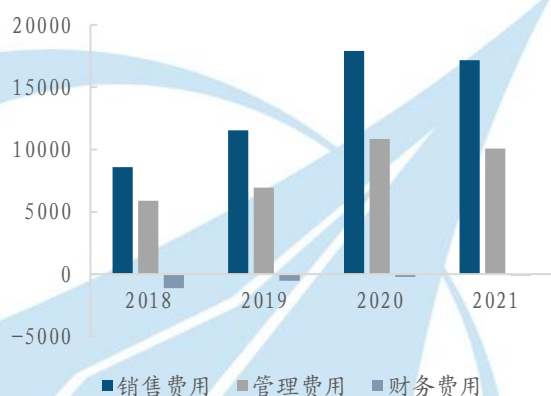
图 4：2018-2021 营业总收入及增速（单位：亿元，%） 图 5：2018-2021 归母净利润及增速（单位：亿元，%）



数据来源：Wind，中航证券研究所

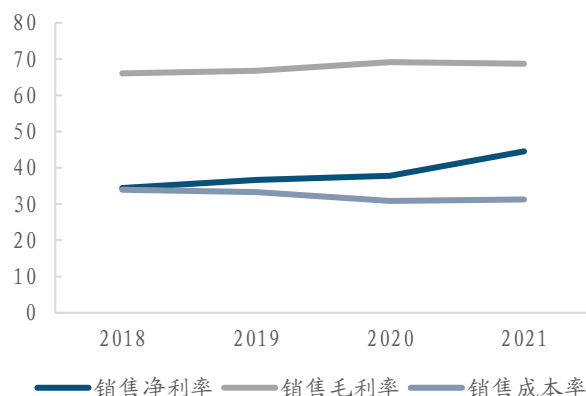
数据来源：Wind，中航证券研究所

图 6：2018-2021 三费情况（单位：万元）



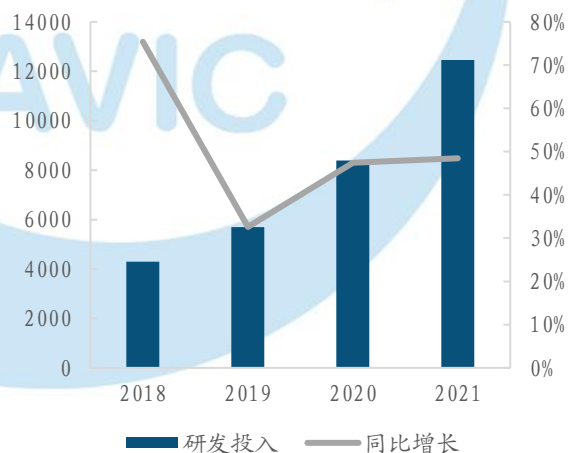
数据来源：Wind，中航证券研究所

图 7：2018-2021 销售毛利率、净利率、成本率（%）



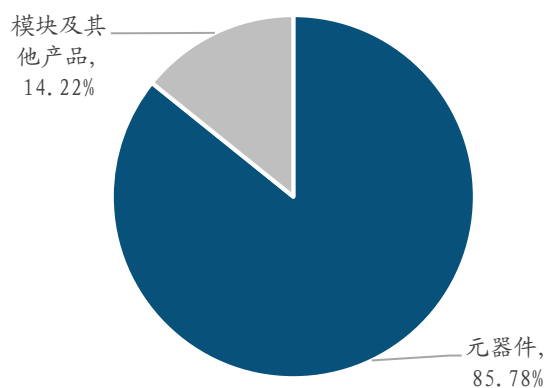
数据来源：Wind，中航证券研究所

图 8：2018-2021 研发投入情况（单位：万元）



数据来源：Wind，中航证券研究所

图 9：公司收入结构



数据来源：Wind，中航证券研究所



图表 10: 财务报表预测 (单位: 亿元)

| 利润表         | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 现金流量表           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 20.00 | 26.25 | 33.25 | 41.00 | 净利润             | 8.91  | 10.16 | 12.52 | 15.32 |
| 营业成本        | 6.26  | 8.35  | 10.96 | 13.56 | 折旧与摊销           | 0.67  | 1.39  | 1.99  | 2.48  |
| 营业税金及附加     | 0.21  | 0.16  | 0.23  | 0.29  | 财务费用            | -0.01 | 0.62  | 0.67  | 0.71  |
| 销售费用        | 1.72  | 2.10  | 2.63  | 3.14  | 资产减值损失          | -0.05 | -0.05 | -0.05 | -0.05 |
| 管理费用        | 2.26  | 3.13  | 4.07  | 5.33  | 经营营运资本变动        | -5.56 | -7.24 | -7.80 | -8.48 |
| 财务费用        | -0.01 | 0.62  | 0.67  | 0.71  | 其他              | 1.30  | 0.01  | 0.01  | 0.01  |
| 资产减值损失      | -0.05 | -0.05 | -0.05 | -0.05 | <b>经营性现金流净额</b> | 5.26  | 4.89  | 7.34  | 9.99  |
| 投资收益        | -0.02 | 0.01  | 0.01  | 0.01  | 资本支出            | -1.70 | -3.20 | -3.25 | -2.30 |
| 公允价值变动损益    | 0.03  | 0.03  | 0.03  | 0.03  | 其他              | -2.37 | -0.16 | -0.16 | -0.16 |
| 其他经营损益      | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | <b>投资性现金流净额</b> | -4.06 | -3.36 | -3.41 | -2.46 |
| <b>营业利润</b> | 10.51 | 11.99 | 14.77 | 18.07 | 短期借款            | 0.10  | -0.15 | 0.00  | 0.00  |
| 其他非经营损益     | -0.01 | -0.01 | -0.01 | -0.01 | 长期借款            | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| <b>利润总额</b> | 10.50 | 11.98 | 14.76 | 18.06 | 股权融资            | 9.97  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 所得税         | 1.59  | 1.82  | 2.24  | 2.74  | 支付股利            | -0.64 | -1.08 | -1.34 | -1.66 |
| 净利润         | 8.91  | 10.16 | 12.52 | 15.32 | 其他              | -0.03 | -0.33 | -0.37 | -0.41 |
| 少数股东损益      | 0.75  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | <b>筹资性现金流净额</b> | 9.40  | -1.56 | -1.71 | -2.07 |
| 归属母公司股东净利   | 8.16  | 10.16 | 12.52 | 15.32 | <b>现金流量净额</b>   | 10.59 | -0.03 | 2.21  | 5.46  |

| 资产负债表          | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 财务分析指标            | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金           | 12.43        | 12.40        | 14.61        | 20.07        | <b>成长能力</b>       |        |        |        |        |
| 应收和预付款项        | 18.58        | 24.40        | 30.92        | 38.13        | 销售收入增长率           | 42.79% | 31.25% | 26.64% | 23.32% |
| 存货             | 8.29         | 11.06        | 14.52        | 17.96        | 营业利润增长率           | 70.33% | 14.04% | 23.22% | 22.33% |
| 其他流动资产         | 0.85         | 0.95         | 1.05         | 1.17         | 净利润增长率            | 68.33% | 14.06% | 23.24% | 22.35% |
| 长期股权投资         | 0.41         | 0.41         | 0.41         | 0.41         | EBITDA 增长率        | 66.55% | 25.33% | 24.52% | 21.96% |
| 投资性房地产         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | <b>获利能力</b>       |        |        |        |        |
| 固定资产和在建工程      | 6.49         | 8.25         | 9.45         | 9.18         | 毛利率               | 68.73% | 68.21% | 67.03% | 66.94% |
| 无形资产和开发支出      | 0.34         | 0.48         | 0.65         | 0.83         | 三费率               | 13.56% | 22.28% | 22.17% | 22.38% |
| 其他非流动资产        | 1.69         | 1.79         | 1.90         | 2.00         | 净利率               | 44.53% | 38.70% | 37.66% | 37.37% |
| <b>资产总计</b>    | 49.08        | 59.74        | 73.50        | 89.75        | ROE               | 22.15% | 20.61% | 20.71% | 20.67% |
| 短期借款           | 0.15         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | ROA               | 18.15% | 17.01% | 17.04% | 17.07% |
| 应付和预收款项        | 5.48         | 7.30         | 9.55         | 11.81        | ROIC              | 36.06% | 31.95% | 30.23% | 30.11% |
| 长期借款           | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | EBITDA/销售收入       | 55.83% | 53.31% | 52.42% | 51.84% |
| 其他负债           | 3.23         | 3.14         | 3.48         | 3.81         | <b>营运能力</b>       |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 8.87         | 10.44        | 13.03        | 15.62        | 总资产周转率            | 0.51   | 0.48   | 0.50   | 0.50   |
| 股本             | 4.12         | 4.12         | 4.12         | 4.12         | 固定资产周转率           | 7.15   | 5.47   | 4.82   | 5.29   |
| 资本公积           | 16.50        | 16.50        | 16.50        | 16.50        | 应收账款周转率           | 2.74   | 2.84   | 2.79   | 2.76   |
| 留存收益           | 18.00        | 27.09        | 38.26        | 51.93        | 存货周转率             | 0.87   | 0.86   | 0.86   | 0.83   |
| 归属母公司股东权益      | 38.62        | 47.70        | 58.88        | 72.55        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 79.10% | —      | —      | —      |
| 少数股东权益         | 1.59         | 1.59         | 1.59         | 1.59         | <b>资本结构</b>       |        |        |        |        |
| <b>股东权益合计</b>  | 40.21        | 49.29        | 60.47        | 74.13        | 资产负债率             | 18.07% | 17.48% | 17.73% | 17.40% |
| 负债和股东权益合计      | 49.08        | 59.74        | 73.50        | 89.75        | 带息债务/总负债          | 1.69%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
|                |              |              |              |              | 流动比率              | 6.56   | 6.59   | 6.31   | 6.46   |
|                |              |              |              |              | 速动比率              | 5.20   | 5.10   | 4.81   | 4.96   |
|                |              |              |              |              | 股利支付率             | 7.84%  | 10.63% | 10.74% | 10.82% |
| <b>业绩和估值指标</b> | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>每股指标</b>       |        |        |        |        |
| EBITDA         | 11.17        | 14.00        | 17.43        | 21.26        | 每股收益              | 1.98   | 2.47   | 3.04   | 3.72   |
| PE             | 26.75        | 21.48        | 17.43        | 14.25        | 每股净资产             | 9.76   | 11.97  | 14.68  | 18.00  |
| PB             | 5.43         | 4.43         | 3.61         | 2.94         | 每股经营现金            | 1.276  | 1.188  | 1.783  | 2.426  |
| PS             | 10.91        | 8.31         | 6.56         | 5.32         | 每股股利              | 0.155  | 0.262  | 0.326  | 0.402  |
| EV/EBITDA      | 18.271       | 14.555       | 11.550       | 9.205        |                   |        |        |        |        |
| 股息率            | 0.003        | 0.005        | 0.006        | 0.008        |                   |        |        |        |        |

数据来源: Wind, 中航证券研究所 注: 管理费用中包含研发费用

## 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，从事军工行业研究。

## 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。