

公司研究

2022H1 汽车电子业务快速增长，剥离边缘业务聚焦主业

——风华高科（000636.SZ）跟踪报告之三

买入（维持）

当前价：18.14元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

联系人：王之含

wangzhihan@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.57
总市值(亿元):	209.88
一年最低/最高(元):	14.78/32.05
近3月换手率:	112.81%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.72	2.05	-26.78
绝对	4.67	6.57	-41.00

资料来源：Wind

相关研报

MLCC 龙头发力高端市场，产品结构优化价格弹性大——风华高科（000636.SZ）跟踪报告之二（2022-03-21）

要点

事件：

公司发布 2022 年半年度报告：2022H1 公司实现营收 21.18 亿元（同比下降 21.5%）；实现归母净利润 3.68 亿元（同比下降 27.2%）；实现扣非归母净利润 2.01 亿元（同比下降 58.1%）；实现毛利率 23.70%（同比下降 9.1pct）；实现净利率 17.50%（同比下降 1.4pct）。

2022 年 Q2 单季度公司实现营收 10.16 亿元（同比下降 33.3%，环比下降 7.8%）；实现归母净利润 1.88 亿元（同比下降 41.2%，环比下降 4.1%）；实现扣非归母净利润 0.82 亿元（同比下降 72.8%，环比下降 31.2%）；实现毛利率 22.31%（同比下降 12.4pct，环比下降 2.7pct）；实现净利率 18.55%（同比下降 2.6pct，环比下降 2.0pct）。

点评：

消费电子市场需求持续疲软，公司汽车电子业务快速增长。受新冠肺炎疫情反复、房地产持续低迷、结构性缺芯持续、俄乌冲突以及大宗商品价格高企等多重因素的叠加影响，宏观经济恢复不及预期，家电、通讯等消费电子市场需求持续疲软，公司高端产品销售占比同比大幅提升，但总体受市场需求下滑影响，呈现量价齐跌情形。通讯、汽车电子行业销售占比相较 2021 年分别提升 3 个百分点，其中汽车电子销售同比增长 28.52%。2022 年上半年，公司高端产品销售占比环比持续提升，其中高端 MLCC、片式电阻器销售占比分别由 1 月份的 30.26%、28.37% 持续提升至 6 月份的 40.80%、43.43%。

预计 22 年下半年消费规 MLCC 价格小幅下滑，车用规价格持平。由于疫情反复无常，制造业复工进程缓慢，2022 年上半年疫情造成的生产短缺口，ODM 厂难以在下半年填补。需求端，下游需求不景气，下半年旺季需求不旺，造成消费规 MLCC 需求滑落，市场库存不断攀高，TrendForce 集邦咨询表示，各尺寸平均库存水位达 90 天以上，预估下半年消费规 MLCC 价格比上半年平均再降 3~6%。

2022 年 MLCC 各类应用价格走势及预测

MLCC 应用	1Q22VS.2Q22	2Q22VS.3Q22(E)	3Q22VS.4Q22(E)
消费规	-5%~-3%	-4%~-2%	-2%~-1%
工控规	-3%~-2%	-2%~-1%	持平
车用规	持平	持平	持平

资料来源：TrendForce, Jun., 2022；光大证券研究所整理

紧跟市场变化，调整高端电容建设项目实施进度。2022 年 8 月 19 号，公司发布公告，募集投产项目祥和一期所规划的新增月产 50 亿只 MLCC 已达产。公司结合市场变化及项目实际情况，对项目的整体实施进度进行了调整，前期建设优先大幅提升高容、车规及工控等 MLCC 高端市场应用领域的产品比重，应对高端市场应用领域强劲的需求。

回购股份激励员工，提升公司整体价值。2022年8月19号，公司公布回购股份方案，拟回购金额不低于1.5亿元且不超过3亿元。以本次回购价格上限26.98元/股测算，预计回购股份的数量区间为555.97万股-1,111.93万股，占公司目前总股本的比例区间为0.48%-0.96%。回购股份计划用于实施股权激励计划及（或）员工持股计划，以进一步完善骨干团队的中长期激励与约束机制，确保公司长期经营目标的实现。

剥离边缘业务，聚焦主业。（1）2022年8月公司发布公告，拟以协议转让的方式，将所持广东风华芯电科技股份有限公司99.88%股权以2.7亿元转让给佛山市国星光电股份有限公司，本次交易构成关联交易。风华芯电主营业务为半导体分立器件及集成电路，与风华高科协同性较低。（2）2021年，公司通过公开挂牌方式引入战略投资者对奈电软性科技电子(珠海)有限公司增资扩股，以剥离电路板业务。公司通过剥离边缘业务，进一步集中优势资源做强被动电子元件主业。

投资建议：公司为国内MLCC龙头厂商，募资扩产MLCC及片式电阻器业务。随着5G、汽车电动化和智能化等下游市场应用需求的增加，电子元器件应用需求量仍保持增长。但考虑到（1）MLCC景气度处于下行周期，22年产品价格承压；（2）风华高科仍处于扩产状态，费用率较高；（3）受疫情和下游需求不景气影响，被动元件厂商开工率较低，我们下调22-23年归母净利润为8.14（-39.7%）、9.66（-43.4%）亿元，新增24年净利润预测11.97亿元，对应PE 26X/22X/18X，公司处于历史估值中枢低位，维持“买入”评级。

风险提示：扩产进度不及预期、需求不及预期、MLCC价格波动风险

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,332	5,055	4,510	6,020	7,606
营业收入增长率	31.54%	16.69%	-10.79%	33.49%	26.34%
净利润(百万元)	359	943	814	966	1,197
净利润增长率	5.86%	162.92%	-13.72%	18.71%	23.88%
EPS(元)	0.40	1.05	0.70	0.83	1.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.99%	13.57%	10.63%	11.32%	12.43%
P/E	45	17	26	22	18
P/B	2.7	2.3	2.7	2.5	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-19；股本：2021年8.95亿，2022年变更为11.57亿

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,332	5,055	4,510	6,020	7,606
营业成本	3,048	3,442	2,978	3,896	4,858
折旧和摊销	286	326	684	901	1,104
税金及附加	35	33	34	46	58
销售费用	61	80	90	120	152
管理费用	329	352	316	391	494
研发费用	230	295	293	391	494
财务费用	-37	-23	15	40	58
投资收益	49	124	0	0	0
营业利润	696	1,088	998	1,288	1,599
利润总额	467	1,079	988	1,173	1,454
所得税	94	128	168	199	247
净利润	372	951	820	974	1,207
少数股东损益	14	8	7	8	10
归属母公司净利润	359	943	814	966	1,197
EPS(元)	0.40	1.05	0.70	0.83	1.03

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	666	635	1,454	1,819	2,271
净利润	359	943	814	966	1,197
折旧摊销	286	326	684	901	1,104
净营运资金增加	-40	64	12	248	257
其他	61	-699	-56	-296	-286
投资活动产生现金流	-866	-2,017	-2,305	-2,306	-2,306
净资本支出	-1,256	-2,142	-2,255	-2,256	-2,256
长期投资变化	589	640	0	0	0
其他资产变化	-199	-515	-50	-50	-50
融资活动现金流	705	638	95	638	193
股本变化	0	0	262	0	0
债务净变化	470	659	214	768	358
无息负债变化	884	372	-215	465	492
净现金流	501	-746	-756	151	159

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	29.7%	31.9%	34.0%	35.3%	36.1%
EBITDA 率	27.9%	26.2%	34.0%	36.6%	35.9%
EBIT 率	20.3%	18.9%	18.8%	21.6%	21.4%
税前净利润率	10.8%	21.3%	21.9%	19.5%	19.1%
归母净利润率	8.3%	18.7%	18.0%	16.0%	15.7%
ROA	4.2%	8.8%	7.1%	7.1%	7.7%
ROE (摊薄)	6.0%	13.6%	10.6%	11.3%	12.4%
经营性 ROIC	17.6%	13.6%	9.0%	11.4%	12.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	31%	35%	32%	36%	37%
流动比率	1.79	1.28	0.95	0.83	0.84
速动比率	1.56	0.96	0.68	0.58	0.58
归母权益/有息债务	11.85	5.97	5.56	3.98	3.84
有形资产/有息债务	16.50	8.92	8.02	6.12	6.01

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	8,779	10,828	11,543	13,661	15,610
货币资金	2,014	1,207	451	602	761
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	939	779	799	1,067	1,348
应收票据	8	5	4	6	7
其他应收款 (合计)	16	155	139	185	234
存货	508	858	731	973	1,226
其他流动资产	453	420	420	420	420
流动资产合计	3,960	3,463	2,559	3,272	4,021
其他权益工具	398	719	719	719	719
长期股权投资	589	640	640	640	640
固定资产	2,395	3,153	4,816	6,070	7,037
在建工程	596	1,911	1,555	1,395	1,322
无形资产	242	225	270	314	358
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	356	484	484	484	484
非流动资产合计	4,819	7,364	8,984	10,388	11,590
总负债	2,717	3,747	3,746	4,979	5,829
短期借款	505	643	891	1,659	2,017
应付账款	948	1,312	1,135	1,485	1,851
应付票据	83	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	341	260	260	260	260
流动负债合计	2,214	2,704	2,703	3,936	4,786
长期借款	0	487	487	487	487
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	462	511	511	511	511
非流动负债合计	502	1,043	1,043	1,043	1,043
股东权益	6,062	7,080	7,797	8,681	9,782
股本	895	895	1,157	1,157	1,157
公积金	2,901	3,021	2,759	2,759	2,759
未分配利润	1,983	2,794	3,504	4,381	5,471
归属母公司权益	5,986	6,948	7,658	8,535	9,625
少数股东权益	77	132	139	147	157

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.41%	1.59%	2.00%	2.00%	2.00%
管理费用率	7.59%	6.96%	7.00%	6.50%	6.50%
财务费用率	-0.85%	-0.46%	0.33%	0.66%	0.76%
研发费用率	5.32%	5.83%	6.50%	6.50%	6.50%
所得税率	20%	12%	17%	17%	17%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.05	0.12	0.08	0.09	0.11
每股经营现金流	0.74	0.71	1.26	1.57	1.96
每股净资产	6.69	7.76	6.62	7.38	8.32
每股销售收入	4.84	5.65	3.90	5.20	6.57

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	45	17	26	22	18
PB	2.7	2.3	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	13	13	14	10	8
股息率	0.3%	0.7%	0.5%	0.6%	0.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE