

603256.SH

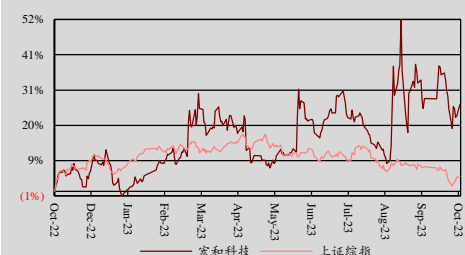
增持

原评级：增持

市场价格：人民币 8.32

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	25.7	(1.4)	3.1	28.2
相对上证综指	28.7	1.4	10.9	24.6

发行股数 (百万)	882.51
流通股 (百万)	879.73
总市值 (人民币 百万)	7,342.50
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	114.87
主要股东	
远益国际有限公司	74.61

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2023 年 10 月 30 日收市价为标准

相关研究报告

《宏和科技》20230828
《宏和科技》20230720
《宏和科技》20230429

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料：玻璃玻纤

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

联系人：杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030023

宏和科技

销量显著增长，价格低位下盈利仍承压

公司发布 2023 年三季报，2023Q1-3 营收 5.0 亿元，同增 8.0%，归母净利润 -4,354.3 万元，同减 204.3%，EPS-0.05 元；其中 2023Q3 营收 2.1 亿元，同增 72.8%，归母净利润-2,282.0 万元，同减 389.9%。维持增持评级。

支撑评级的要点

- **2023Q3 电子布产销量同比明显提升：**公司 2023Q1-3 电子布产量 9,839.75 万米，同增 6.7%；销量 12,926.73 万米，同增 48.3%；销售均价 3.65 元/米，同比下滑 28.3%。其中，公司 2023Q3 电子布产量 3,401.7 万米，同增 16.6%，环比提升 10.8%；销量 5,646.7 万米，同增 126.0%，环比提升 27.8%；销售均价 3.51 元/米，同减 22.9%，环比减少 2.0%。
- **价格影响下，2023Q3 营收同比提升明显但利润同比下滑较多：**公司 2023Q3 营收 2.1 亿元，同增 72.8%，归母净利润-2,282.0 万元，同减 389.9%。公司 2023Q3 毛利率 5.2%，同减 20.3pct；净利率-10.9%，同减 17.5pct。
- **募投项目产能按计划投放，产品结构进一步高端化：**据公司投资者互动平台信息，5,040 万米电子布募投项目已于今年 5 月 30 日达产，公司电子布产能提升约 40%；且新产线定位极薄和超薄布，公司高端产品比例将进一步提升。
- **设立四川宏和子公司，电子布生产成本有望下降：**公司 7 月 14 日发布公告，拟在四川泸县经济开发区新设全资子公司四川宏和，开展中高端电子布等相关产品的生产、研发与销售。我们推测公司此举是出于降本目的。公司电子布产能有 13,200 万平（占比 72%）位于上海，而上海的能源及人工成本在全国范围内均处于较高水平。将电子布厂转移至生产要素价格较低的地区能够显著降低单平成本，进一步提升公司产品竞争力。

估值

- 高端消费电子复苏不及我们之前预期，我们下调原有盈利预测，预计 2023-2025 年公司收入为 6.6/8.9/9.3 亿元；归母净利润分别为-0.3/0.3/0.5 亿元；EPS 分别为-0.04/0.03/0.06 元；PE 分别为-212/265/138 倍。考虑公司深耕中高端电子布市场，技术、市场优势明显，今年电子布产能提升约 40%，待下游需求回暖后量价均将具备弹性。维持公司增持评级。

评级面临的主要风险

- 生产成本上升，终端电子市场需求不及预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	808	612	663	885	927
增长率(%)	30.2	(24.3)	8.3	33.5	4.7
EBITDA(人民币 百万)	218	95	32	121	149
归母净利润(人民币 百万)	124	52	(35)	28	53
增长率(%)	6.1	(57.9)	(166.1)	(180.2)	91.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.14	0.06	(0.04)	0.03	0.06
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.03	0.07	0.08
调整幅度(%)			(219.4)	(55.8)	(29.0)
市盈率(倍)	59.1	140.2	(212.1)	264.6	138.1
市净率(倍)	4.8	4.9	4.9	4.9	4.8
EV/EBITDA(倍)	38.0	70.5	258.2	70.1	54.2
每股股息(人民币)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	1.1	0.5	-0.2	0.2	0.4

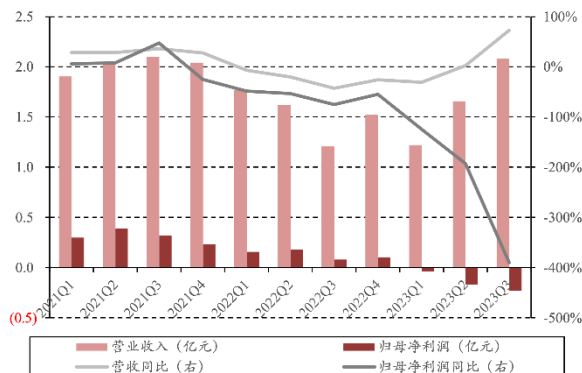
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、销量大增，2023Q3 营收大幅增长，归母净利延续承压

公司发布 2023 年三季报：2023Q3 营收 2.1 亿元，同增 72.8%，归母净利-2,282.0 万元，同减 389.9%；扣非归母净利-2,656.6 万元，同减 2,711.1 万元，主要系本报告期销售单价降低，毛利减少，但销售数量增长所致。2023Q3 公司经营活动净现金流-3,177.3 万元，同减 136.6%。

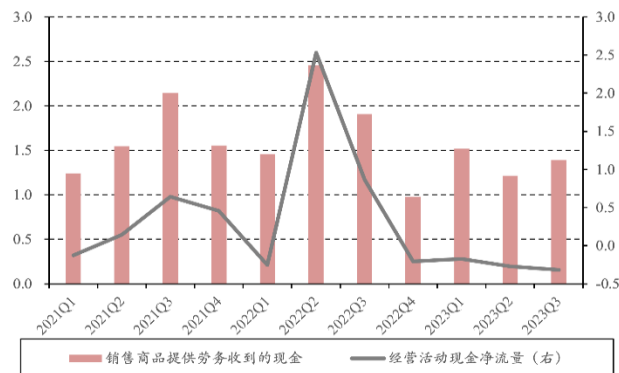
盈利水平延续下滑：2023Q3 期间费用率 15.9%，同减 8.8pct，其中销售/管理/财务/研发费用率同比分别-0.8/-9.3/+5.1/-3.8pct，其中管理费用下降较多，主要系薪酬费用减少所致。2023Q3 毛利率 5.2%，同减 20.3pct，环比提升 0.7pct；净利率-10.9%，同减 17.5pct，环比下降 0.7pct。

图表 1. 2023Q3 营收同增，利润同比下滑



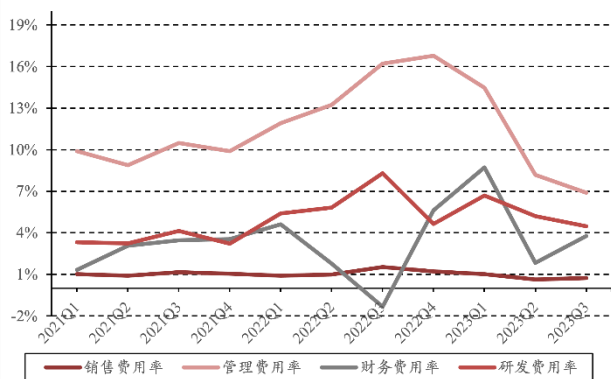
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2023Q3 经营活动现金流同比下滑较多 (单位：亿元)



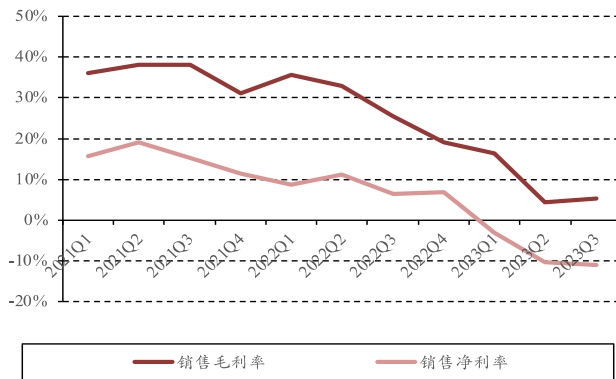
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2023Q3 费用率下降较多，主要是管理费用率下降



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 2023Q3 盈利水平环比保持平稳

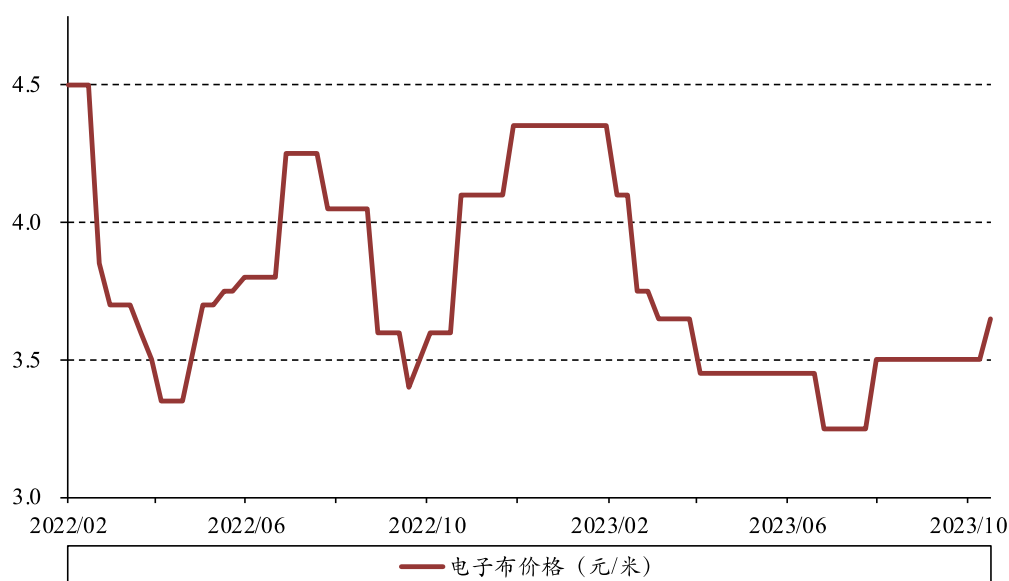


资料来源：公司公告，中银证券

二、行业电子布均价触底回升

电子布市场价格底部回升，成本支撑较强：据卓创资讯，受下游 PCB 厂商开工率较低影响，电子纱/布需求趋弱，价格在 2022Q4 有所回暖后于 2023Q2 再度回落至底部区间。多数厂商持续亏损下，今年 6 月末部分厂商出现报价小幅调涨。截至 2023 年 10 月下旬，电子布均价回升至 3.5-3.8 元/米，成本支撑仍较强。

图表 5. 电子布价格今年 6 月小幅回升后维稳



资料来源：卓创资讯，中银证券

三、深耕中高端市场，经营壁垒高

深耕中高端市场，技术、市场高壁垒铸就护城河：高端电子布生产难度和技术含量高，曾被日本东纺、旭化成等少数企业所垄断。目前，公司仍为国内极少数具备极薄布量产能力的厂商之一。此外，高端电子布附加价值高，下游客户对材料的选用极为审慎，产品验证周期长、项目多且费用昂贵，而公司与全球主要覆铜板厂商保持长期稳定合作关系，已构筑起坚实客户壁垒。

四、风险提示

生产成本上升，终端电子市场需求不及预期。

图表 6. 2023Q3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q3	2023Q3	同比增长(%)
营业收入	120.73	208.59	72.78
营业税及附加	1.26	2.74	117.09
净营业收入	119.46	205.85	72.31
营业成本	89.89	197.72	119.96
销售费用	1.86	1.52	(18.01)
管理费用	19.56	14.42	(26.28)
财务费用	(1.59)	7.86	595.48
研发费用	10.02	9.34	(6.78)
资产减值损失	(0.05)	(0.84)	(1,537.82)
营业利润	5.86	(25.84)	(540.85)
营业外收入	2.72	3.98	46.16
营业外支出	0.00	0.18	
利润总额	8.58	(22.04)	(356.70)
所得税	0.71	0.78	9.92
少数股东损益	0.00	0.00	
归属母公司股东净利润	7.87	(22.82)	(389.87)
扣除非经常性损益的净利润	0.54	(26.57)	(4,979.55)
每股收益(元)	0.01	(0.03)	(400.00)
扣非后每股收益(元)	0.00	(0.03)	
毛利率(%)	25.54	5.21	减少 20.33 个百分点
净利率(%)	6.52	(10.94)	减少 17.46 个百分点
销售费用率(%)	1.54	0.73	减少 0.81 个百分点
管理费用率(%)	16.20	6.91	减少 9.29 个百分点
财务费用率(%)	(1.31)	3.77	增加 5.08 个百分点
研发费用率(%)	8.30	4.48	减少 3.82 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 2023Q1-3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q1-3	2023Q1-3	同比增长(%)
营业收入	459.90	496.82	8.03
营业税及附加	5.10	6.22	22.01
净营业收入	454.80	490.60	7.87
营业成本	312.74	458.51	46.61
销售费用	5.07	3.85	(24.10)
管理费用	62.09	45.69	(26.42)
财务费用	9.50	21.58	127.09
研发费用	29.04	26.19	(9.80)
资产减值损失	(6.35)	11.01	273.48
营业利润	37.46	(50.06)	(233.65)
营业外收入	8.25	10.21	23.84
营业外支出	0.07	0.60	707.86
利润总额	45.63	(40.44)	(188.63)
所得税	3.88	3.10	(20.11)
少数股东损益	0.00	0.00	
归属母公司股东净利润	41.76	(43.54)	(204.28)
扣除非经常性损益的净利润	29.19	(56.53)	(293.68)
每股收益(元)	0.05	(0.05)	(200.00)
扣非后每股收益(元)	0.03	(0.06)	(300.00)
毛利率(%)	32.00	7.71	减少 24.28 个百分点
净利率(%)	15.38	8.56	减少 6.82 个百分点
销售费用率(%)	1.10	0.78	减少 0.33 个百分点
管理费用率(%)	13.50	9.20	减少 4.31 个百分点
财务费用率(%)	2.07	4.34	增加 2.28 个百分点
研发费用率(%)	6.31	5.27	减少 1.04 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	808	612	663	885	927
营业收入	808	612	663	885	927
营业成本	518	436	594	698	709
营业税金及附加	6	7	8	11	11
销售费用	8	7	7	9	9
管理费用	79	88	60	80	83
研发费用	28	36	33	44	46
财务费用	23	18	10	17	13
其他收益	0	0	0	0	0
资产减值损失	(14)	(14)	(10)	(10)	(10)
信用减值损失	(1)	0	(0)	0	0
资产处置收益	0	35	10	1	1
公允价值变动收益	0	0	3	1	1
投资收益	0	2	1	1	1
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	131	44	(46)	20	48
营业外收入	10	14	8	10	10
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	140	58	(38)	30	58
所得税	16	5	(3)	3	5
净利润	124	52	(35)	28	53
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	124	52	(35)	28	53
EBITDA	218	95	32	121	149
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.14	0.06	(0.04)	0.03	0.06

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	922	934	915	1,079	971
现金及等价物	292	329	265	354	371
应收账款	252	191	258	283	284
应收票据	54	40	45	68	50
存货	136	173	216	210	124
预付账款	11	6	17	10	18
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	177	194	114	152	125
非流动资产	1,548	1,671	1,889	1,827	1,798
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,096	1,049	1,334	1,456	1,496
无形资产	46	45	44	43	42
其他长期资产	406	577	511	329	261
资产合计	2,470	2,605	2,804	2,906	2,770
流动负债	355	909	1,080	1,142	1,152
短期借款	126	332	583	562	604
应付账款	68	57	91	83	94
其他流动负债	161	520	405	497	453
非流动负债	582	188	238	263	92
长期借款	501	90	149	169	0
其他长期负债	80	98	89	94	92
负债合计	937	1,098	1,318	1,406	1,244
股本	878	884	883	883	883
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,533	1,507	1,486	1,500	1,526
负债和股东权益合计	2,470	2,605	2,804	2,906	2,770

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	124	52	(35)	28	53
折旧摊销	65	70	81	87	91
营运资金变动	(171)	56	(36)	(73)	134
其他	94	116	(62)	43	(5)
经营活动现金流	111	294	(51)	85	273
资本支出	(555)	(286)	(250)	(50)	(50)
投资变动	(75)	(15)	80	0	0
其他	(83)	52	11	2	2
投资活动现金流	(713)	(249)	(159)	(48)	(48)
银行借款	161	(205)	309	(0)	(127)
股权融资	(55)	(96)	14	(14)	(27)
其他	29	314	(176)	66	(54)
筹资活动现金流	136	13	147	52	(209)
净现金流	(465)	58	(63)	89	17

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	30.2	(24.3)	8.3	33.5	4.7
营业利润增长率(%)	2.0	(66.5)	(204.4)	(144.4)	136.7
归属于母公司净利润增长率(%)	6.1	(57.9)	(166.1)	(180.2)	91.6
息税前利润增长(%)	26.1	(83.9)	(298.2)	(169.8)	69.4
息税折旧前利润增长(%)	49.5	(56.7)	(65.8)	274.0	23.1
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	6.1	(57.9)	(166.1)	(180.2)	91.6
获利能力					
息税前利润率(%)	19.0	4.0	(7.4)	3.9	6.2
营业利润率(%)	37.1	40.2	32.6	34.0	32.3
毛利率(%)	35.9	28.8	10.4	21.2	23.5
归母净利润率(%)	15.4	8.6	(5.2)	3.1	5.7
ROE(%)	8.1	3.5	(2.3)	1.9	3.5
ROIC(%)	5.9	0.9	(1.8)	1.2	2.3
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
净负债权益比	0.3	0.3	0.5	0.5	0.3
流动比率	2.6	1.0	0.8	0.9	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	3.7	2.8	3.0	3.3	3.3
应付账款周转率	11.3	9.8	8.9	10.2	10.5
费用率					
销售费用率(%)	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
管理费用率(%)	9.8	14.3	9.0	9.0	9.0
研发费用率(%)	3.5	5.9	5.0	5.0	5.0
财务费用率(%)	2.9	2.9	1.6	1.9	1.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.1	0.1	(0.0)	0.0	0.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.1	0.3	(0.1)	0.1	0.3
每股净资产(最新摊薄)	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
每股股息	0.1	0.0	(0.0)	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	59.1	140.2	(212.1)	264.6	138.1
P/B(最新摊薄)	4.8	4.9	4.9	4.9	4.8
EV/EBITDA	38.0	70.5	258.2	70.1	54.2
价格/现金流(倍)	65.9	25.0	(142.9)	86.4	26.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371