

风华高科 (000636.SZ)

下游景气复苏，公司降本增效成果显著

优于大市

核心观点

全面推进降本增效，公司1H24归母净利润同比翻倍。1H24公司实现归母净利润1.85~2.35亿元(YoY +117.47%~176.25%)，实现扣非归母净利润1.95亿元~2.45亿元(YoY +142.24%~204.35%)。对应2Q24单季归母净利润1.12~1.62亿元(YoY +314.81%~500%，QoQ +53.42%~121.92%)；实现单季度扣非归母净利润1.22~1.72亿元YoY(+238.89%~377.78%，QoQ +67.12%~135.62%)。业绩实现大幅增长，主要原因是：1)下游景气恢复，行业整体稼动率回升，公司产销量稳定增长；2)2024年以来，公司进一步优化中长期发展战略，全面推进极致降本、高效创新、新兴市场开拓、数字化变革等专项工作，管控效率提升，运营成本下降。

下游景气恢复，MLCC进入上行周期。2023年以来下游终端市场景气度持续恢复，通讯、家电等应用板块需求回暖，同时新能源车、工控、储能、AI、低空经济等新兴应用领域持续拓展。近年来，公司持续推进车规、中高压、高容等高端应用产品开发，汽车电子、高端通讯供应物料规格持续增加，1Q24，公司汽车电子、高端通讯客户出货量持续提升，新客户订单交付实现突破。此外，公司持续扩产，投资建设“祥和工业园高端电容基地项目”、“新增月产280亿只片式电阻器技改扩产项目”、“新增月产1亿只一体成型电感技改扩产项目”和“新增月产40亿只叠层电感器技改扩产项目”等。

新董事长到任，降本增效持续优化。2024年2月，公司董事会选举李程先生担任公司第九届董事会董事长。李程先生曾任国星光电总裁，在电子制造领域拥有深厚的经验积累，为风华带来低成本战略及精益文化建设，全面、全员、全过程采用极致降本的思维和方法论。通过强化采购成本管理、关键材料自产化等降低材料成本；深入开展精益诊断，全面消除冗余浪费，深度挖掘改善潜力；强化费用管理，从严从紧控制各项非生产性费用，全方位极致拓展降本增效空间。

投资建议：维持“优于大市”评级。

随着下游消费、通讯、家电等板块需求复苏，公司降本增效持续推进，公司盈利能力显著回升，我们预计公司2024-2026年营收同比增长30.9%/18.2%/15.9%至55.3/65.3/75.7亿元，归母净利润同比增长132.1%/44.1%/27.7%至4.0/5.8/7.4亿元，对应2024-2026年PE分别为40/28/22倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；公司降本增效不及预期；公司扩产不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,874	4,221	5,526	6,533	7,570
(+/-%)	-23.4%	9.0%	30.9%	18.2%	15.9%
净利润(百万元)	327	173	403	580	741
(+/-%)	-65.3%	-47.0%	132.1%	44.1%	27.7%
每股收益(元)	0.28	0.15	0.35	0.50	0.64
EBIT Margin	2.1%	-0.0%	3.9%	6.6%	8.2%
净资产收益率(ROE)	2.8%	1.5%	3.4%	4.8%	6.1%
市盈率(PE)	50.1	94.4	40.7	28.2	22.1
EV/EBITDA	39.5	40.9	25.3	18.8	15.3
市净率(PB)	1.38	1.37	1.37	1.36	1.36

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·元件

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	14.24元
总市值/流通市值	16476/16476百万元
52周最高价/最低价	16.21/8.72元
近3个月日均成交额	269.67百万元

市场走势

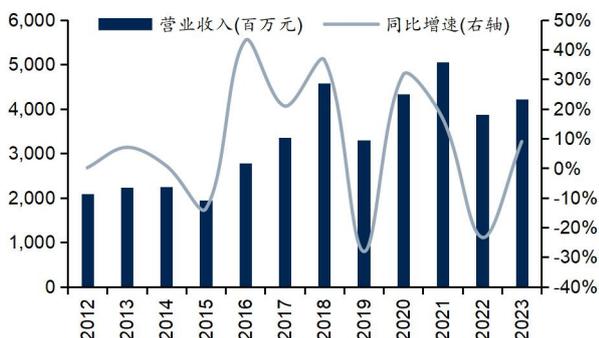


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《风华高科(000636.SZ)-四季度营收利润均环比改善，关注周期筑底反弹》——2023-04-24

图1: 营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



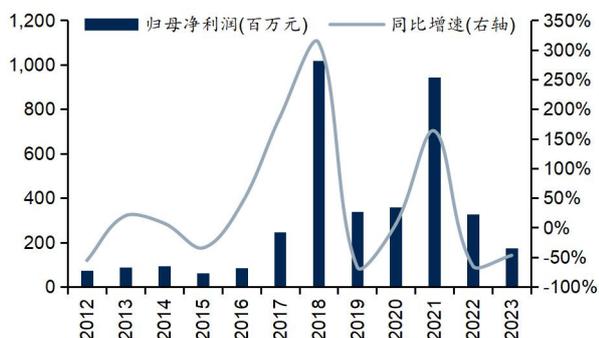
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



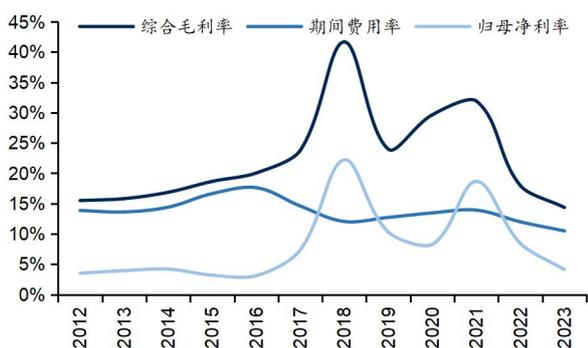
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



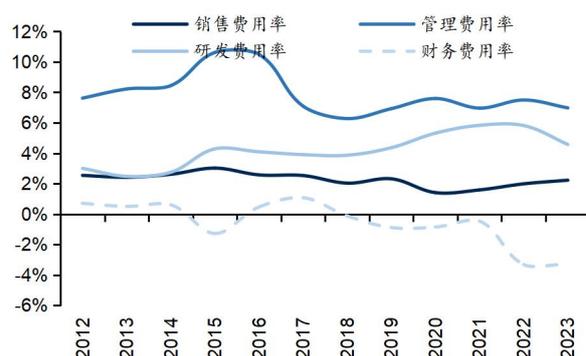
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 毛利率、费用率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

电容、电阻业务：2023 年以来，电子行业景气复苏，带动公司产能稼动率提升，同时公司内部推行降本增效，带来毛利率显著改善，我们预计 2024-2026 年，公司电容业务营收同比增加 40.9%、22.9%、16.3%至 14.0、17.3、20.1 亿元；电阻业务同比增长 18.2%、13.8%、0.0%至 17.6、20.0、20.0 亿元。

电感：目前，公司电感产线稼动率持续高位，需求饱满，随着“新增月产 1 亿只一体成型电感技改扩产项目”和“新增月产 40 亿只叠层电感器技改扩产项目”投产，产能释放，我们预计公司电感营收 24-26 年同比增长 25.0%、46.7%、54.5%至 9.5、13.9、21.4 亿元。

表1：世运电路业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电容						
收入（百万元）	1807.22	1239.66	996.41	1404.26	1726.29	2007.28
增速	41.3%	-31.4%	-19.6%	40.9%	22.9%	16.3%
毛利率	34.5%	24.2%	12.1%	16.9%	20.3%	22.3%
电阻						
收入（百万元）	1659.79	1218.47	1489.83	1760.71	2004.51	2004.51
增速	32.1%	-26.6%	22.3%	18.2%	13.8%	0.0%
毛利率	25.5%	25.0%	18.7%	22.5%	23.6%	24.3%
电感						
收入（百万元）		313.20	756.00	945.00	1386.00	2142.00
增速			141.4%	25.0%	46.7%	54.5%
毛利率		22.0%	18.0%	23.0%	25.0%	25.0%
其他						
收入（百万元）	1352.75	1102.61	979.18	1415.81	1415.81	1415.81
增速	14.3%	-18.5%	-11.2%	44.6%	0.0%	0.0%
毛利率	42.6%	6.5%	6.0%	6.1%	6.1%	6.2%
收入（百万元）	5055.06	3873.93	4221.43	5525.78	6532.60	7569.59
增速	16.69%	-23.37%	8.97%	30.90%	18.22%	15.87%
毛利率	31.91%	17.97%	14.35%	16.9%	19.2%	20.6%

资料来源：国信证券经济研究所预测

综上所述，预计未来 3 年营收 55.3、65.3、75.7 亿元，同比增加 30.9%、18.2%、15.9%，毛利率 16.9%、19.2%、20.6%。

未来 3 年业绩预测

表2: 未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4221	5526	6533	7570
营业成本	3615	4589	5276	6011
销售费用	94	82	99	117
管理费用	294	378	423	464
研发费用	193	227	268	309
财务费用	(138)	(52)	(9)	(4)
营业利润	207	430	616	793
利润总额	183	425	613	782
归属于母公司净利润	173	403	580	741
EPS	0.15	0.35	0.50	0.64
ROE	1%	3%	5%	6%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 24-26 年收入分别为 55.3、65.3、75.7 亿元, 归属母公司净利润 4.0、5.8、7.4 亿元, 利润年增速分别为 132.1%、44.1%、27.7%。每股收益 24-26 年分别为 0.35、0.50、0.64 元。

盈利预测情景分析

表3: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	3,874	4,221	5,565	6,609	7,690
(+/-%)	-23.4%	9.0%	31.8%	18.8%	16.4%
净利润(百万元)	327	173	556	758	948
(+/-%)	-65.3%	-47.0%	220.3%	36.5%	24.9%
摊薄 EPS	0.28	0.15	0.48	0.66	0.82
中性预测					
营业收入(百万元)	3,874	4,221	5,526	6,533	7,570
(+/-%)	-23.4%	9.0%	30.9%	18.2%	15.9%
净利润(百万元)	327	173	403	580	741
(+/-%)	-65.3%	-47.0%	132.1%	44.1%	27.7%
摊薄 EPS(元)	0.28	0.15	0.35	0.50	0.64
悲观的预测					
营业收入(百万元)	3,874	4,221	5,487	6,456	7,450
(+/-%)	-23.4%	9.0%	30.0%	17.7%	15.4%
净利润(百万元)	327	173	252	406	539
(+/-%)	-65.3%	-47.0%	45.1%	61.2%	33.0%
摊薄 EPS	0.28	0.15	0.22	0.35	0.47
总股本(百万股)	1,157	1,157	1,157	1,157	1,157

资料来源: 国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5359	4292	4115	4423	4111	营业收入	3874	4221	5526	6533	7570
应收款项	1440	1695	2219	2624	3040	营业成本	3178	3615	4589	5276	6011
存货净额	656	696	884	1010	1157	营业税金及附加	21	25	33	38	45
其他流动资产	330	267	349	413	479	销售费用	77	94	82	99	117
流动资产合计	7784	6949	7568	8471	8788	管理费用	290	294	378	423	464
固定资产	5987	5915	6408	6414	6340	研发费用	225	193	227	268	309
无形资产及其他	286	284	273	262	250	财务费用	(128)	(138)	(73)	(57)	(57)
其他长期资产	1061	1715	1715	1715	1715	投资收益	133	49	102	94	82
长期股权投资	699	711	711	711	711	资产减值及公允价值变动	(137)	(31)	(26)	(30)	(34)
资产总计	15817	15574	16675	17571	17804	其他	122	53	64	64	64
短期借款及交易性金融负债	536	44	419	829	428	营业利润	328	207	430	616	793
应付款项	1713	2065	2624	2999	3434	营业外净收支	20	(24)	(4)	(3)	(11)
其他流动负债	594	578	730	834	952	利润总额	347	183	425	613	782
流动负债合计	2844	2687	3773	4661	4814	所得税费用	8	2	5	7	9
长期借款及应付债券	624	435	435	435	435	少数股东损益	12	8	18	26	33
其他长期负债	338	370	325	249	219	归属于母公司净利润	327	173	403	580	741
长期负债合计	962	804	760	683	653	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3806	3492	4533	5344	5467	净利润	339	181	421	606	774
少数股东权益	143	148	175	215	266	资产减值准备	138	32	27	30	35
股东权益	11868	11935	11967	12012	12071	折旧摊销	429	487	610	727	801
负债和股东权益总计	15817	15574	16675	17571	17804	公允价值变动损失	(0)	(1)	(0)	(1)	(1)
关键财务与估值指标						财务费用	29	7	(73)	(57)	(57)
每股收益	0.28	0.15	0.35	0.50	0.64	营运资本变动	367	(610)	(128)	(192)	(105)
每股红利	0.28	0.14	0.32	0.46	0.59	其它	(787)	258	47	27	22
每股净资产	10.26	10.32	10.34	10.38	10.43	经营活动现金流	515	355	902	1140	1470
ROIC	1%	0%	2%	4%	5%	资本开支	(733)	(336)	(1092)	(721)	(716)
ROE	3%	1%	3%	5%	6%	其它投资现金流	131	(227)	0	0	0
毛利率	18%	14%	17%	19%	21%	投资活动现金流	(603)	(564)	(1092)	(721)	(716)
EBIT Margin	2%	-0%	4%	7%	8%	权益性融资	4973	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	12%	15%	18%	19%	负债净变化	137	(189)	0	0	0
收入增长	-23%	9%	31%	18%	16%	支付股利、利息	(320)	(160)	(361)	(521)	(665)
净利润增长率	-65%	-47%	132%	44%	28%	其它融资现金流	(570)	(542)	375	409	(401)
资产负债率	25%	23%	28%	32%	32%	融资活动现金流	4220	(891)	14	(111)	(1066)
息率	2.0%	1.0%	2.3%	3.3%	4.2%	现金净变动	4139	(1096)	(176)	308	(312)
P/E	50.1	94.4	40.7	28.2	22.1	货币资金的期初余额	1206	5345	4250	4073	4381
P/B	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	货币资金的期末余额	5345	4250	4073	4381	4069
EV/EBITDA	39.5	40.9	25.3	18.8	15.3	企业自由现金流	143	(461)	(397)	238	597
						权益自由现金流	(290)	(1192)	51	704	253

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032