

风华高科 (000636.SZ)

1Q22 业绩承压，被动元件去库存接近尾声

买入

核心观点

21 年营收同比增长 16.7%，归母净利润同比增长 162.9%。公司 21 年营收 50.55 亿元 (YoY +16.7%)，归母净利润 9.43 亿元 (YoY +162.9%)，扣非后归母净利润 7.78 亿元 (YoY +80.2%)。21 年非经常性损益同比增长 2.38 亿元，主要系：1) 20 年公司计提奈电 0.91 亿元商誉减值；2) 21 年奈电、风华研究院出表，投资收益同比增加 0.75 亿元；3) 21 年土地及附属建筑物收储收益增加 0.51 亿元。21 年扣非业绩高增长得益于：1) MLCC、电阻等产品产能快速提升，同时 21 年前三季度 5G、新基建等市场对于被动元件的需求增加；2) 盈利能力较弱的奈电出表，公司 21 年毛利率同比提升 2.26pct 至 31.91%。

1Q22 营收同比下降 6.1%，归母净利润同比下降 3.2%。4Q21 以来，受缺芯、新冠疫情反复、物流运输受阻等因素的影响，终端需求较弱，被动元件行业量价齐跌，公司产品销量、价格环比下降。在此背景下，公司 4Q21 营收 11.00 亿元 (YoY -22.1%)，毛利率 26.37% (QoQ -8.40pct, YoY -2.62pct)；1Q22 营收 11.02 亿元 (YoY -6.1%)，归母净利润 1.80 亿元 (YoY -3.2%)，毛利率 8.58% (QoQ -1.38pct, YoY -5.38pct)，1Q22 业绩出现同比小幅下跌。

公司扩产项目加速推进，持续重视研发投入。公司祥和工业园高端电容项目一期于 21 年末达产，新增 MLCC 月产能 50 亿只，二、三期正在按计划推进。截至 22 年 4 月末，公司新增月产 280 亿只片式电阻器技改扩产项目已实现月新增产能 150 亿只。21 年公司研发投入 2.95 亿元 (YoY +28.04%)，研发费用率 5.83% (YoY +0.52pct)，近 5 年来公司 2000 多款高端阻容产品通过战略客户认证，成为通过国内战略客户认证产品种类最多的公司。

2022 被动元件去库存接近尾声，行业有望迎来向上拐点。根据满天芯 4 月 7 日报道，被动元件材料大厂勤凯表示以目前接单情况来看，电容、电感及电阻拉货力度逐渐回升，终端市场回补库存的需求陆续浮现，被动元件景气向上的拐点已近。此外，国巨表示不排除调升报价反映运输与生产成本的上涨，目前其利基型产品需求畅旺，订单出货比维持在 1 以上，一般品还在库存修正，但订单有所增加，市场已在筑底。长期来看，在 5G、汽车电子等市场需求旺盛，中美贸易摩擦加速 MLCC 国产替代进程的背景下，我们看好公司基于较强的研发实力，通过扩产快速抢占市场份额并实现产品高端化升级。

投资建议：我们预计公司 22-24 年营业收入同比增长 18.3%/36.9%/28.5% 至 59.79/81.86/105.18 亿元，归母净利润同比增长 13.8%/45.8%/30.1% 至 10.73/15.65/20.35 亿元，对应 PE 为 17.8/12.2/9.4 倍，维持“买入”评级。

风险提示：终端需求不及预期；产能扩张不及预期；行业竞争加剧。

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

联系人：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

联系人：李梓澎

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	
收盘价	16.50 元
总市值/流通市值	19091/14768 百万元
52 周最高价/最低价	39.14/14.88 元
近 3 个月日均成交额	278.74 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-000636-2021 年三季报预告：需求持续旺盛，3Q21 业绩高增长》——2021-10-13
 《风华高科-000636-公司快报：MLCC 龙头紧抓行业景气上行+国产替代机遇》——2021-09-23
 《风华高科-000636-重大事件快报：定增募资扩产做大做强，大股东助力跨越式发展》——2021-01-07
 《国信证券-风华高科-000636-动态点评：管理层调整靴子落地，长期成长趋势不改》——2020-11-11
 《风华高科-000636-财报点评：短期调整不改长期向上趋势》——2020-11-02

盈利预测和财务指标

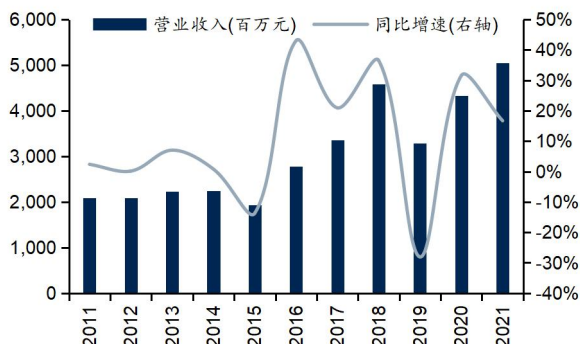
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,332	5,055	5,979	8,186	10,518
(+/-%)	31.5%	16.7%	18.3%	36.9%	28.5%
净利润 (百万元)	359	943	1073	1565	2035
(+/-%)	5.9%	162.9%	13.8%	45.8%	30.1%
每股收益 (元)	0.40	1.05	0.93	1.35	1.76
EBIT Margin	14.5%	16.9%	18.6%	19.9%	20.7%
净资产收益率 (ROE)	6.0%	13.6%	8.3%	10.9%	12.5%
市盈率 (PE)	41.2	15.7	17.8	12.2	9.4
EV/EBITDA	19.1	15.7	14.5	10.3	8.0
市净率 (PB)	2.47	2.13	1.48	1.33	1.18

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

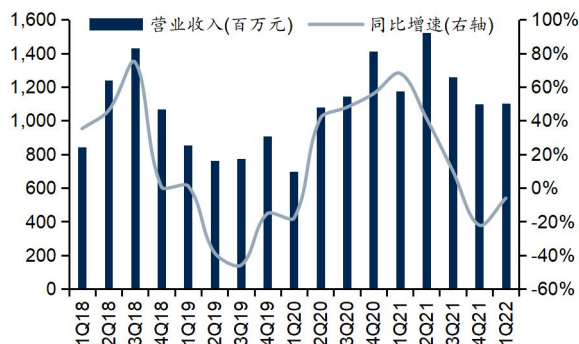
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图1: 公司营业收入及同比增速



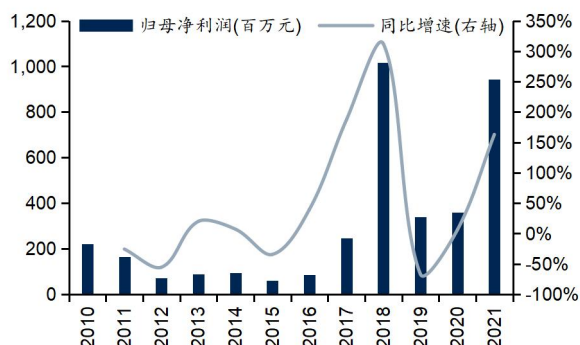
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



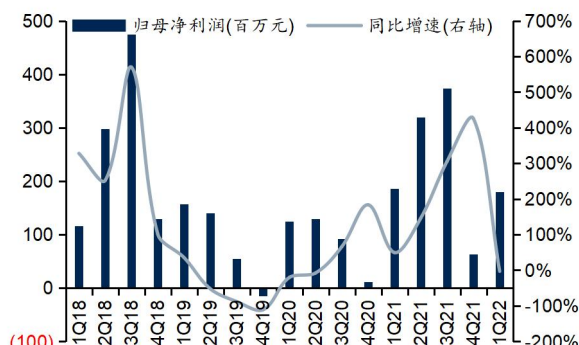
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



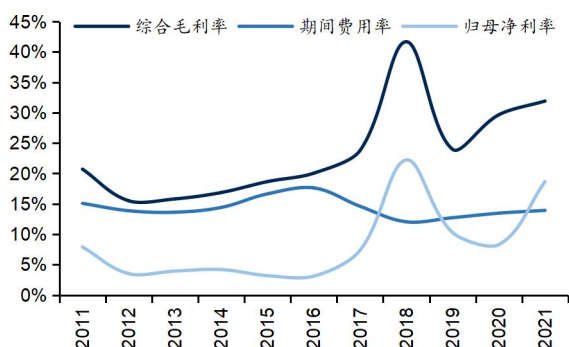
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速



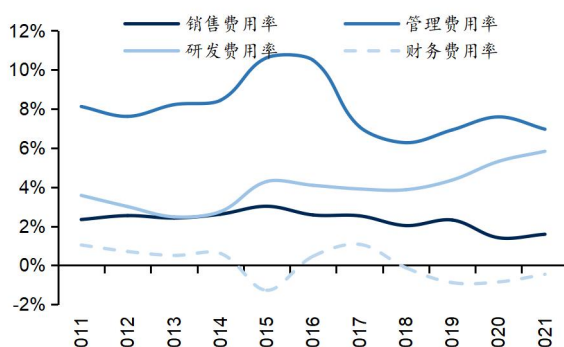
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2014	1207	4556	3933	3190	营业收入	4332	5055	5979	8186	10518
应收款项	960	939	1147	1346	1729	营业成本	3048	3442	3944	5299	6719
存货净额	508	858	973	1291	1633	营业税金及附加	35	33	50	63	79
其他流动资产	472	437	615	814	1012	销售费用	61	80	100	143	193
流动资产合计	3960	3463	7314	7407	7589	管理费用	329	352	421	568	720
固定资产	2992	5063	6956	9107	11489	研发费用	230	295	352	487	632
无形资产及其他	242	225	216	207	198	财务费用	(37)	(23)	(27)	(71)	(55)
投资性房地产	996	1436	1436	1436	1436	投资收益	49	124	57	54	55
长期股权投资	589	640	687	723	768	资产减值及公允价值变动	(126)	(32)	(41)	(33)	(18)
资产总计	8779	10828	16609	18880	21481	其他收入	106	119	83	86	80
短期借款及交易性金融负债	505	677	406	529	537	营业利润	696	1088	1238	1804	2347
应付款项	1031	1312	1362	1678	2124	营业外净收支	(229)	(9)	(10)	(14)	(18)
其他流动负债	678	716	700	1056	1298	利润总额	467	1079	1228	1790	2329
流动负债合计	2214	2704	2468	3263	3959	所得税费用	94	128	146	212	276
长期借款及应付债券	0	487	390	273	191	少数股东损益	14	8	9	13	17
其他长期负债	502	556	681	830	940	归属于母公司净利润	359	943	1073	1565	2035
长期负债合计	502	1043	1070	1103	1130	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2717	3747	3538	4366	5089	净利润	372	951	1082	1578	2052
少数股东权益	77	132	140	152	167	资产减值准备	38	(93)	33	19	23
股东权益	5986	6948	12930	14362	16224	折旧摊销	286	326	451	658	845
负债和股东权益总计	8779	10828	16609	18880	21481	公允价值变动损失	126	32	41	33	18
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(37)	(23)	(27)	(71)	(55)
每股收益	0.40	1.05	0.93	1.35	1.76	营运资本变动	108	(456)	(308)	124	(105)
每股红利	0.02	0.09	0.08	0.12	0.15	其它	(228)	(103)	(6)	51	31
每股净资产	6.69	7.76	11.18	12.41	14.02	经营活动现金流	666	635	1265	2392	2808
ROIC	13%	15%	15%	17%	18%	资本开支	(1257)	(2206)	(2408)	(2852)	(3258)
ROE	6%	14%	8%	11%	13%	其它投资现金流	390	189	(47)	(37)	(46)
毛利率	30%	32%	34%	35%	36%	投资活动现金流	(866)	(2017)	(2455)	(2889)	(3304)
EBIT Margin	15%	17%	19%	20%	21%	权益性融资	(3)	80	5000	0	0
EBITDA Margin	21%	23%	26%	28%	29%	负债净变化	0	487	(97)	(117)	(82)
收入增长	32%	17%	18%	37%	28%	支付股利、利息	(15)	(80)	(91)	(133)	(173)
净利润增长率	6%	163%	14%	46%	30%	其它融资现金流	723	151	(271)	124	8
资产负债率	32%	36%	22%	24%	24%	融资活动现金流	705	638	4540	(126)	(247)
息率	0.1%	0.5%	0.6%	0.9%	1.2%	现金净变动	501	(746)	3350	(624)	(743)
P/E	41.2	15.7	17.8	12.2	9.4	货币资金的期初余额	1451	1952	1206	4556	3932
P/B	2.5	2.1	1.5	1.3	1.2	货币资金的期末余额	1952	1206	4556	3932	3189
EV/EBITDA	19.1	15.7	14.5	10.3	8.0	企业自由现金流	0	(1584)	(1285)	(636)	(602)
						权益自由现金流	0	(946)	(1630)	(567)	(627)

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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：518001 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