

宏达电子 (300726.SZ) / 国防军工

证券研究报告/公司点评

2022年10月25日

评级：增持（下调）

市场价格：45.77

分析师：陈鼎如

执业证书编号：S0740521080001

Email: chendr@r.qizq.com.cn

联系人：马梦泽

Email: mamz@r.qizq.com.cn

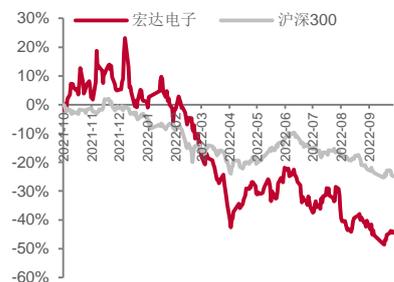
公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1401	2000	2246	2528	2765
增长率 yoy%	66%	43%	12%	13%	9%
净利润（百万元）	484	816	883	982	1057
增长率 yoy%	65%	69%	8%	11%	8%
每股收益（元）	1.17	1.98	2.14	2.38	2.57
每股现金流量	0.62	1.28	0.19	2.25	2.60
净资产收益率	22%	20%	18%	16%	15%
P/E	39.0	23.1	21.3	19.2	17.8
P/B	0.6	0.3	2.6	1.7	2.3

备注：股价为10月24日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	412
流通股本(百万股)	214
市价(元)	45.77
市值(百万元)	18,850
流通市值(百万元)	9,775

股价与行业-市场走势对比

相关报告

业绩延续高增长，有望持续超预期

20211026

投资要点

- 事件：**公司10月24日发布2022年三季报。2022年前三季度，公司实现营业收入16.81亿元，同比增长9.49%，实现归母净利润6.62亿元，同比增长3.58%，实现扣非归母净利润6.06亿元，同比增长5.86%。2022年第三季度，公司实现单季营收5.78亿元，同比下降5.62%，实现归母净利润2.12亿元，同比下降11.60%，实现扣非归母净利润1.89亿元，同比下降12.04%。
- 收入及利润增速较同期放缓。**收入端，2022年前三季度公司实现营业收入16.81亿元，同比增长9.49%，2022Q3实现营业收入5.78亿元，同比下降5.62%；利润端，2022年前三季度实现归母净利润6.62亿元，同比增长3.58%，2022Q3实现归母净利润2.12亿元，同比下降11.60%，收入及利润增速较2021年同期有所放缓。盈利能力方面，2022年前三季度，公司实现毛利率67.37%，较去年同期下降1.70pct；实现净利率43.65%，较去年同期下降1.69pct，或系报告期内研发项目及投入增加使得研发费用同比增长65.30%至1.24亿元所致。
- 期间费用管控能力优化，持续加大研发创新力度。**内部管理持续优化，2022年前三季度，公司三费占比为9.43%，较去年同期下降4.43pct，其中销售费用7650.61万元，同比减少47.40%，主要系报告期内项目奖金减少所致；财务费用-372.12万元，同比增加40.66%，主要系报告期内银行利息收入增加所致；管理费用8574.05万元，同比增加22.36%。研发层面，公司2022前三季度研发费用为1.24亿元，同比提升65.30%，有助于加快产品品类拓展和技术迭代，提升公司综合竞争力，研发/收入占比较去年同期提升2.49pct至7.38%。公司费用管控能力持续优化，同时持续加大研发创新力度，有效提升了公司核心竞争力，为长期业绩增长奠定良好基础。
- 公司积极备货生产，下游需求旺盛。**截至报告期末，公司预付款项金额为5659.60万元，较年初增长81.72%，主要是报告期内备货预付供应商原材料款增加所致；应付账款金额为4.48亿元，较年初增长39.64%，主要是报告期内销售量增长，应付供应商款项同步增加所致，表明公司备产备货积极。
- 产能释放在即，提升核心产品生产能力。**公司重点在建工程稳步推进，截至2022Q2，公司在建项目“5G电子元器件生产基地项目”、“电子元器件生产基地扩建项目”、“军民电子创新产业基地项目”项目进度分别提高至22.90%、58.36%、66.32%。2021年公司定增募集10亿元，根据2022年半年报，其中“微波电子元器件生产基地建设项目”预计2023年12月底建成达产，达产后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，进一步巩固公司核心产品生产能力。
- 军用钽电容市场需求提速，民用国产替代空间广阔。**在“十四五”军工电子高景气度背景下，军用钽电容行业将充分受益于武器装备放量和国防装备信息化建设。公司深耕军用钽电容20余年，拥有先进的生产技术工艺和较完备的质检体系，行业领先地位稳固，军用钽电容业绩成长速度有望持续高于行业平均水平。5G、新能源汽车等新兴产业为上游电子元器件打开广阔成长空间，下游企业对电子元器件国产化需求持续

加强，公司先发优势显著，未来有望受益于民用钽电容市场的国产替代。

- **非钽业务发展强劲，集团化发展战略成效显著。**公司充分利用已有的技术和渠道优势，持续拓展电感器、电阻器、多层瓷介电容器、电源模块等诸多产品，致力于军工电子元器件集团化发展，目前非钽业务发展迅猛，取得显著成效。集团化发展战略已成为新的增长引擎，随着非钽电产品顺利拓展，公司长期发展空间广阔。
- **投资建议：**受国内疫情反复及产业链中下游库存消化能力受限等多重因素影响，公司元器件业务发展低于预期，我们下调公司盈利预测，预计公司 2022-2024 年收入分别为 22.46/25.28/27.65 亿元（前值为 2021-2023 年 20.84/27.73/35.09 亿元），归母净利润分别为 8.83/9.82/10.57 亿元（前值为 2021-2023 年 8.80/11.79/15.01 亿元），对应 PE 分别为 21/19/18 倍，下调至“增持”评级。
- **风险提示：**军品订单不及预期；产品交付不及预期；盈利预测不及预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,243	933	1,647	2,579	营业收入	2,000	2,246	2,528	2,765
应收票据	1,003	1,235	1,360	1,479	营业成本	626	691	779	840
应收账款	800	1,190	1,274	1,316	税金及附加	21	26	28	32
预付账款	31	35	43	48	销售费用	172	187	208	230
存货	829	910	1,021	1,115	管理费用	101	106	119	131
合同资产	0	0	0	0	研发费用	125	143	173	217
其他流动资产	109	189	188	185	财务费用	-1	-23	-21	-23
流动资产合计	4,015	4,491	5,533	6,721	信用减值损失	-12	-20	-20	-20
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-5	-9	-8	-8
长期股权投资	41	13	16	19	公允价值变动收益	3	1	1	2
固定资产	346	582	677	742	投资收益	-2	-2	-2	-2
在建工程	303	403	553	623	其他收益	110	50	50	50
无形资产	34	40	48	52	营业利润	1,051	1,136	1,263	1,360
其他非流动资产	169	116	130	148	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	893	1,154	1,425	1,585	营业外支出	1	0	0	0
资产合计	4,908	5,645	6,957	8,306	利润总额	1,050	1,136	1,263	1,360
短期借款	15	97	226	335	所得税	159	172	191	206
应付票据	64	21	29	40	净利润	891	964	1,072	1,154
应付账款	321	207	236	257	少数股东损益	75	81	90	97
预收款项	0	16	15	9	归属母公司净利润	816	883	982	1,057
合同负债	41	40	46	50	NOPLAT	890	944	1,054	1,134
其他应付款	2	1	2	2	EPS (按最新股本摊薄)	1.98	2.14	2.38	2.57
一年内到期的非流动负债	1	0	0	0					
其他流动负债	168	139	168	180					
流动负债合计	612	521	722	872	主要财务比率				
长期借款	0	50	100	150	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	274	127	155	187	营业收入增长率	42.8%	12.3%	12.5%	9.4%
非流动负债合计	274	177	255	337	EBIT增长率	70.7%	6.1%	11.6%	7.6%
负债合计	887	698	977	1,210	归母公司净利润增长率	68.7%	8.2%	11.2%	7.7%
归属母公司所有者权益	3,862	4,707	5,651	6,670	获利能力				
少数股东权益	159	240	330	426	毛利率	68.7%	69.2%	69.2%	69.6%
所有者权益合计	4,021	4,947	5,980	7,096	净利率	44.5%	42.9%	42.4%	41.7%
负债和股东权益	4,908	5,645	6,957	8,306	ROE	20.3%	17.8%	16.4%	14.9%
					ROIC	25.8%	21.9%	19.7%	17.6%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	18.1%	12.4%	14.0%	14.6%
					债务权益比	7.2%	5.5%	8.0%	9.5%
					流动比率	6.6	8.6	7.7	7.7
					速动比率	5.2	6.9	6.2	6.4
					营运能力				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.3
经营活动现金流	526	78	929	1,070	应收账款周转天数	131	159	175	169
现金收益	957	1,024	1,186	1,288	应付账款周转天数	191	138	102	106
存货影响	-256	-81	-111	-94	存货周转天数	403	453	446	457
经营性应收影响	-368	-615	-210	-158	每股指标 (元)				
经营性应付影响	37	-143	37	25	每股收益	1.98	2.14	2.38	2.57
其他影响	156	-106	27	9	每股经营现金流	1.28	0.19	2.26	2.60
投资活动现金流	-406	-356	-405	-315	每股净资产	9.38	11.43	13.72	16.19
资本支出	-235	-425	-389	-296	估值比率				
股权投资	-33	28	-3	-3	P/E	23	21	19	18
其他长期资产变化	-138	41	-13	-16	P/B	5	4	3	3
融资活动现金流	940	-32	190	177	EV/EBITDA	13	12	10	9
借款增加	10	131	180	159					
股利及利息支付	-72	-90	-84	-110					
股东融资	999	0	0	0					
其他影响	3	-73	94	128					

数据来源: 中泰证券研究所, wind

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。