

## 被动元件行业周期企稳回升，Q4 经营情况略有改善

证券研究报告

2023 年 01 月 19 日

## 风华高科 (000636.SZ) 22 年业绩预告点评

## 核心结论

事件：公司发布 22 年业绩预告，全年实现归母净利润 2.78-3.60 亿元，同比-62%~71%；扣非净利润 0.57-0.74 亿元，同比-90.5%~92.7%。

全年业绩低于预期。分季度看，预计公司 22Q4 实现归母净利润-0.35~0.47 亿元，22Q3 为-0.55 亿元；预计 22Q4 扣非归母净利润为-0.78~-0.61 亿元，22Q3 为-0.66 亿元。由于 Q3 有汇兑收益，Q4 实际经营情况略有改善。

被动元件（阻容感）行业周期于 22Q4 企稳回升，公司营运指标有所提升。MLCC 行业于 21Q2 进入下行周期，22Q3-22Q4 经销商、代理商及原厂陆续完成去库，行业于 22Q4 迎来补库需求，渠道价格持续反弹、已于年底结束倒挂。随着 Q4 需求环比改善，公司产能利用率较 Q3 有所提升。随着下游消费电子、家电、工业等领域需求持续改善，公司盈利能力有望持续改善。

MLCC 国产替代空间广阔，被动元件龙头有望持续收益。1) 据 Paumnaok, 19 年全球 MLCC 行业规模为 121 亿美元，行业 CAGR 达 7.08%。国内 MLCC 厂商份额较低，19 年日本厂商全球份额合计过半；三星电机份额 21%，仅次于村田；国内份额较低，据我们测算，22 年风华全球份额仅约 1%。公司于 20 年开始着手祥和工业园高端电容基地建设，21 年底完成一期项目达产，实现新增产能 50 亿只。随着行业需求逐步复苏，公司后续将推进二、三期项目建设。车规级产品方面，公司于 2022 年实现车规级 MLCC 量产销售，后续将推进高容产品量产。2) 电阻：根据中国电子元件行业协会数据，20 年全球电阻市场规模 216 亿元，主要被台系厂商垄断。公司是国内电阻领域龙头，产能规模达 650 亿只/月，仅次于国巨，未来将持续转化为销售收入。

盈利预测：随着 23-24 年下游终端需求逐步恢复，叠加 MLCC 国产替代进程不断推进，预计 22-24 年公司归母净利润分别为 3.07、4.35、8.33 亿元，分别同比-67.5%、41.8%、91.5%，维持“买入”评级。

风险提示：下游终端需求复苏不及预期；行业竞争格局恶化风险等。

## 核心数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,332	5,055	3,939	5,055	6,695
增长率	31.5%	16.7%	-22.1%	28.3%	32.4%
归母净利润 (百万元)	396	943	307	435	833
增长率	24.9%	138.1%	-67.5%	41.8%	91.5%
每股收益 (EPS)	0.34	0.82	0.27	0.38	0.72
市盈率 (P/E)	52.6	22.1	67.9	47.9	25.0
市净率 (P/B)	2.7	2.3	2.9	2.8	2.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级	买入
股票代码	000636.SZ
前次评级	买入
评级变动	维持
当前价格	18.01

## 近一年股价走势



## 分析师

单慧伟 S0800522120001  
18616338670  
shanhuiwei@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

风华高科：周期底部已现，静待需求复苏 — 风华高科 (000636.SZ) 22Q3 业绩点评 2022-10-31

风华高科：短期需求承压，Q1 业绩符合预期 — 风华高科 (000636.SZ) 22Q1 业绩点评 2022-05-06

风华高科：Q3 扣非净利润环比下滑，符合市场预期 — 风华高科 (000636.SZ) 三季度点评 2021-11-01

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2,014	1,207	1,580	1,600	1,462	营业收入	4,332	5,055	3,939	5,055	6,695
应收款项	979	956	708	902	1,186	营业成本	3,048	3,442	3,242	3,845	4,724
存货净额	508	858	674	879	1,031	营业税金及附加	35	33	30	37	49
其他流动资产	460	443	421	441	435	销售费用	61	80	71	61	80
<b>流动资产合计</b>	<b>3,960</b>	<b>3,463</b>	<b>3,383</b>	<b>3,822</b>	<b>4,114</b>	管理费用	559	647	500	617	803
固定资产及在建工程	2,992	5,063	5,099	6,325	7,764	财务费用	(37)	(23)	(100)	54	98
长期股权投资	589	640	602	610	617	其他费用/(-收入)	(67)	(211)	(253)	(138)	(108)
无形资产	244	227	256	300	316	<b>营业利润</b>	<b>733</b>	<b>1,088</b>	<b>448</b>	<b>580</b>	<b>1,048</b>
其他非流动资产	994	1,434	976	1,082	1,141	营业外净收支	(229)	(9)	(83)	(58)	(66)
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,819</b>	<b>7,364</b>	<b>6,933</b>	<b>8,317</b>	<b>9,839</b>	<b>利润总额</b>	<b>504</b>	<b>1,079</b>	<b>365</b>	<b>522</b>	<b>982</b>
<b>资产总计</b>	<b>8,779</b>	<b>10,828</b>	<b>10,316</b>	<b>12,138</b>	<b>13,953</b>	所得税费用	94	128	51	78	133
短期借款	505	643	317	1,340	1,979	<b>净利润</b>	<b>410</b>	<b>951</b>	<b>314</b>	<b>445</b>	<b>848</b>
应付款项	1,368	1,802	1,552	1,859	2,308	少数股东损益	14	8	7	10	15
其他流动负债	341	260	200	267	242	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>396</b>	<b>943</b>	<b>307</b>	<b>435</b>	<b>833</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,214</b>	<b>2,704</b>	<b>2,069</b>	<b>3,466</b>	<b>4,529</b>	<b>财务指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款及应付债券	0	487	487	487	487	<b>盈利能力</b>					
其他长期负债	502	556	430	496	494	ROE	6.9%	14.6%	4.3%	5.9%	10.5%
<b>长期负债合计</b>	<b>502</b>	<b>1,043</b>	<b>917</b>	<b>983</b>	<b>981</b>	毛利率	29.7%	31.9%	17.7%	23.9%	29.4%
<b>负债合计</b>	<b>2,717</b>	<b>3,747</b>	<b>2,986</b>	<b>4,449</b>	<b>5,510</b>	营业利润率	16.9%	21.5%	11.4%	11.5%	15.6%
股本	895	895	1,157	1,157	1,157	销售净利率	9.5%	18.8%	8.0%	8.8%	12.7%
股东权益	6,062	7,080	7,330	7,690	8,443	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,779</b>	<b>10,828</b>	<b>10,316</b>	<b>12,138</b>	<b>13,953</b>	营业收入增长率	31.5%	16.7%	-22.1%	28.3%	32.4%
						营业利润增长率	97.6%	48.4%	-58.8%	29.5%	80.5%
						归母净利润增长率	24.9%	138.1%	-67.5%	41.8%	91.5%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	30.9%	34.6%	28.9%	36.6%	39.5%
						流动比	1.79	1.28	1.64	1.10	0.91
						速动比	1.56	0.96	1.31	0.85	0.68
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	0.34	0.82	0.27	0.38	0.72
						BVPS	5.17	6.01	6.22	6.52	7.16
						<b>估值</b>					
						P/E	52.6	22.1	67.9	47.9	25.0
						P/B	2.7	2.3	2.9	2.8	2.5
						P/S	4.8	4.1	5.3	4.1	3.1

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

## 西部证券—投资评级说明

行业评级	<b>超配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	<b>中配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	<b>低配:</b> 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	<b>买入:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	<b>增持:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	<b>中性:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	<b>卖出:</b> 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。