

2022年08月23日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

宏达电子 (300726)

二季度创单季营收、净利润历史最高，非钽电容业务增长强劲

投资评级 **买入**
维持

2022年08月23日

收盘价(元): 55.59

目标价(元): 70.02

报告摘要

● **事件:** 8月19日, 公司发布2022半年度报告, 报告期内, 公司实现营业收入11.03亿元(+19.51%); 归母净利润4.50亿元(+12.68%); 扣非归母净利润为4.18亿元(+16.57%)。毛利率69.69%(-0.27pcts), 净利率44.85%(-2.07pcts)。同时, 公司二季度营业收入6.74亿元同比增长24.00%, 环比增长56.98%。归母净利润2.74亿元, 同比增长20.16%, 环比增长56.37%。

投资要点:

● **二季度单季营收、净利润历史最高, 非钽电容业务增长稳定**

2022H1, 公司营业收入与归母净利润整体增长平稳。同时, 公司二季度营业收入6.74亿元同比增长24.00%, 环比增长56.98%。归母净利润2.74亿元, 同比增长20.16%, 环比增长56.37%。公司二季度营业收入与净利润均为历史单季最高。同时, 公司利润率**维持相对稳定**, 毛利率69.69%(-0.27pcts), 净利率44.85%(-2.07pcts), 公司整体利润水平并未随电子元器件产品的大规模量产出现明显降低。

从产品上来看:

公司基本数据

总股本(百万股)	411.84
总市值(百万)	22,894.18
流通股本(百万股)	213.57
流通市值(百万)	11,872.48
12月最高/最低价(元)	101.85/45.25
资产负债率(%)	17.75
每股净资产(元)	9.85
市盈率(TTM)	26.41
市净率(PB)	5.64
净资产收益率(%)	11.09

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

公司高可靠产品增长稳定，收入同比增长 27.42%，占公司报告期内总收入的 90.87%。同时公司主营钽电容业务收入增长稳定，占公司总收入的 57%，同比增长 12.25%。公司是国内高可靠钽电容器生产领域的领先企业，高能钽混合电容器、高分子钽电容器等产品在国内属于领先地位。公司拥有高能混合钽电容器生产线、非固体电解质钽电容器生产线、片式固体电解质钽电容器生产线、固体电解质钽电容器生产线，同时公司客户目前基本覆盖所有高可靠钽电容使用客户。

从公司半年报情况来看，公司非钽电容业务增速较快，非钽电容业务收入达到公司总收入的 43%，同比增速达到 30.71%，相较钽电容业务同比增速 12.25% 增速更高。公司开发的非钽电容业务以立足于解决所涉及领域电子元器件及微电路模块国产化替代难题，为用户提供高可靠高性能电子元器件、微电路模块及集成解决方案，产品均为技术国内首创或国内领先，有的则是完全替代进口。

从公司半年报披露的子公司营业情况来看，公司主要经营非钽电容类产品的主要子公司经营情况良好，多个子公司的营业收入与净利润同比增速超过公司合并报表口径增速。其中主营电感器等相关磁性材料元器件的株洲宏达磁电科技有限公司的营业收入与净利润同比增速分别达到 44.42% 与 61.53%。随着公司进入项目及型号的数量不断增多，公司非钽电容产品规模将持续扩大，成为公司成长的新动力。

公司名称	持股	主要业务	总资产(万元)	营业收入(万元)	同比	净利润(万元)	同比
湖南冠陶	71%	陶瓷电容器	22112.34	7586.23	33.45%	4139.48	38.01%
株洲宏达磁电	50.45%	电感器等相关磁性材料电子元器件	11287.79	4720.79	44.42%	2616.82	61.53%
湖南宏微	59%	混合集成电路、微封装器件、电路模块等	25406.55	10581.14	33.16%	1064.33	-44.45%
株洲宏达恒芯	56%	单层陶瓷电容、薄膜集成电路	8105.91	4305.13	16.93%	1537.11	23.16%

● **销售费用减少 46.78%，公司研发投入增长 70.26%**

费用方面，2022H1，公司销售费用 4417.51 万元（-46.78%），主要是报告期内项目奖金减少所致。费用率上除销售费用率 4.01%（-4.99pcts）外，管理费用率 5.11（-0.27pcts）、财务费用率-0.24%（-0.01pcts）基本维持平稳。

公司半年报报告期内研发投入 8056.47 万元（+70.26%），主要是研发项目及研发投入增加所致。从公司披露的报告期内研发情况来看，公司共开展了 37 项科研项目，其中政府及合作项目 31 项，自筹项目 6 项。

从公司披露的报告期新产品情况来看非钽电容业务的新产品相对较多，主要包括了光电耦合器，控制器、高压大容量系列高分子铝电容器、低噪声放大器与数控衰减器等有源类 MMIC 芯片，LTCC 基板、HTCC 陶瓷管壳、DPC 类陶瓷管壳等产品。

现金流方面，2022H1 公司现金及现金等价物净增加额-9.41 亿元，较 2021H1 减少 9.93 亿元，主要是报告期内投资活动及筹资活动现金流出增加所致。其中经营活动产生的现金流净额 1.15 亿元（-52.24%），主要是是报告期内支付的各项税款及材料款增加所致；投资活动产生的现金流量净额-7.97 亿元（-588.24%）大幅下降，主要是报告期内购买银行理财产品增加所致；筹资活动产生的现金流量净额-2.59 亿元（-253.12%）大幅下降，

主要是报告期内分配 2021 年度现金红利所致。

其他财务数据方面，2022H1，公司应收账款及应收票据规模 20.90 亿元，较去年年末增长 15.90%，创下上市以来历史最高。同时信用减值损失 1550.90 万元，去年同期 282.32 万元，增速明显。考虑到公司应收账款对象多为大型高可靠集团下属单位且集中度相对分散，应收账款前五名金额占比 16.34%。我们预计该类应收账款形成坏账的可能性相对较低，但需注意应收账款与票据对公司带来的资金压力。

- **短期来看下游库存消化能力受限，但中长期订单承压不大**

公司主营的元器件、模块及其他各类产品广泛应用于盖车辆、飞行器、船舶、雷达、电子等系统工程和装备上。今年以来，公司下游客户受到国内疫情的反复、俄乌冲突爆发对全球经济环境造成的影响，2022Q2 我国多地受到疫情影响导致物流、下游客户可能存在生产滞后的情况，产业链中下游库存消化能力受限。报告期内销售费用受项目奖金减少影响降低 46.78%、公司存货 9.88 亿元 (+19.26%) 等数据也可以一定程度上反应出下游客户对元器件库存消化能力受限。但长期来看，高可靠电子元器件产业壁垒仍然存在，高可靠电子元器件虽然单价低，但仍然是“多品种、小批量”，造成了虽然同为电容、连接器等，但与民品的行业特点和规律迥异，新玩家难以做到同质同价及时交付还能稳定盈利。此次下游对元器件库存消化能力受限一定程度上提供了对于公司这类在高可靠元器件领域经营多年的企业进一步巩固其护城河的机会。

同时，我们认为，长期来看整个“十四五”期间公司下游客户伴随装备信息化、智能化、国产化等三个因素的支撑仍有较为明确的需求。同时伴

随着近期国际形势紧张，地缘冲突加剧，我们认为在高可靠元器件领域“自主可控”的趋势已然确立。中长期来看下游客户的需求明确，公司主营的高可靠元器件产品需求侧整体承压不大。

➤ **投资建议：**

公司作为高可靠钽电容领军企业，近年来非钽电容业务成为增长新动力。从利润端来看，2022Q2 单季净利润为历史最高，同时公司利润率基本维持平稳。公司报告期内主营非钽电容业务主要子公司数据整体呈现增长趋势，多项非钽电容业务公司完成新产品研发。对公司及公司所处行业来看，我们认为，短期下游对元器件库存消化能力受限，但中长期来看“十四五”期间下游客户需求明确，行业壁垒依然存在，中长期订单承压不大。

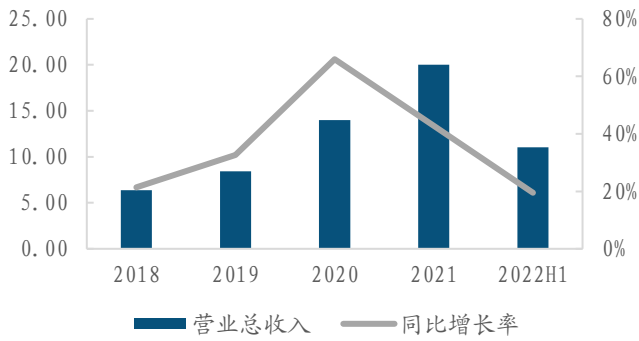
基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 归母净利润分别为 10.16 亿元、12.52 亿元和 15.32 亿元，EPS 分别为 2.47 元、3.04 元和 3.72 元，对应。基于公司所处行业地位及产品发展前景，我们维持“买入”评级，目标价 70.02 元/股，分别对应 2022-2024 年 PE28.3、23.0、18.8 倍。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	14.01	20.00	26.25	33.25	41.00
增长率 (%)	65.97	42.79	31.25	26.64	23.32
归母净利润 (亿元)	4.84	8.16	10.16	12.52	15.32
增长率 (%)	34.53	68.68	24.50	23.24	22.35
毛利率 (%)	69.15	68.73	68.21	67.03	66.94
每股收益	1.17	1.98	2.47	3.04	3.72
市盈率 PE	48.05	29.3	23.6	19.1	15.6
市净率 PB	10.55	6.0	4.9	4.0	3.2
净资产收益率 ROE (%)	24.01	22.15	20.61	20.71	20.67

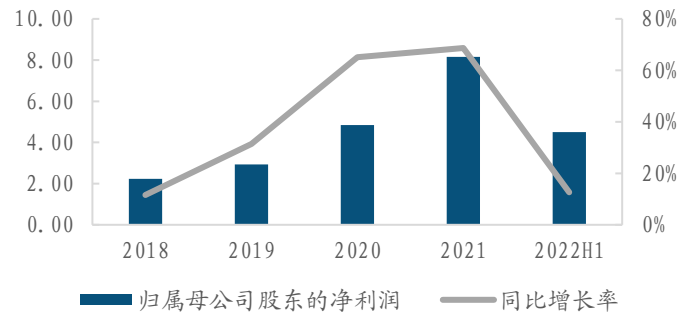
资料来源：wind，中航证券研究所

图1 2018-2022H1 营业总收入及增速 (单位：亿元，%)

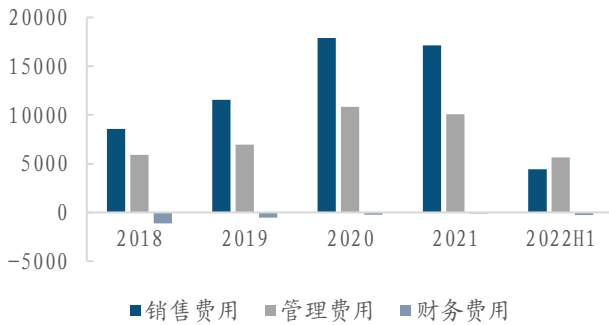
图2 2018-2022H1 归母净利润及增速 (单位：亿元，%)



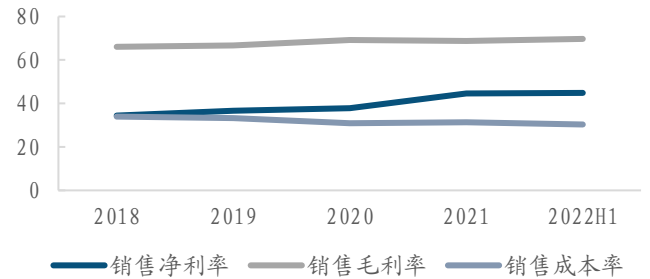
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 2018-2022H1 三费情况 (单位: 万元)


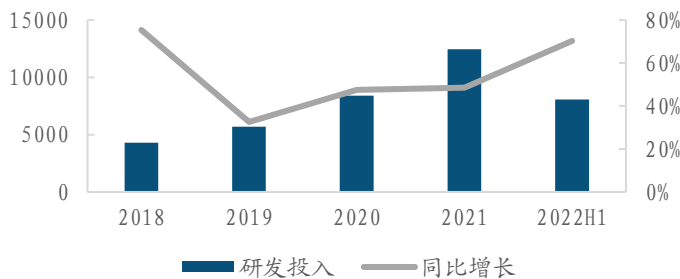
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 2018-2022H1 销售毛利率、净利率、成本率 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 2018-2022H1 研发投入情况 (单位: 万元)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 公司收入解构


资料来源: wind, 中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 亿元, %)

利润表					现金流量表				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	20.00	26.25	33.25	41.00	净利润	8.91	10.16	12.52	15.32
营业成本	6.26	8.35	10.96	13.56	折旧与摊销	0.67	1.39	1.99	2.48
营业税金及附加	0.21	0.16	0.23	0.29	财务费用	-0.01	0.62	0.67	0.71
销售费用	1.72	2.10	2.63	3.14	资产减值损失	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05
管理费用	1.01	3.13	4.07	5.33	经营营运资本变动	-5.56	-7.24	-7.80	-8.48
财务费用	-0.01	0.62	0.67	0.71	其他	1.30	0.01	0.01	0.01
资产减值损失	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	经营性现金流净额	5.26	4.89	7.34	9.99
投资收益	-0.02	0.01	0.01	0.01	资本支出	-1.70	-3.20	-3.25	-2.30
公允价值变动损益	0.03	0.03	0.03	0.03	其他	-2.37	-0.16	-0.16	-0.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-4.06	-3.36	-3.41	-2.46
营业利润	10.51	11.99	14.77	18.07	短期借款	0.10	-0.15	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	10.50	11.98	14.76	18.06	股权融资	9.97	0.00	0.00	0.00
所得税	1.59	1.82	2.24	2.74	支付股利	-0.64	-1.08	-1.34	-1.66
净利润	8.91	10.16	12.52	15.32	其他	-0.03	-0.33	-0.37	-0.41
少数股东损益	0.75	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	9.40	-1.56	-1.71	-2.07
归属母公司股东净利润	8.16	10.16	12.52	15.32	现金流量净额	10.59	-0.03	2.21	5.46

资产负债表					财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	12.43	12.40	14.61	20.07	成长能力				
应收和预付款项	18.58	24.40	30.92	38.13	销售收入增长率	42.79%	31.25%	26.64%	23.32%
存货	8.29	11.06	14.52	17.96	营业利润增长率	70.33%	14.04%	23.22%	22.33%
其他流动资产	0.85	0.95	1.05	1.17	净利润增长率	68.33%	14.06%	23.24%	22.35%
长期股权投资	0.41	0.41	0.41	0.41	EBITDA 增长率	66.55%	25.33%	24.52%	21.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	6.49	8.25	9.45	9.18	毛利率	68.73%	68.21%	67.03%	66.94%
无形资产和开发支出	0.34	0.48	0.65	0.83	三费率	13.56%	22.28%	22.17%	22.38%
其他非流动资产	1.69	1.79	1.90	2.00	净利率	44.53%	38.70%	37.66%	37.37%
资产总计	49.08	59.74	73.50	89.75	ROE	22.15%	20.61%	20.71%	20.67%
短期借款	0.15	0.00	0.00	0.00	ROA	18.15%	17.01%	17.04%	17.07%
应付和预收款项	5.48	7.30	9.55	11.81	ROIC	36.06%	31.95%	30.23%	30.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	55.83%	53.31%	52.42%	51.84%
其他负债	3.23	3.14	3.48	3.81	营运能力				
负债合计	8.87	10.44	13.03	15.62	总资产周转率	0.51	0.48	0.50	0.50
股本	4.12	4.12	4.12	4.12	固定资产周转率	7.15	5.47	4.82	5.29
资本公积	16.50	16.50	16.50	16.50	应收账款周转率	2.74	2.84	2.79	2.76
留存收益	18.00	27.09	38.26	51.93	存货周转率	0.87	0.86	0.86	0.83
归属母公司股东权益	38.62	47.70	58.88	72.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.10%	—	—	—
少数股东权益	1.59	1.59	1.59	1.59	资本结构				
股东权益合计	40.21	49.29	60.47	74.13	资产负债率	18.07%	17.48%	17.73%	17.40%
负债和股东权益合计	49.08	59.74	73.50	89.75	带息债务/总负债	1.69%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.56	6.59	6.31	6.46
					速动比率	5.20	5.10	4.81	4.96
EBITDA	11.17	14.00	17.43	21.26	股利支付率	7.84%	10.63%	10.74%	10.82%
PE	26.75	21.48	17.43	14.25	每股指标				
PB	5.43	4.43	3.61	2.94	每股收益	1.98	2.47	3.04	3.72
PS	10.91	8.31	6.56	5.32	每股净资产	9.76	11.97	14.68	18.00

资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637