

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

买入

核心观点

22年营收同比下滑23.37%，归母净利润同比下滑65.32%。公司22年营收38.74亿元(YoY -23.37%)，归母净利润3.27亿元(YoY -65.32%)，扣非后归母净利润0.60亿元(YoY -92.28%)。公司业绩大幅下滑主要系：1) 国际关系复杂多变，导致宏观经济恢复不及预期等综合因素影响，家电、通讯、消费电子等下游市场需求量价齐跌；2) 公司处于大项目建设期。

4Q22 营收环比提升19%，出现回暖迹象。公司4Q22 营收9.55亿元(YoY -13.17%，QoQ 19.23%)，归母净利润1421.9万元(YoY -77.7%，环比扭亏为盈)，毛利率11.78%(YoY -14.59pct，QoQ +1.6%)。四季度公司的业绩环比出现回升，与下游景气度筑底相符合，根据TTI数据，22年12月部分高压、大容量、大尺寸型号MLCC交期回升，TrendForce统计，12月全球各大MLCC厂商BB值触底，随着市场库存进入正常水位及下游需求复苏，公司业绩有望迎来快速恢复。

非公开发行引入新股东，加速推进体制机制变革。公司通过定增成功引入国投招商、恒阔投资两家持股超5%的战略股东，对部分关键事项决策权限进行了调整，有利于促进公司市场化改革，并对研发体系、供应链体系、营销体系、薪酬激励等制度进行改革，加速市场化变革。

重视研发，积极开拓车规、医疗等高端市场。22年，公司继续加大研发投入，引进关键技术团队2支，专家、顾问24人。公司高端电容、电阻产出占比同比分别提升14%和6%；PIM微型一体成型电感实现量产；高端材料自产化率提升近十个百分点；其他小众产品也实现突破，成功研发出高压耐大纹波盖板产品、铜电极压敏电阻产品等，圆片瓷介电容部分规格达到国际先进同行水平并在核心客户供应链实现国产替代，超级电容器10法拉产品通过国网认证、能量型锂离子产品研发取得关键性技术突破。

投资建议：考虑到下游需求复苏暂不明朗，一季度复苏幅度较弱，竞争环境进一步加剧，我们下调盈利预期至23/24/25年归母净利润同比增长119%/42%/19%至7.16/10.18/12.09亿元，对应PE为28.7/20.24/17.0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。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,055	3,874	4,869	6,012	7,074
(+/-%)	16.7%	-23.4%	25.7%	23.5%	17.6%
净利润(百万元)	943	327	716	1018	1209
(+/-%)	162.9%	-65.3%	118.8%	42.3%	18.7%
每股收益(元)	1.05	0.28	61.86	88.02	104.50
EBIT Margin	16.9%	2.1%	14.0%	16.7%	18.1%
净资产收益率 (ROE)	13.6%	2.8%	6.7%	9.5%	11.2%
市盈率 (PE)	16.9	62.9	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	16.7	47.7	3.3	3.0	3.1
市净率 (PB)	2.29	1.73	0.02	0.02	0.02

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：周靖翔
021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

证券分析师：李梓澎
0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn
S0980522090001

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：叶子
0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

联系人：詹浏洋
010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	16.72元
总市值/流通市值	19345/18032百万元
52周最高价/最低价	19.88/12.70元
近3个月日均成交额	274.66百万元

市场走势

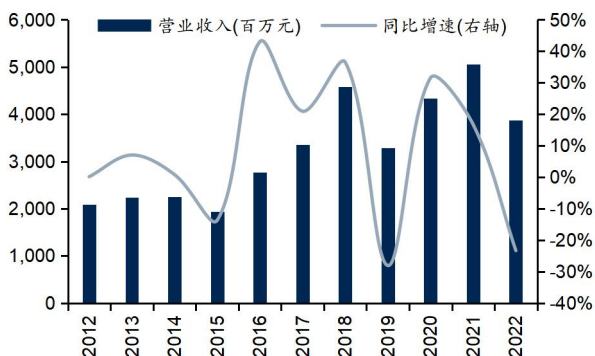


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

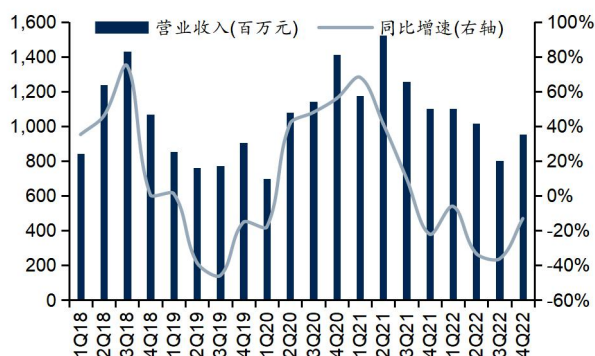
- 《风华高科(000636.SZ)-1Q22业绩承压，被动元件去库存接近尾声》——2022-04-30
- 《风华高科-000636-2021年三季报预告：需求持续旺盛，3Q21业绩高速增长》——2021-10-13
- 《风华高科-000636-公司快评：MLCC龙头紧抓行业景气上行+国产替代机遇》——2021-09-23

图1: 公司营业收入及同比增速



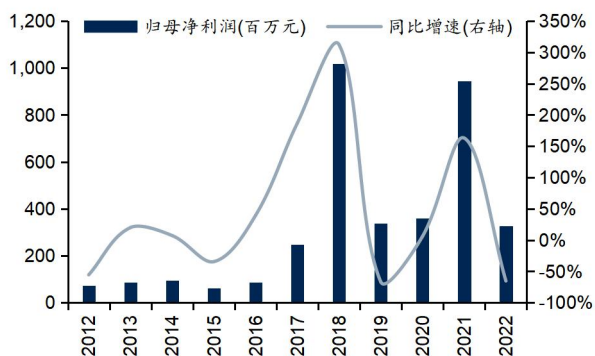
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



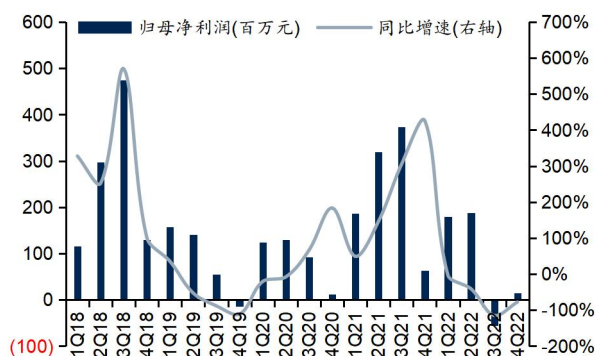
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



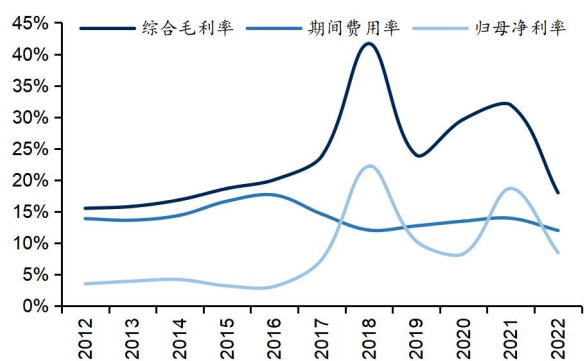
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速



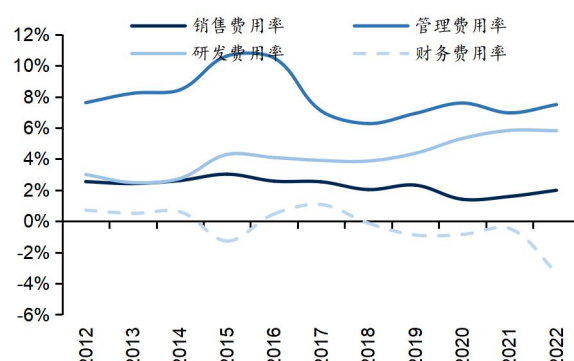
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1207	5359	3163	3142	3787	营业收入	5055	3874	4869	6012	7074
应收款项	939	1440	1809	2235	2629	营业成本	3442	3178	3409	4050	4686
存货净额	858	656	677	783	903	营业税金及附加	33	21	32	37	43
其他流动资产	460	330	384	446	504	销售费用	80	77	110	163	195
流动资产合计	3463	7784	6033	6606	7823	管理费用	352	290	358	418	466
固定资产	5063	5987	6814	7492	7785	研发费用	295	225	278	342	401
无形资产及其他	225	286	274	263	252	财务费用	(23)	(128)	(51)	(4)	31
其他长期资产	1436	1061	1061	1061	1061	投资收益	124	133	102	120	118
长期股权投资	640	699	699	699	699	资产减值及公允价值变动	(32)	(137)	(64)	(86)	(124)
资产总计	10828	15817	14881	16120	17619	其他	119	122	63	63	63
短期借款及交易性金融负债	677	536	573	1403	2471	营业利润	1088	328	833	1102	1309
应付款项	1312	1713	1767	2045	2358	营业外净收支	(9)	20	(73)	(21)	(25)
其他流动负债	716	594	630	737	848	利润总额	1079	347	760	1082	1284
流动负债合计	2704	2844	2970	4185	5678	所得税费用	128	8	17	25	29
长期借款及应付债券	487	624	624	624	624	少数股东损益	8	12	27	39	46
其他长期负债	556	338	374	331	256	归属于母公司净利润	943	327	716	1018	1209
长期负债合计	1043	962	998	955	880	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3747	3806	3968	5140	6558	净利润	951	339	743	1057	1255
少数股东权益	132	143	174	219	273	资产减值准备	32	138	64	86	124
股东权益	6948	11868	10739	10761	10788	折旧摊销	326	429	583	779	912
负债和股东权益总计	10828	15817	14881	16120	17619	公允价值变动损失	0	(0)	(0)	(0)	(0)
关键财务与估值指标						财务费用	27	29	(51)	(4)	31
每股收益	1.05	0.28	61.86	88.02	104.50	营运资本变动	(355)	367	(319)	(252)	(222)
每股红利	0.09	0.28	60.50	86.08	102.20	其它	(347)	(787)	(13)	(82)	(155)
每股净资产	7.76	10.26	928.14	930.07	932.37	经营活动现金流	635	515	1007	1584	1945
ROIC	11%	1%	6%	9%	10%	资本开支	(2206)	(733)	(1399)	(1446)	(1193)
ROE	14%	3%	7%	9%	11%	其它投资现金流	189	131	0	0	0
毛利率	32%	18%	30%	33%	34%	投资活动现金流	(2017)	(603)	(1399)	(1446)	(1193)
EBIT Margin	17%	2%	14%	17%	18%	权益性融资	80	4973	(1145)	0	0
EBITDA Margin	23%	13%	26%	30%	31%	负债净变化	487	137	0	0	0
收入增长	17%	-23%	26%	23%	18%	支付股利、利息	(80)	(320)	(695)	(990)	(1175)
净利润增长率	163%	-65%	119%	42%	19%	其它融资现金流	151	(570)	37	830	1068
资产负债率	36%	25%	28%	33%	39%	融资活动现金流	638	4220	(1804)	(159)	(107)
息率	0.4%	1.6%	3.4%	4.8%	5.7%	现金净变动	(746)	4139	(2196)	(22)	645
P/E	16.9	62.9	0.3	0.2	0.2	货币资金的期初余额	1952	1206	5345	3149	3128
P/B	2.3	1.7	0.0	0.0	0.0	货币资金的期末余额	1206	5345	3149	3128	3773
EV/EBITDA	16.7	47.7	3.3	3.0	3.1	企业自由现金流	(1483)	143	(470)	59	750
						权益自由现金流	(845)	(290)	(383)	893	1787

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：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