

## 风华高科 (000636.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

李明伟  
消费电子、元器件  
行业研究员

2026年6月4日

## 基本信息

所属行业	TMT
当前股价	63.5
总市值	734.70亿
PE-TTM	239.08
PB-MRQ	5.89

## 估值结果

价值	131.66亿
DDM估值 上行空间	-82%
状态	严重高估
价值	124.06亿
动态估值 上行空间	-83%
状态	严重高估

## 四维评级

成长空间	★ ★ ☆ ☆ ☆
盈利趋势	★ ★ ★ ☆ ☆
产业格局	★ ★ ★ ☆ ☆
护城河	★ ★ ★ ☆ ☆

## 核心评级结论

风华高科是国内被动电子元件行业的头部企业，是国内少有的同时具备“阻容感”（电阻、电容、电感）全品类规模产能的被动元件龙头，主打MLCC、片式电阻、电感等核心产品。公司入选国务院国资委创建世界一流专业领军示范企业名单，MLCC与片式电阻均为国家级制造业单项冠军产品。

公司的成长空间中等，公司正全力切入AI服务器（高容MLCC）、新能源汽车（车规级产品）及储能等高增长赛道，产品结构将持续优化，国产替代趋势为公司提供了明确的长期市场空间。公司的盈利趋势较好，随着行业进入涨价周期及公司的高端产品放量，高端MLCC（车规、AI服务器用）毛利率可达30%+，远高于通用产品，盈利趋势向好。公司的产业格局较好，风华高科凭借全品类配套和规模化优势，在国产替代中占据有利位置，产业地位稳固。公司的护城河较深，是国内极少数实现MLCC、电阻、电感三大主业规模化量产的企业，能为客户提供一站式解决方案，客户粘性强。

基于容阻感三大业务需求稳定增长，被动元件涨价背景下盈利能力短期上行，长期保持稳定的假设，根据DDM估值，公司当前处于严重高估状态。

## 我们区别于市场的观点

我们与市场不同的观点在于：市场可能高估了MLCC涨价的整体盈利弹性，低估了“结构性分化”的影响。本轮MLCC涨价主要由AI服务器和车规级等高端需求驱动。风华高科相关高端产品毛利率虽已突破40%，但其高端产品（AI+车规）营收占比在2026年第一季度还不足30%，大部分营收仍来自通用型产品，目前中低端市场压力仍在，价格竞争并未消失，行业整体涨价对公司综合毛利率的拉动作用可能弱于市场预期。

## 风险提示

市场与业务结构风险：若车规级高端产品市场拓展或价格增长不及预期，将直接影响其业绩增长；行业竞争与价格风险：中低端MLCC领域产能过剩，若行业持续打价格战，公司整体毛利率将继续承压。

## 内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 人力资源密集度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	13
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

## 图表目录

图1：预测2026年收入占比 .....	4
图2：预测2026年毛利占比 .....	4
图3：近年公司盈利能力趋势图 .....	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 .....	6
图6：近年股东回报能力趋势图 .....	6
表1：护城河详解表 .....	10
表2：公司整体业绩预测 .....	12
表3：公司分业务业绩预测 .....	12
表4：公司整体及分业务动态估值 .....	13
表5：公司整体及分业务DDM估值 .....	13

## 1. 基本信息

风华高科是国内被动电子元件行业的头部企业，深耕行业四十余年，是国内少有的同时具备“阻容感”（电阻、电容、电感）全品类规模产能的被动元件龙头，主打MLCC、片式电阻、电感等核心产品。公司已经实现从电子材料（瓷粉、电子浆料）到元器件制造的全产业链闭环，具备差异化竞争壁垒，入选国务院国资委创建世界一流专业领军示范企业名单，MLCC与片式电阻均为国家级制造业单项冠军产品。

## 2. 业务介绍

对于风华高科公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

电容：

电容产品以多层片式陶瓷电容（MLCC）为核心，还包括电解电容、超级电容、钽电解电容等，产品服务于家电、通讯、计算机、工控、汽车电子、新能源（新能源汽车、光伏）等多个行业。上游原材料为电极、电解液等原材料厂家，公司制作成电容器产品后，将产品交付给下游客户与渠道商，我们对该业务的市场界定为全球电容市场。

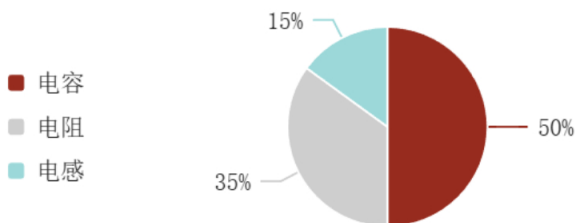
电阻：

电阻产品包括厚膜电阻、薄膜电阻、合金电阻、热敏电阻、压敏电阻等，广泛应用于各种电子设备，产品服务于家电、通讯、计算机、工控、汽车电子、新能源（新能源汽车、光伏）等多个行业。上游原材料为基板、电阻液等原材料厂家，公司制作成电阻器产品后，将产品交付给下游客户与渠道商，我们对该业务的市场界定为全球电阻市场。

电感：

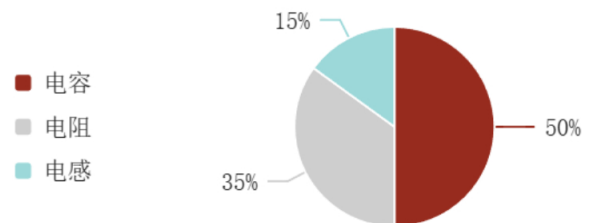
电感产品涵盖贴片电感、贴片磁珠、贴片功率电感等，广泛应用于各种电子设备，产品服务于家电、通讯、计算机、工控、汽车电子、新能源（新能源汽车、光伏）等多个行业。上游原材料为磁性材料、线圈等原材料厂家，公司制作成电感产品后，将产品交付给下游客户与渠道商，我们对该业务的市场界定为全球电感市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

### 3. 商业模式

公司主业为电子元器件产品的研发与销售，资产强度高、研发强度、人力资源密集度为较高。

#### 3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司的资产强度高，公司2025年包含固定资产、在建工程在内的长期经营资产为61.7亿，占总资产的比例为48%，主要由于公司业务以元器件研发和制造为主，产线投资较多，资产强度高。

#### 3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司的研发强度较高，公司2025年研发费用3.47亿元，研发费用率5.14%，单位收入研发费用0.0514元，主要由于公司产品下游应用场景中手机、耳机、家电等更新换代较快，公司需要配套下游客户做每一代产品的研发测试。

#### 3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

公司为传统的电子元器件制造厂，截至2025年底，公司在职工工约为9182人，其中生产人员占比73.7%，技术人员占比17.4%。公司的平均人员薪酬为15.7万元，单位收入薪酬为0.214元，公司人员薪酬占营业收入比例较高，人力资源密集度较高。

### 4. 历史经营绩效

风华高科过去五年的发展轨迹清晰地反映了电子元器件行业的强周期性。公司展现了在逆境中稳住基本盘、并成功开拓高成长新市场的能力，营收成长性得以维持。在低谷期其盈利能力的稳定性和成长质量仍是核心挑战，公司通过高端化转型和成本控制来应对。公司财务根基扎实（低负债、高资产质量），但营运效率有待提升。股东回报随业绩波动，市场对其长期转型价值抱有期待。

#### 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史盈利能力与MLCC行业周期高度绑定，2021年消费电子需求爆发，盈利达历史高点，2022-2023年因行业价格战和成本压力大幅下滑。2024年随行业复苏及公司降本增效逐渐修复，2025年为新一轮周期起点，营收创新高，但原材料涨价、折旧增加、汇率波动导致“增收不增利”。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



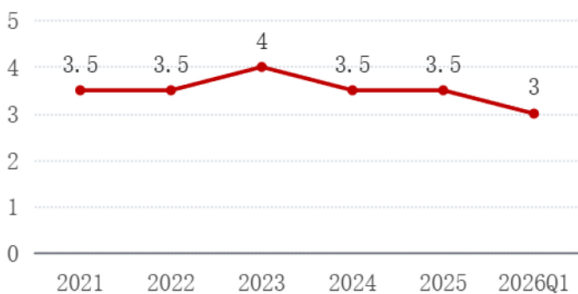
数据来源：公司财报，壹评级

2021年行业超级景气，MLCC价格暴涨，产能利用率100%+；2022-2023年消费电子需求崩盘，MLCC价格战激烈，产能利用率下滑；2024年行业库存周期见底，需求回暖，高端产品贡献提升；2026年开始MLCC涨价周期启动，高端产品占比提升，盈利能力持续改善。

## 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

历史业务控制力保持在高位，MLCC与片式电阻月产能均居全球前列，稼动率主动拉升至80%-90%的高位，抢占市场占有率；公司从电子粉体、电子浆料到元件制造全流程自主，核心材料自给率达50%+，成本较外购低10%-15%；资产负债率长期保持在25%以下，远低于行业平均水平，无重大偿债压力；经营现金流持续为正，2021-2025年累计达23.84亿元，为产能扩张提供坚实支撑。

## 4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

现金分红力度与年度利润高度相关。2021年（利润高点）每10股派3元，2022-2023年利润下滑后降至1.16元和1元，2024年利润恢复后派1.5元，2025年利润下滑后派1元。2025年分红总额占净利润的40.50%。股东回报与行业周期高度相关，2021年为回报巅峰，2023年为低谷，2024-2025年逐步恢复，尽管净利润波动剧烈，公司始终保持40%以上的分红率，彰显对股东的回报承诺。

## 5. 四维评级

公司的成长空间中等，公司正全力切入AI服务器（高容MLCC）、新能源汽车（车规级产品）及储能等高增长赛道，产品结构将持续优化，国产替代趋势为公司提供了明确的长期市场空间。公司的盈利趋势较好，随着行业进入涨价周期及公司的高端产品放量，高端MLCC（车规、AI服务器用）毛利率可达30%+，远高于通用产品，盈利趋势向好。公司的产业格局较好，风华高科凭借全品类配套和规模化优势，在国产替代中占据有利位置，产业地位稳固。公司的护城河较深，是国内极少数实现MLCC、电阻、电感三大主业规模化量产的企业，能为客户提供一站式解决方案，客户粘性强。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

风华高科的三大核心业务均面临相似的逻辑：一方面，受益于AI算力、汽车电子等新兴市场的强劲需求和国产替代的历史机遇，具备明确的成长潜力；另一方面，又受制于高端市场被海外巨头主导、自身高端产品占比仍需提升、市场竞争激烈以及技术突破与客户认证的周期性等因素。因此，无论是整体还是分业务看，其未来成长空间均被界定为中等。公司的成长性将高度依赖于高端产能爬坡速度、产品认证进展及市场开拓成效。

#### 电容(2.5星):

电容业务以MLCC为主，AI服务器MLCC用量较传统服务器增长约100%，新能源汽车MLCC单车用量是传统燃油车的6倍以上，AI+车规双轮驱动，为公司打开了明确的增量市场。国产替代加速：国内MLCC国产化率从2020年10%提升至2025年25%，公司作为国内龙头受益，但高端市场仍被村田、三星等日系垄断，国产替代节奏受限，且通用型MLCC领域产能逐步过剩，价格竞争激烈，可能侵蚀整体利润。公司增速有望高于行业平均水平，未来5年业务增速在10%附近。

#### 电阻(2.5星):

片式电阻器产能国内第一、全球前三，国内市占率超过43%，规模优势明显；公司正重点布局01005超微型电阻、合金电阻及车规级高端电阻，并投资建设智能化高端电阻生产基地，向高附加值领域转型；片式电阻行业迎来国产化替代黄金机遇期，公司作为“链主”企业有望受益。但是电阻行业技术壁垒相对MLCC较低，市场竞争更为充分，价格压力较大。车规级、合金电阻等高端产品的市场开拓和产能释放需要时间，短期对整体营收和利润的拉动作用有限。公司增速有望高于行业平均水平，未来5年业务增速在5-10%附近。

#### 电感(2.5星):

电感在AI服务器（需大电流、高功率密度电感）、新能源汽车（电驱、BMS、OBC等）中的用量显著增长，市场空间快速打开。公司已实现0402超微型磁珠电感量产，热压型TLVR电感获头部客户认可，车规级155℃模压电感实现批量供货，技术处于国内前列，同时产能持续扩张，公司正进行电感技改扩产项目，产能释放后将支撑业务增长，电感整体市场规模小于MLCC和电阻，作为公司新兴业务，基数尚小，未来5年业务增速在5-10%附近。

## 5.2 盈利趋势



风华高科的盈利改善并非短期波动，而是基于行业景气周期上行、公司产品结构向高端跃迁、以及成本控制能力增强的三重驱动。电容业务将充分享受量价齐升的最大弹性；电阻业务通过高端化实现稳健增长；电感业务则凭借需求爆发和产品突破打开全新增长空间。尽管仍需关注原材料价格波动及行业竞争等风险，但公司各业务线的盈利趋势均已呈现向好态势。

### 电容(3.5星):

电容业务（MLCC）盈利弹性最大，趋势明确向好。MLCC是公司核心业务（营收占比约40%），直接受益于本轮以AI服务器和新能源汽车驱动的高端结构性涨价潮。公司已对相关产品进行调价。在日韩巨头产能优先保障高端应用的背景下，公司作为国内MLCC龙头，正加速切入国内AI算力和新能源汽车供应链，享受国产替代红利，整体毛利率有望持续改善。

### 电阻(3星):

电阻业务盈利稳健增长，结构优化助力。电阻行业同样受益于电子元器件整体景气度回升，且公司在车规级等高端领域持续突破，盈利趋势向好。片式电阻器产能国内第一，市占率超43%，规模效应和稳定的现金流为MLCC扩产提供支撑。公司正投资建设智能化高端电阻基地，重点扩产01005超微型电阻、合金电阻、车规级电阻等高附加值产品。这些产品毛利率更高，随着产能释放和客户导入，将驱动电阻业务盈利能力上行。

### 电感(3星):

电感业务为第二增长曲线，盈利增长潜力大。电感是AI服务器（单机用量是普通服务器的数倍）和新能源汽车（单车用量超千颗）的核心元件，市场需求高速增长。公司已量产0402超微型磁珠电感，热压型TLVR电感获头部客户认可，车规级155℃模压电感实现批量供货，技术处于国内前列。这些高端电感价值量是普通产品的数倍，随着AI算力和汽车电子需求持续爆发，该业务有望成为公司重要的利润增长点。

## 5.3 产业格局



风华高科所处的被动元件产业正迎来“需求结构性升级”与“供应链国产化”的双重利好格局。公司在电容领域凭借高端产能释放，正加速抢占被日韩垄断的高端市场；在电阻领域依托“单项冠军”的规模和技术优势，持续向高端化迈进；在电感领域则以领先的技术产品，卡位AI和汽车电子的增长赛道。三大业务线均呈现出“市场有空间、竞争有壁垒、公司有地位”的较好产业格局。

### 电容(3星):

电容业务(MLCC)格局优化,国产替代空间广阔。全球MLCC市场CR5高达77.3%,高端市场(尤其是AI服务器和车规级)长期被村田、三星电机等日韩巨头垄断。这为风华高科等国内龙头提供了明确的国产替代空间。据测算,若替代2025年进口MLCC数量的50%,市场规模将高达1.28万亿只。公司总投资52.72亿元的祥和工业园高端电容基地已于2025年底全面竣工,2026年4月正式投产,新增高端MLCC产能150亿只/月。该产能聚焦于AI服务器、新能源汽车等高端领域,产品参数对标日韩一线品牌。公司高端MLCC已成功批量导入国内AI服务器头部客户,车规级产品也已通过多家新能源车企认证并实现批量应用,未来国产替代空间广阔。

### 电阻(3星):

电阻业务地位稳固,高端化构筑新壁垒。风华高科片式电阻器是国家工信部认定的“制造业单项冠军产品”,月产能超800亿只,规模国内第一、全球前三。这为其提供了强大的规模优势和成本控制能力。公司近期投资4.3亿元建设智能化高端电阻生产基地,重点扩产01005超微型电阻、合金电阻、车规级电阻等高附加值产品。项目建成后,将进一步巩固其“链主”地位,并加速高端片阻的国产化替代进程。

### 电感(3星):

电感国产三强分立,风华依托全品类差异化突围,顺络(一体成型电感龙头)、风华(全品类阻容感协同)、麦捷,三家合计占据国内电感出货31.5%;风华凭借阻容一站式配套优势,在家电、工业、整车整机厂供应链优势独一档,客户采购成本更低,替代速度快于单一电感厂商。公司电感产品已成功切入AI、新能源汽车等新兴赛道,2025年相关产品销售额实现同比翻倍增长,并已进入全球头部供应链。

## 5.4 护城河



公司的护城河宽度一般,主要由于被动元件行业技术迭代快,且中低端市场同质化竞争激烈。风华高科在高端领域(如车规级、AI服务器用MLCC)仍处于追赶日韩巨头的阶段,技术差距和品牌溢价是客观存在的短板。公司的护城河持续性较高,在供应链安全与自主可控的国家战略下,公司作为国内龙头,将持续受益于客户供应链的国产化导入,具备较强的韧性和长期维持能力。

表1: 护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
电容	(1星)业务经壹评级调整过的超额ROE为-2.8%，超额ROIC为-2.8%，整体超额收益率为负，主要由于在高端MLCC市场，公司的产品性能、良率与村田、三星电机等巨头仍有差距，品牌认可度和客户粘性需时间积累。中低端市场则面临国内众多厂商的价格竞争。	(4.5星)公司的护城河为规模优势、技术优势，各自占比约二分之一，超额收益率未来5年与10年预计保持提升。主要由于公司已通过国内车规级、AI服务器客户的认证并批量供货，这种先发优势和信任关系一旦建立，便具有很高的持续性。在关键瓷粉、浆料上实现突破，降低了供应链风险，提升了成本可控性和技术独立性，技术优势、规模优势预计将会保持提升。
电阻	(1星)业务经壹评级调整过的超额ROE为-2.8%，超额ROIC为-2.9%，整体超额收益率为负，主要由于片式电阻器技术相对成熟，差异化难度低于MLCC，市场竞争充分，价格敏感度高。	(4.5星)公司的护城河为规模优势、技术优势，各自占比约二分之一，超额收益率未来5年与10年预计保持提升。主要由于公司车规高压电阻完成AEC认证，批量配套国内自主品牌车企，整车供应链绑定后合作周期长达5~10年；自研电阻专用电子浆料，摆脱对外购浆料依赖，数十年工艺积累形成稳定成本优势，新进厂商短期无法实现浆料自产。国内中小电阻厂持续受原材料、环保、成本压力淘汰，行业资源持续向风华集中，本土龙头地位长期稳固。
电感	(1星)业务经壹评级调整过的超额ROE为-2.7%，超额ROIC为-2.8%，整体超额收益率为负，主要由于公司作为后进入者，公司在电感市场的整体份额和品牌影响力相较于MLCC和电阻业务较小，面临如顺络电子等国内同行的竞争。	(4.5星)公司的护城河为规模优势、技术优势，各自占比约二分之一，超额收益率未来5年与10年预计保持提升。主要由于公司在热压型TLVR电感（用于AI服务器）、车规级155℃模压电感等前沿产品上实现技术突破并量产，抢占了高增长赛道的技术制高点。产品直接服务于AI算力和新能源汽车这两大确定性最强的增量市场，需求的持续爆发为公司的技术积累和客户导入提供了长期舞台。作为一站式被动元件解决方案提供商，电感业务能与公司的电容、电阻业务产生协同，增强整体客户粘性。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

基于容阻感三大业务需求稳定增长，被动元件涨价背景下盈利能力短期上行，长期保持稳定的假设，根据DDM估值，公司当前处于严重高估状态。

### 6.1 核心假设及逻辑

业务一：电容

收入假设：

1) 市场份额：考虑到公司目前正在积极拓展高端市场，公司目前全球份额在1.32%附近，预计未来5年公司份额将会逐渐提升到1.6%。

2) 下游需求：AI服务器MLCC用量较传统服务器增长约100%，新能源汽车MLCC单车用量是传统燃油车的6倍以上，但是中低端MLCC领域产能依旧过剩，市场价格竞争激烈。预计行业未来5年保持5%左右的复合增速，未来5到15年进入存量需求替换阶段，保持3%左右的复合增速。

盈利能力假设：

1) 毛利率：公司规模优势与技术优势并存，同时叠加新品上市，预计5年内公司毛利率提升到20%左右，5年后随着市场稳定，远期毛利率21%。

2) 费用率：公司作为国企，费用率常年保持稳定，后续费用率将会逐渐走低至10.7%。

业务二：电阻

收入假设：

1) 市场份额：片式电阻行业迎来国产化替代黄金机遇期，公司作为“链主”企业有望受益，公司目前全球份额在2.73%附近，预计未来5年公司份额将会逐渐提升到3.1%。

2) 下游需求：电阻市场规模和单价增长潜力通常低于MLCC，业务本身的成长天花板相对有限，预计行业未来5年保持4%左右的复合增速，未来5到15年进入存量需求替换阶段，保持3%左右的复合增速。

盈利能力假设：

1) 毛利率：公司正重点布局01005超微型电阻、合金电阻及车规级高端电阻，并投资建设智能化高端电阻生产基地，向高附加值领域转型，预计5年内公司毛利率提升到20.5%左右，5年后随着市场稳定，远期毛利率21%。

2) 费用率：公司作为国企，费用率常年保持稳定，后续费用率将会逐渐走低至10.7%。

业务三：电感

收入假设：

1) 市场份额：作为公司的第二增长曲线，业务基数尚小。公司目前全球份额在1.4%附近，预计未来5年公司份额将会逐渐提升到1.7%。

2) 下游需求：电感整体市场规模小于MLCC和电阻，但是随着AI服务器（需大电流、高功率密度电感）、新能源汽车（电驱、BMS、OBC等）中的用量显著增长，市场空间快速打开，预计行业未来5年保持9%左右的复合增速，未来5到15年进入存量需求替换阶段，保持2%左右的复合增速。

盈利能力假设：

1) 毛利率：公司正进行电感技改扩产项目，产能释放后将支撑业务增长，预计5年内公司毛利率提升到20.5%左右，5年后随着市场稳定，远期毛利率21%。

2) 费用率：公司作为国企，费用率常年保持稳定，后续费用率将会逐渐走低至10.7%。

表2: 公司整体业绩预测

风华高科	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	42.2	49.4	57.6	64.7	70.0	75.3	80.8	86.0
归母净利润(亿)	1.7	3.4	2.8	4.1	4.4	4.7	5.2	5.7
归母净利润增速(%)	-47.1	94.6	-15.8	43.7	7.0	7.6	11.1	8.7
经营性净利润(亿)	0.3	2.1	1.9	4.1	4.4	4.7	5.3	5.7
经营性净利润增速(%)	-75.8	629.7	-9.2	111.7	7.0	7.6	11.1	8.7
经营性归母净利润(亿)	0.3	2.2	1.9	4.1	4.4	4.7	5.2	5.7
经营性归母净利润增速(%)	-75.9	676.9	-11.6	111.7	7.0	7.6	11.1	8.7

数据来源: 壹评级

表3: 公司分业务业绩预测

电容	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	19.0	23.0	27.6	30.6	33.0	35.5	38.1	40.7
收入增速(%)	12.7	20.9	20.3	10.8	7.9	7.4	7.3	7.0
经营性净利润(亿)	0.1	1.0	0.9	1.9	2.1	2.2	2.5	2.7
经营性净利率(%)	0.7	4.3	3.4	6.3	6.3	6.3	6.5	6.6
经营性净利润增速(%)	-74.9	654.0	-6.3	108.6	6.6	7.4	11.2	9.3
电阻	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	15.6	18.0	20.7	23.0	24.4	25.8	27.1	27.9
收入增速(%)	7.5	15.4	14.9	11.1	6.0	5.8	5.0	2.8
经营性净利润(亿)	0.1	0.8	0.7	1.5	1.5	1.6	1.8	1.8
经营性净利率(%)	0.7	4.3	3.4	6.3	6.3	6.3	6.5	6.6
经营性净利润增速(%)	-76.1	619.8	-10.5	109.1	4.8	5.8	8.8	5.0
电感	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	7.6	8.4	9.2	11.1	12.6	14.1	15.7	17.4
收入增速(%)	3.2	10.5	9.7	20.5	13.7	11.5	11.4	11.3
经营性净利润(亿)	0.1	0.4	0.3	0.7	0.8	0.9	1.0	1.2
经营性净利率(%)	0.7	4.3	3.4	6.3	6.3	6.3	6.5	6.6
经营性净利润增速(%)	-77.1	589.5	-14.5	126.9	12.4	11.5	15.4	13.6

数据来源: 壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
电容	4.0%	中低	较好	强	7.8%	15.78	2.7
电阻	2.8%	中低	较好	强	7.8%	15.78	1.8
电感	2.4%	中低	较好	强	7.8%	15.78	1.1
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
电容(亿)	7.5	31.4	38.9	18.0	0.7	3.2	59.4
电阻(亿)	7.2	21.6	28.8	13.5	0.5	2.4	44.2
电感(亿)	0.2	13.4	13.6	6.0	0.2	1.1	20.5
公司整体测算(亿)	14.9	66.4	81.3	37.5	1.4	6.7	124.1

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
电容(亿)	24.3	18.8	43.1	18.0	0.7	3.2	63.6
电阻(亿)	19.1	12.0	31.0	13.5	0.5	2.4	46.4
电感(亿)	7.8	6.9	14.8	6.0	0.2	1.1	21.7
公司整体测算(亿)	51.2	37.7	88.9	37.5	1.4	6.7	131.7

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司未来的盈利能力确定性较强，此外下游如手机、笔电、平板、服务器等均有公开数据跟踪，此外公司对外交流较多，外界能直接获取新品进展与价格波动信息，可跟踪数据确定性较强。公司未来的收入规模、市占率确定性也较高，主要由于公司传统主业稳定，汽车与数据中心产品处于上升导入阶段，增速较高，但是占比较少，公司整体确定性较高。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X<-50%	-50%≤X<-30%	-33%≤X<-20%	-20%≤X<25%	25%≤X<50%	50%≤X<100%	X≥100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。