

证券研究报告

2020年11月24日

行业报告 行业专题研究

电子

全球被动元件：5G/IOT/军工/新能源高景气，进口替代加速，重点看好MLCC/晶振/钽电容龙头成长机遇

作者：

分析师 潘暕 SAC执业证书编号：S1110517070005

分析师 张健 SAC执业证书编号：S1110518010002



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 结论

## 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

Q3营收增速环比提升：20Q3单季营收同比增速为39.9%，环比20Q2提升24.7pct，连续四个季度环比提升，同比19Q3大幅提升66.6pct；行业代表公司国巨10月单月营收72.01亿新台币，同比增长123%，保持良好的增长态势。毛利率处于高水平：20Q3毛利率为35.0%，环比20Q2微降0.3pct。国内厂商三环集团、国瓷材料和风华高科20Q3单季营收增速分别为73.1%、48.8%和47.9%。

## 2. 铝电解电容：景气度回升，汽车电子需求复苏释放新的增长点

Q3营收增速探底回升：20Q3单季营收同比增速为10.1%，同比19Q3提升14.2pct，环比20Q2回升7.4pct。毛利率趋稳：20Q3平均毛利率为24.4%，同比19Q3提高0.9pct，环比20Q2下降0.6pct。

## 3. 电感：增速持续攀升，国内厂商积极布局5G&汽车电子，增长明显

Q3营收增速持续攀升。20Q3单季营收同比增速为23.4%，同比19Q3大幅增长21.6pct，环比20Q2增速提升9.0pct。毛利率趋稳。20Q3平均毛利率为27.7%，同比19Q3提升1.4pct，环比20Q2下降0.9pct。国内厂商顺络电子和麦捷科技20Q3单季营收增速分别高达41.9%和33.7%。

## 4. 石英晶振：行业高景气，进口替代加速，大陆厂商保持高增长

Q3营收增速同比提升。20Q3单季营收同比增速为8.5%，同比19Q3提升0.9pct，环比20Q2下降4.3pct。毛利率轻微波动：20Q3平均毛利率为20.0%，同比19Q3提升2.3pct，环比20Q2下降1.2pct。

## 5. 薄膜电容：增速大幅提升，毛利率趋稳，新基建带动国内需求回暖

Q3营收增速同比、环比皆有提升。20Q3单季营收同比增速为9.5%，同比19Q3提升16.1pct，环比20Q2提升7.2pct，自20Q1探底之后持续提升。毛利率轻微波动。20Q3平均毛利率为28.8%，同比19Q3下降0.9pct，环比20Q2下降1.5pct。

## 6. 军用被动元件：增速创新高，军用电子信息化&进口替代推动强势表现

Q3营收增速创新高。20Q3单季营收同比增速为58.1%，同比19Q3提升44.3pct，环比20Q2提升15.4pct。毛利率仍处于较高水平。20Q3平均毛利率为43.4%，同比19Q3提升2.0pct，环比20Q2下降4.4pct。

**投资建议：**全球被动元件：5G/IOT/军工/新能源高景气，进口替代加速，重点看好MLCC/晶振/钽电容龙头成长机遇，看好上游材料国产化进程加速带来新机遇。我们预计随着5G终端、LOT、新能源汽车行业加速发展、消费电子需求旺盛等多重驱动，全球被动元件高景气有望持续，叠加被动元件国产化趋势，重点推荐MLCC领域风华高科、军品被动元件&钽电容领域宏达电子、上游材料板块洁美科技和国瓷材料（与化工组联合覆盖），建议关注法拉电子、三环集团、鸿远电子、振华科技等。

**风险提示：**新冠疫情恢复不及预期；全球贸易环境恶化；电子终端需求不及预期；5G、新能源汽车等新应用发展速度不及预期等。

## 目录

- 1、MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼
- 2、铝电解电容：景气度回升，汽车电子需求复苏释放新的增长点
- 3、电感：增速持续攀升，国内厂商积极布局5G&汽车电子，增长明显
- 4、石英晶振：行业高景气，进口替代加速，大陆厂商保持高增长
- 5、薄膜电容：增速大幅提升，毛利率趋稳，新基建带动国内需求回暖
- 6、军用被动元件：增速创新高，军用电子信息化&进口替代推动强势表现

表 1：全球被动元器件核心上市公司梳理

| 公司名称     | 代码     | 国家   | 20/09 财报<br>时间 | 主要业务   | 最新季度营收<br>/亿美元 | 市值<br>/亿美元 | PE<br>-TTM | 最新季度<br>营收增速 | 近 3 个月<br>股价涨跌幅 | 近 12 个月股<br>价涨跌幅 |
|----------|--------|------|----------------|--------|----------------|------------|------------|--------------|-----------------|------------------|
| MURATA   | 6981   | 日本   | 2020/10/30     | MLCC   | 40.7           | 526.3      | 30.1       | 5.4%         | 20.7%           | 31.6%            |
| TAIYO    | 6976   | 日本   | 2020/11/9      | MLCC   | 7.6            | 51.5       | 29.8       | 880.0%       | 30.1%           | 40.7%            |
| TDK      | 6762   | 日本   | 2020/10/30     | 电感     | 36.5           | 173.2      | 31.4       | 3.1%         | 18.8%           | 26.4%            |
| 三星电机     | 9150   | 韩国   | 2020/10/23     | MLCC   | 20.7           | 103.3      | 21.3       | 0.7%         | 11.6%           | 36.9%            |
| 风华高科     | 000636 | 中国大陆 | 2020/10/30     | MLCC   | 1.7            | 44.1       | 87.2       | 47.9%        | -12.2%          | 158.3%           |
| 法拉电子     | 600563 | 中国大陆 | 2020/10/31     | 薄膜电容   | 0.8            | 32.4       | 41.0       | 25.6%        | 40.1%           | 135.6%           |
| 艾华集团     | 603989 | 中国大陆 | 2020/10/30     | 铝电解电容  | 1.0            | 16.4       | 27.8       | 18.8%        | -13.0%          | 51.2%            |
| 江海股份     | 002484 | 中国大陆 | 2020/10/27     | 铝电解电容  | 1.0            | 14.1       | 27.8       | 29.9%        | 4.7%            | 71.2%            |
| YAGEO    | 2327   | 中国台湾 | 2020/11/10     | MLCC   | 7.7            | 69.02      | 30.6       | 129.2%       | 4.6%            | 23.5%            |
| 华新科      | 2492   | 中国台湾 | 2020/11/2      | MLCC   | 3.6            | 31.87      | 13.7       | 42.4%        | 2.5%            | 12.9%            |
| 禾伸堂      | 3026   | 中国台湾 | 2020/11/4      | MLCC   | 1.5            | 6.07       | 21.0       | 2.6%         | 1.4%            | 13.2%            |
| 奇力新      | 2456   | 中国台湾 | 2020/11/10     | 电感     | 1.7            | 10.4       | 28.2       | 15.1%        | 2.5%            | 12.9%            |
| 顺络电子     | 002138 | 中国大陆 | 2020/10/21     | 电感     | 1.5            | 31.4       | 40.3       | 41.9%        | -3.8%           | 8.2%             |
| 三环集团     | 300408 | 中国大陆 | 2020/10/30     | MLCC   | 1.7            | 91.3       | 49.7       | 73.1%        | 16.5%           | 91.5%            |
| 国瓷材料     | 300285 | 中国大陆 | 2020/10/27     | MLCC   | 1.1            | 57.8       | 68.1       | 48.8%        | 7.2%            | 68.5%            |
| 麦捷科技     | 300319 | 中国大陆 | 2020/10/28     | 电感     | 1.1            | 10         | 158.9      | 33.7%        | -17.5%          | -13.1%           |
| 泰晶科技     | 603738 | 中国大陆 | 2020/10/31     | 石英晶振   | 0.3            | 5.1        | 205.8      | 18.6%        | -14.2%          | 23.8%            |
| 惠伦晶体     | 300460 | 中国大陆 | 2020/10/23     | 石英晶振   | 0.4            | 4.66       | -24.4      | 6.7%         | -9.8%           | 86.1%            |
| 台嘉硕      | 3221   | 中国台湾 | 2020/11/9      | 石英晶振   | 0.2            | 0.8        | -66.7      | -5.3%        | -16.6%          | -13.2%           |
| 日本电波     | 6779   | 日本   | 2020/11/10     | 石英晶振   | 1.0            | 0.92       | -38.4      | -4.8%        | 44.9%           | 2.0%             |
| 台湾晶技     | 3042   | 中国台湾 | 2020/11/9      | 石英晶振   | 1.1            | 8.52       | 36.2       | 2930.0%      | -1.6%           | 108.6%           |
| 大真空      | 6962   | 日本   | 2020/11/9      | 石英晶振   | 0.8            | 1.72       | -37.9      | 6.4%         | 12.8%           | 89.4%            |
| NCC      | 6997   | 日本   | 2020/11/4      | 铝电解电容  | 2.7            | 2.4        | 27.2       | -1.6%        | -15.8%          | -22.4%           |
| Nichicon | 6996   | 日本   | 2020/11/10     | 铝电解电容  | 2.7            | 7.74       | 28.8       | -6.6%        | 32.4%           | -34.6%           |
| 鸿远电子     | 603267 | 中国大陆 | 2020/10/30     | 军用被动元件 | 0.7            | 31.2       | 56.6       | 74.5%        | 36.1%           | 165.6%           |
| 宏达电子     | 300726 | 中国大陆 | 2020/10/21     | 军用被动元件 | 0.6            | 25.8       | 43.6       | 84.8%        | -4.8%           | 73.4%            |
| 振华科技     | 000733 | 中国大陆 | 2020/10/29     | 军用被动元件 | 1.6            | 31.1       | 58.0       | 26.8%        | -14.3%          | 162.2%           |
| 火炬电子     | 603678 | 中国大陆 | 2020/10/24     | 军用被动元件 | 1.5            | 32.3       | 41.1       | 46.4%        | 18.0%           | 131.0%           |

资料来源：wind，股价、汇率以 2020/11/17 数据换算，天风证券研究所

# 1

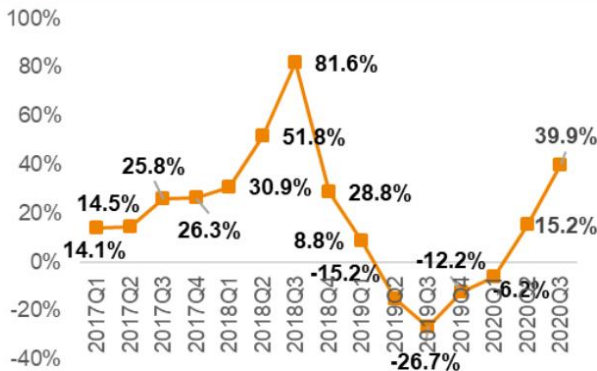
**MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼**

# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.1. 陶瓷电容行业汇总

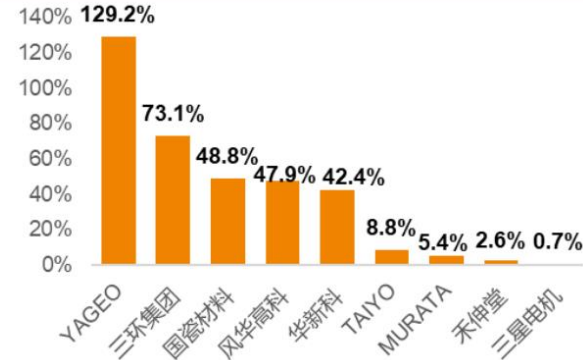
陶瓷电容行业景气度持续提升，营收增速连续增长。我们统计测算，陶瓷电容板块：20Q3单季营收同比增速为39.9%，同比19Q3提升66.6pct，环比20Q2提高24.7pct；其中营收同比增速排名最高的前五家公司分别是国巨、三环集团、国瓷材料、风华高科和华新科，20Q3单季度营收同比增速分别为129.2%、73.1%、48.8%、47.9%、42.4%。

图 1：陶瓷电容行业-单季营收同比增速-算术平均



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

图 2：陶瓷电容行业-2020Q3 单季营收同比增速-各公司



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

表 2：陶瓷电容行业-季度营收同比增速-算数平均

|        | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| MURATA | 25.6%  | 25.7%  | 28.5%  | 3.4%   | 6.0%   | 3.5%   | -8.9%  | 14.5%  | 36.0%  | -8.6%  | 5.4%   |
| TAIYO  | 4.1%   | 10.2%  | 15.4%  | 12.0%  | 11.6%  | 15.0%  | -1.0%  | 7.6%   | 9.7%   | -11.9% | 8.8%   |
| 国瓷材料   | 53.7%  | 39.5%  | 35.5%  | 65.7%  | 43.9%  | 21.5%  | 5.4%   | 16.5%  | 4.7%   | 4.0%   | 48.8%  |
| 三星电机   | 28.5%  | 5.8%   | 28.5%  | 16.4%  | 5.5%   | -8.0%  | -4.0%  | 25.5%  | 27.7%  | -7.4%  | 0.7%   |
| 风华高科   | 35.2%  | 45.9%  | 74.6%  | 0.5%   | 1.2%   | -38.5% | -46.0% | 18.2%  | 23.9%  | 41.5%  | 47.9%  |
| YAGEO  | 61.7%  | 127.4% | 266.4% | 68.0%  | 3.4%   | -50.2% | -66.4% | 17.8%  | 42.7%  | 40.6%  | 129.2% |
| 华新科    | 42.9%  | 122.0% | 205.3% | 96.1%  | 24.9%  | -30.8% | -59.8% | 19.5%  | 26.9%  | 11.4%  | 42.4%  |
| 禾伸堂    | 6.9%   | 35.8%  | 48.7%  | 6.9%   | -9.6%  | -12.9% | -19.8% | -4.1%  | -1.4%  | -3.1%  | 2.6%   |
| 三环集团   | 19.1%  | 53.6%  | 31.8%  | -10.2% | -7.4%  | -36.6% | -40.1% | 17.7%  | 35.9%  | 70.2%  | 73.1%  |
| 算数平均   | 30.9%  | 51.8%  | 81.6%  | 28.8%  | 8.8%   | -15.2% | -26.7% | -12.2% | -6.2%  | 15.2%  | 39.9%  |

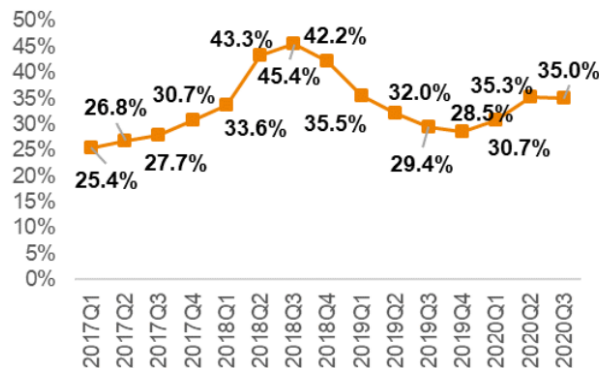
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.1. 陶瓷电容行业汇总

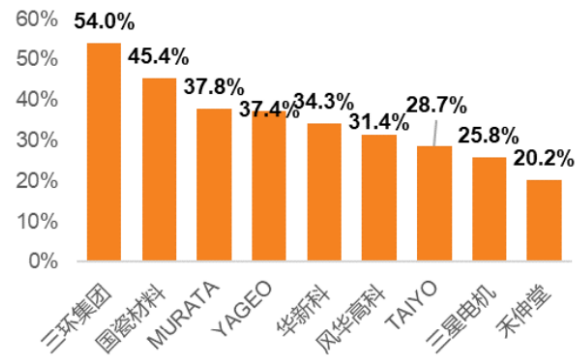
陶瓷电容行业毛利率同比上升，环比下降。我们统计测算，陶瓷电容板块：20Q3平均毛利率为35.0%，同比19Q3提升5.6pct，环比20Q2轻微下降0.3 pct；20Q3单季度毛利率最高的前五家公司为三环集团、国瓷材料、MURATA、国巨和华新科，毛利率分别为54.0%、45.4%、37.8%、37.4%和34.3%。

图 3：陶瓷电容行业-单季毛利率-算数平均



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

图 4：陶瓷电容行业-2020Q3 单季毛利率-各公司



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

表 3：陶瓷电容行业-单季毛利率-算数平均

|        | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| MURATA | 28.7%  | 35.7%  | 39.0%  | 38.5%  | 39.0%  | 38.5%  | 37.6%  | 37.7%  | 38.4%  | 38.0%  | 37.8%  |
| TAIYO  | 25.9%  | 28.2%  | 28.1%  | 32.2%  | 31.2%  | 31.8%  | 31.2%  | 29.9%  | 27.9%  | 31.1%  | 28.7%  |
| 国瓷材料   | 24.3%  | 45.3%  | 25.0%  | 28.0%  | 26.9%  | 24.7%  | 25.1%  | 24.7%  | 24.5%  | 47.6%  | 45.4%  |
| 三星电机   | 23.4%  | 29.0%  | 32.3%  | 31.3%  | 25.0%  | 25.1%  | 23.5%  | 22.2%  | 23.8%  | 20.0%  | 25.8%  |
| 风华高科   | 30.4%  | 39.1%  | 49.0%  | 43.7%  | 31.3%  | 26.4%  | 20.6%  | 17.9%  | 25.0%  | 31.6%  | 31.4%  |
| YAGEO  | 51.4%  | 64.1%  | 69.3%  | 59.1%  | 44.8%  | 32.6%  | 31.0%  | 33.5%  | 40.3%  | 44.3%  | 37.4%  |
| 华新科    | 35.8%  | 56.7%  | 70.8%  | 62.0%  | 42.7%  | 37.0%  | 29.0%  | 26.7%  | 26.3%  | 33.8%  | 34.3%  |
| 禾伸堂    | 30.5%  | 38.9%  | 39.8%  | 28.5%  | 27.3%  | 19.7%  | 20.2%  | 17.7%  | 23.7%  | 21.9%  | 20.2%  |
| 三环集团   | 52.3%  | 52.4%  | 55.5%  | 56.4%  | 50.8%  | 52.4%  | 46.8%  | 46.4%  | 46.2%  | 49.2%  | 54.0%  |
| 算数平均   | 33.6%  | 43.3%  | 45.4%  | 42.2%  | 35.5%  | 32.0%  | 29.4%  | 28.5%  | 30.7%  | 35.3%  | 35.0%  |

资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

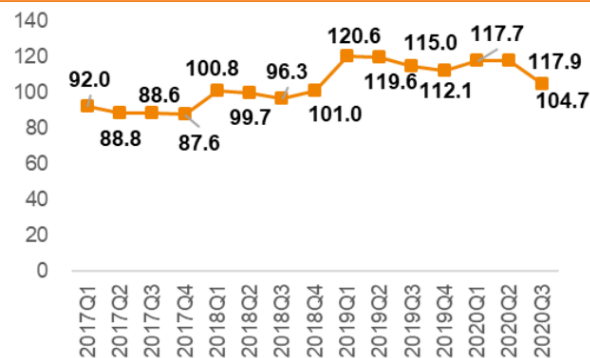
# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.1. 陶瓷电容行业汇总

存货周转天数同比、环比有所下降。

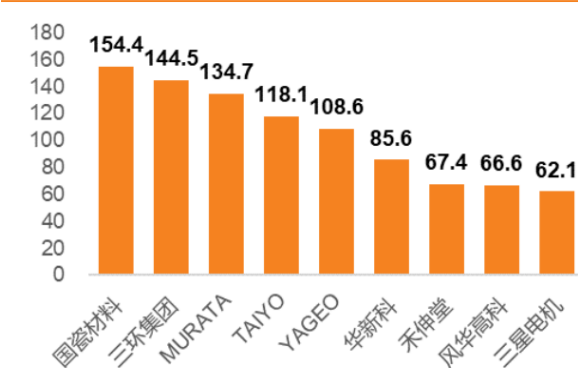
20Q3行业平均存货周转天数为104.7天，同比19Q3下降了10.3天，环比20Q2减少了13.2天。其中，国瓷材料存货周转天数最高，三星电机存货周转天数最低。

图 5：陶瓷电容行业-存货周转天数-算数平均（天）



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

图 6：陶瓷电容行业-存货周转天数-各公司/天



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

表 4：陶瓷电容行业--存货周转天数-算数平均/天

|        | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| MURATA | 98.7   | 100.3  | 106.3  | 112.8  | 119.7  | 123.6  | 125.6  | 128.2  | 131.3  | 139.6  | 134.7  |
| TAIYO  | 101.1  | 111.8  | 106.9  | 107.0  | 107.4  | 113.5  | 113.9  | 114.7  | 114.8  | 127.6  | 118.1  |
| 国瓷材料   | 155.6  | 149.3  | 147.9  | 139.8  | 183.4  | 172.0  | 177.8  | 164.7  | 211.3  | 186.5  | 154.4  |
| 三星电机   | 55.7   | 60.7   | 58.9   | 67.3   | 67.7   | 71.9   | 68.5   | 73.4   | 73.1   | 71.4   | 62.1   |
| 风华高科   | 67.1   | 81.3   | 70.9   | 67.3   | 67.2   | 73.0   | 75.9   | 73.7   | 69.0   | 69.0   | 66.6   |
| 华新科    | 80.9   | 82.0   | 79.0   | 81.5   | 97.2   | 122.6  | 110.1  | 101.0  | 97.7   | 93.8   | 85.6   |
| 禾伸堂    | 67.4   | 84.6   | 84.5   | 78.6   | 81.3   | 103.6  | 88.8   | 76.4   | 78.6   | 78.3   | 67.4   |
| 三环集团   | 117.2  | 157.0  | 147.3  | 141.6  | 139.1  | 162.9  | 188.0  | 184.7  | 172.9  | 140.7  | 144.5  |
| YAGEO  | 79.8   | 91.7   | 93.6   | 77.9   | 97.6   | 145.4  | 132.3  | 113.8  | 109.6  | 154.4  | 108.6  |
| 算数平均   | 100.8  | 99.7   | 96.3   | 101.0  | 120.6  | 119.6  | 115.0  | 112.1  | 117.7  | 117.9  | 104.7  |

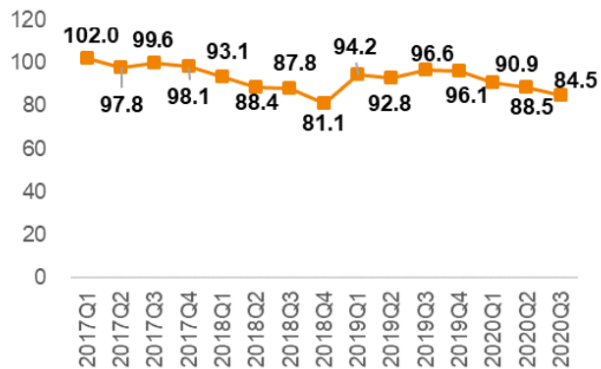
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.1. 陶瓷电容行业汇总

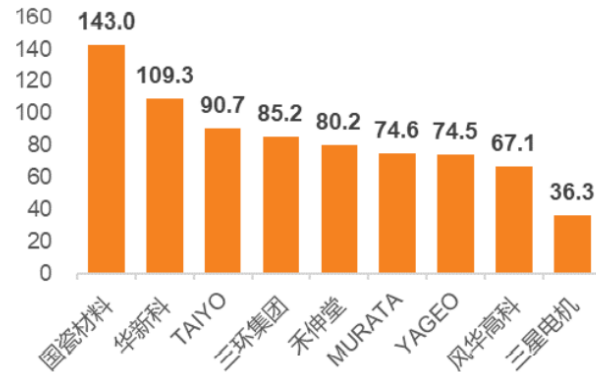
应收账款周转天数持续降低。陶瓷电容行业应收账款周转天数连续四个季度下降，20Q3行业平均应收账款周转天数为84.5天，同比19Q3下降了12.1天，环比20Q2减少了4.0天。横向来看，国瓷材料的应收账款周转天数最高，三星电机应收账款周转天数最低。

图 7：陶瓷电容行业-应收转款周转天数-算数平均（天）



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

图 8：陶瓷电容行业-应收转款周转天数-各公司/天



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

表 5：陶瓷电容行业--应收转款周转天数-算数平均/天

|        | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| MURATA | 62.1   | 57.6   | 70.7   | 76.5   | 61.6   | 59.2   | 73.8   | 76.4   | 66.2   | 63.6   | 74.6   |
| TAIYO  | 82.4   | 81.3   | 92.4   | 90.4   | 79.3   | 79.8   | 88.0   | 89.8   | 82.3   | 82.1   | 90.7   |
| 国瓷材料   | 152.4  | 143.0  | 136.0  | 130.2  | 147.0  | 136.8  | 139.2  | 135.5  | 172.1  | 155.6  | 143.0  |
| 三星电机   | 45.3   | 46.7   | 49.3   | 41.4   | 48.5   | 47.2   | 53.3   | 44.8   | 53.4   | 46.4   | 36.3   |
| 风华高科   | 89.8   | 82.8   | 74.9   | 70.4   | 83.2   | 85.8   | 83.7   | 84.3   | 76.0   | 70.5   | 67.1   |
| YAGEO  | 99.1   | 95.2   | 94.1   | 73.6   | 122.4  | 124.1  | 126.1  | 129.3  | 89.0   | 103.6  | 74.5   |
| 华新科    | 105.5  | 101.0  | 101.0  | 83.9   | 129.4  | 130.1  | 131.3  | 133.1  | 102.7  | 117.0  | 109.3  |
| 禾伸堂    | 81.9   | 79.8   | 78.5   | 70.4   | 83.1   | 78.9   | 79.3   | 73.8   | 74.9   | 70.1   | 80.2   |
| 三环集团   | 119.6  | 108.5  | 93.5   | 92.9   | 93.1   | 93.5   | 94.5   | 98.1   | 101.2  | 87.9   | 85.2   |
| 算数平均   | 93.1   | 88.4   | 87.8   | 81.1   | 94.2   | 92.8   | 96.6   | 96.1   | 90.9   | 88.5   | 84.5   |

资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.2. Murata村田

FY2020H1（2020/04/01-2020/09/30）实现营收7520亿日元，同比下降1.2%，归母净利润为999亿日元，同比提升10.1%。其中，公司Q2单季度（2020/07/01-2020/09/30）实现营收4252亿日元，同比提升5.4%，归母净利润为603亿日元，同比提升37.3%；Q2毛利率37.8%，同比去年同期提高0.2PCT。

**公司Q2营收变化主要原因：**主要是因为受新冠肺炎疫情影响，各个市场对零部件的需求都比预期提前恢复，模组和电容器等多种产品的销量都有所增长，还有部分原因是智能手机产品的周期性。

图 9：Murata 报告期营收及增速



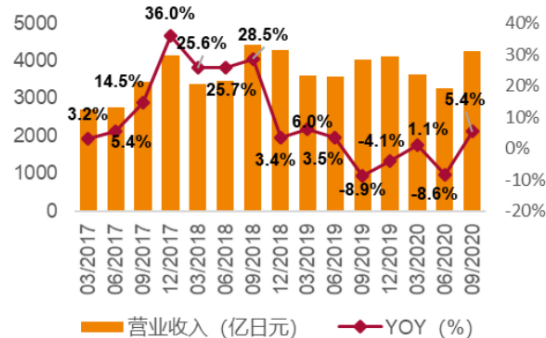
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 10：Murata 报告期归母净利润及增速



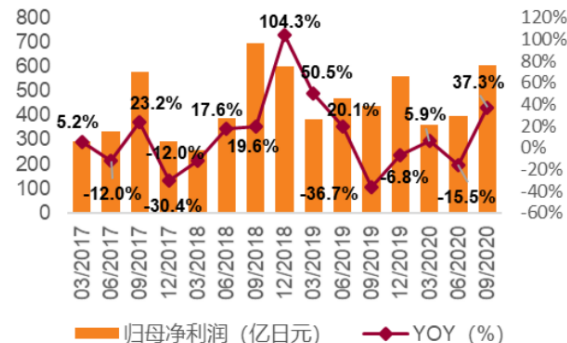
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 11：Murata 历史季度营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 12：Murata 历史季度归母净利润及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

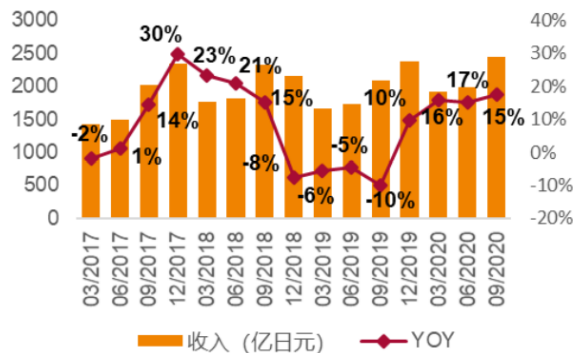
# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.2. Murata村田

公司收入结构重要变化情况：（1）电容：营收环比提升16%，MLCC销售增长主要是由于智能手机和AV设备需求的增长，以及汽车电子产品需求的显著复苏；（2）压电制品：营收环比提升30.2%；（3）模组：环比提升51.0%。

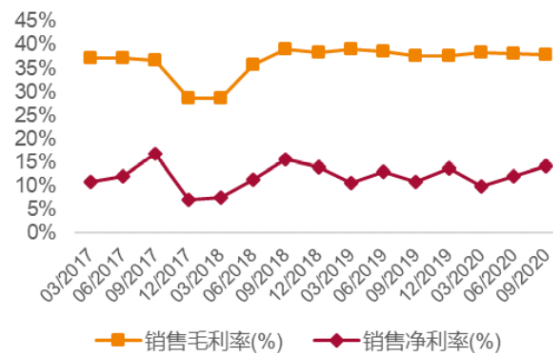
业绩指引：预计FY2020营收1490亿日元，归母净利润1890亿日元，主要是随着智能手机、汽车电子和个人电脑产品零部件需求回升，预计FY2020模组和电容的营收将增加，叠加产能利用率提升，因此向上修正FY2020营收。

图 13：Murata 中国区增速情况



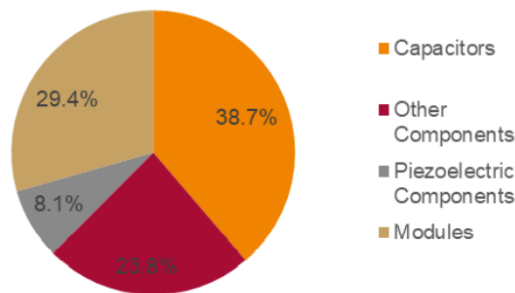
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 14：Murata 季度毛利率和净利率



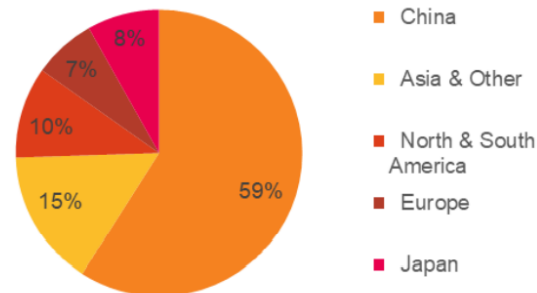
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 15：Murata FY2020 H1 按产品划分季度收入结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 16：Murata FY2020 H1 按地区划分季度收入结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

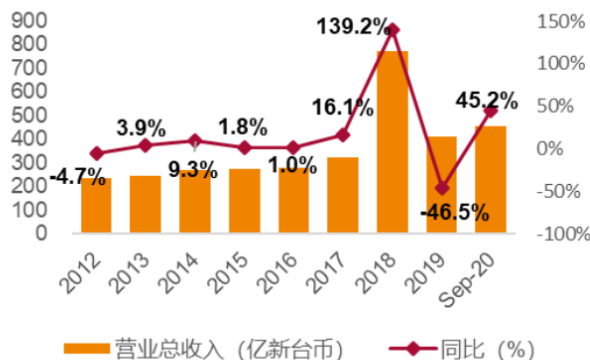
# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.3. 国巨

公司2020年前三季度实现营收454.5亿新台币，同比提升45.2%；归母净利润92.7亿新台币，同比提升55.5%。

20Q3单季度实现营收219.5亿新台币，同比提升129.2%，归母净利润36.3亿新台币，同比提升77.4%；20Q3单季毛利率37.4%，同比去年同期提高6.4PCT，环比20Q2下降7.0PCT。

图 17：国巨报告期营收及增速



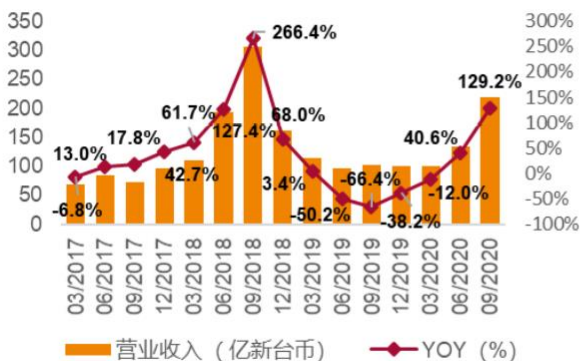
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 18：国巨报告期归母净利润及增速



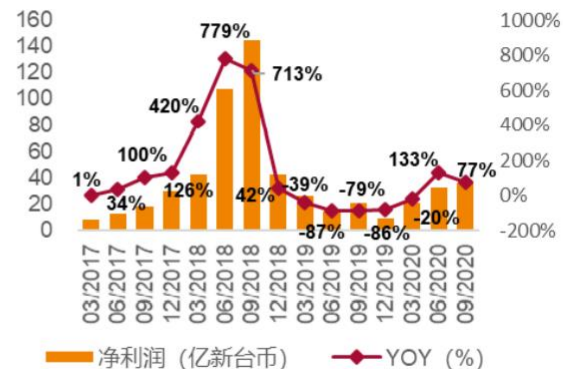
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 19：国巨历史季度营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 20：国巨历史季度归母净利润及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

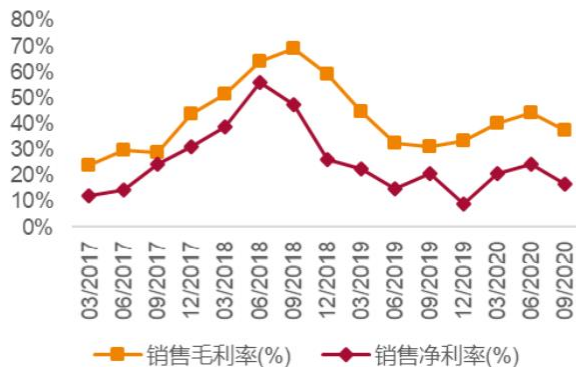
# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.3. 国巨

根据公司月度营收速报，2020年10月，公司单月实现营收72.01亿新台币，同比提升123%，环比下降6%。

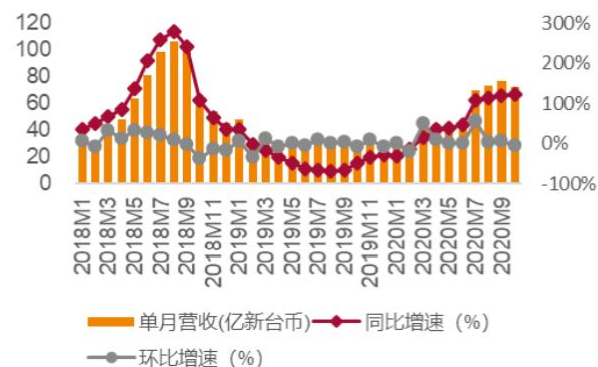
**公司20Q3营收变化主要原因：**2019年11月12日，国巨宣布收购KEMET，本次合并于2020年6月15日完成。国巨20Q3业绩出现大幅增长主要得益于以下三点：一是与KEMET合并后产生的协同效应；二是公司产能及产能利用率的进一步提升；三是终端客户需求保持稳定。

图 21：国巨季度毛利率和净利率



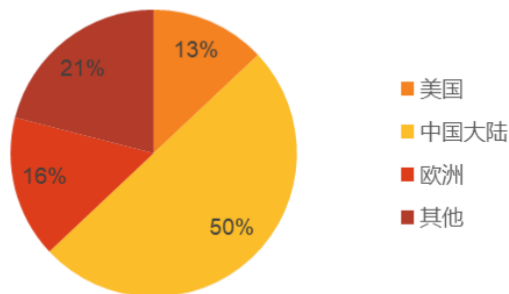
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 22：国巨月度营业收入及同比、环比增长率



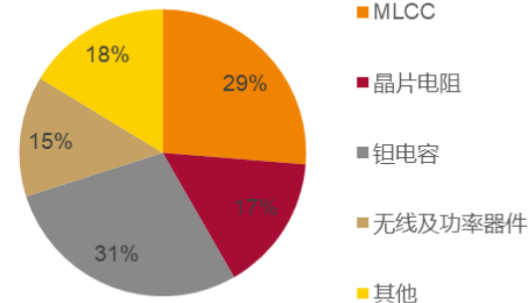
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 23：国巨 2020 前三季度分地区营收结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 24：国巨 2020 前三季度产品营收结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

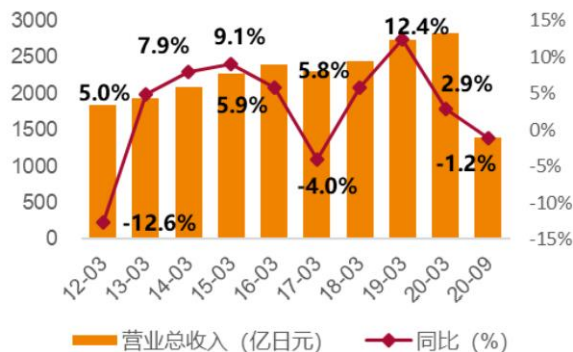
# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.4. Taiyo Yuden太阳诱电

FY2020 H1（2020/04/01-2020/09/30）实现营收1402亿日元，同比下降1.2%，归母净利润为114.1亿日元，同比下降25.4%。其中，公司Q2单季度（2020/07/01-2020/09/30）实现营收797.3亿日元，创历史新高，同比提升8.8%，归母净利润为69.0亿日元，同比下降15.6%；Q2毛利率28.7%，同比去年同期下降2.5PCT。

**公司Q2业绩变动原因：**由于智能手机产品需求提升，以及汽车产品产能复苏超预期等因素，销售和营业收入均大幅超出8月份的预期。

图 25：Taiyo Yuden 报告期营收及增速



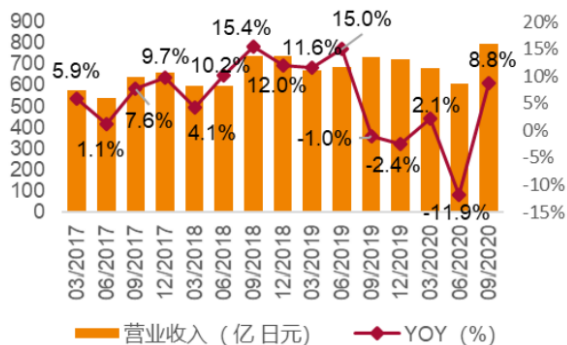
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 26：Taiyo Yuden 报告期归母净利润及增速



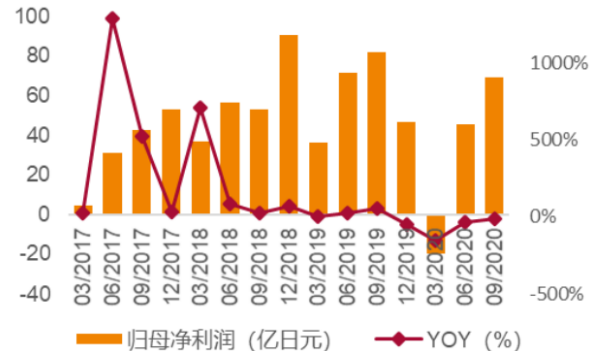
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 27：Taiyo Yuden 历史季度营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 28：Taiyo Yuden 历史季度归母净利润及增速



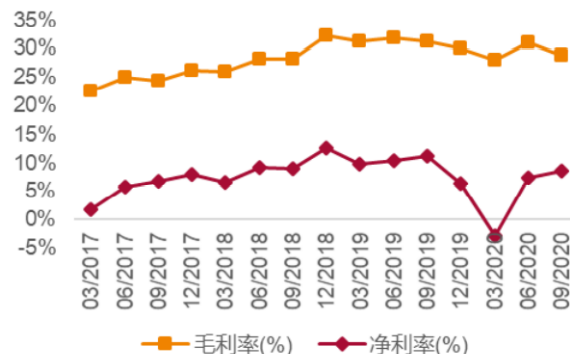
资料来源：公司财报，天风证券研究所

# 1. MLCC: 营收增速大幅增长&毛利率高企, 国内厂商表现亮眼

## 1.4. Taiyo Yuden太阳诱电

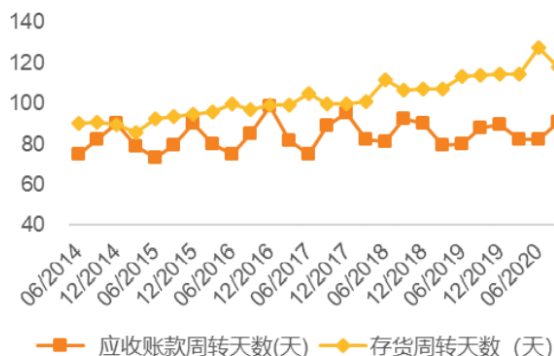
公司收入结构重要变化情况: (1) 电容器产品收入环比提升31.2%, 所有应用终端(包括游戏终端、笔记本电脑和平板电脑以及智能手机等信息通讯设备)需求均出现增长, 汽车用产品的需求也在恢复; (2) 铁素体和应用产品收入环比提升37.5%; (3) 通讯设备环比增加35.9%, 主要是因为中国智能手机产品需求增长; (4) 其他产品环比提升14.3%, 主要是因为汽车用铝电解电容器的销量增加。

图 29 : Taiyo Yuden 季度毛利率与净利率



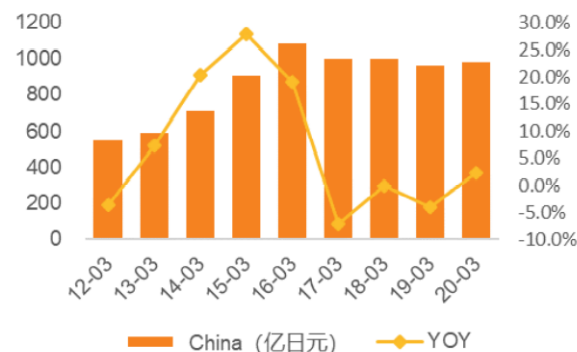
资料来源: 公司财报、天风证券研究所

图 31 : Taiyo Yuden 存货周转天数与应收账款周转天数/天



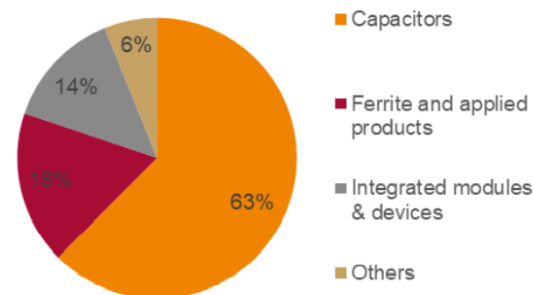
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 30 : Taiyo Yuden 中国区收入及增速



资料来源: 公司财报、天风证券研究所

图 32 : Taiyo Yuden FY2020 H1 产品营收结构



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.5.三星电机

公司前三季度营收63246亿韩元，同比下降0.6%，归母净利润4036亿韩元，同比下降24.8%；其中，Q3单季度实现营收22879亿韩元，同比增长0.7%，归母净利润2302亿韩元，同比增长122.4%。公司Q3毛利率25.8%，同比提升2.3PCT，环比提升5.8PCT；净利率10.1%，同比提升5.5PCT，环比提升7.9PCT。

公司Q3营收变化情况：（1）模组：营收同比提升9%，环比提升41%；（2）组件：营收同比提升20%，环比提升17%，高端MLCC带动收入增长，主要智能手机客户的新款产品面世，小型、大容量等高配置MLCC销量扩大，同时车载用MLCC供给增加；（3）封装：营收同比提升1%，环比提升23%。

图 33：三星电机报告期营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 34：三星电机报告期归母净利润及增速



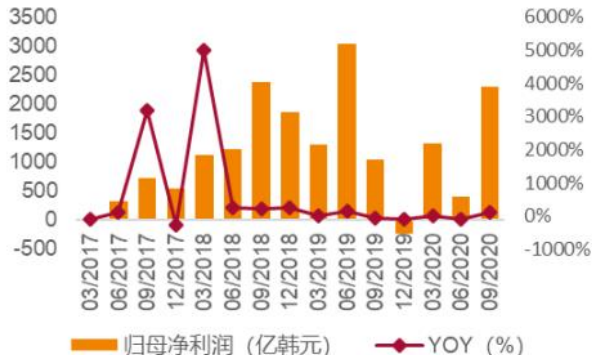
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 35：三星电机历史季度营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 36：三星电机历史季度归母净利润及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.5.三星电机

### 业绩指引：

(1) 模组：公司将为客户的旗舰手机提供更为高端的摄像头模组，并增加对高端智能手机厂商的供应；5G通信模组市场有望扩大，5G毫米波天线模组的客户正在增加。

(2) 组件：预计市场IT相关需求(手机/PC/游戏设备)将继续增长，公司将专注于为IT应用增加高端MLCC的供应，包括小尺寸/大容量MLCC；预计汽车电子用MLCC需求将随着汽车需求的复苏而增长。

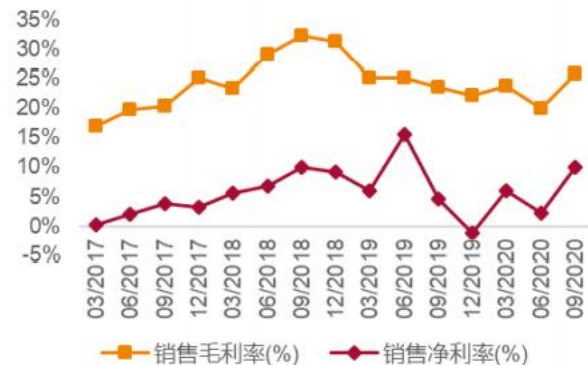
(3) 封装：预计市场对高端封装基板的需求将保持稳定。

图 37：三星电机中国区收入及增速情况



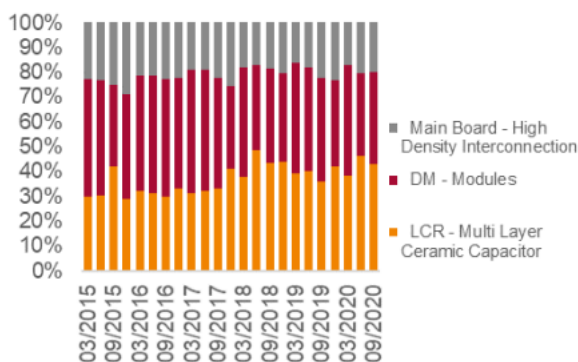
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 38：三星电机季度毛利率和净利率



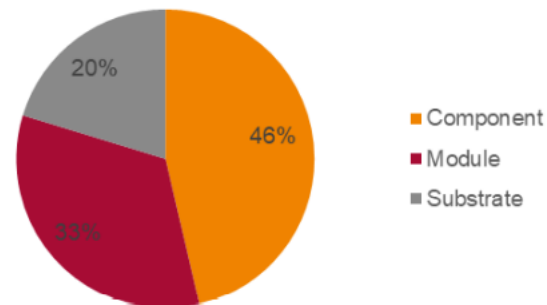
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 39：三星电机按产品划分季度收入结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 40：三星电机 20H1 产品收入结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.6. 风华高科

根据公司20Q3财报，公司前三季度营收29.2亿元，同比增长22.3%，归母净利润3.47亿元，同比下降1.93%。Q3单季度实现营收11.4亿元，同比增长47.9%，归母净利润0.92亿元，同比增长66.2%。

图 41：风华高科报告期营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 42：风华高科报告期归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 43：风华高科历史季度营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 44：风华高科历史季度归母净利润及增速



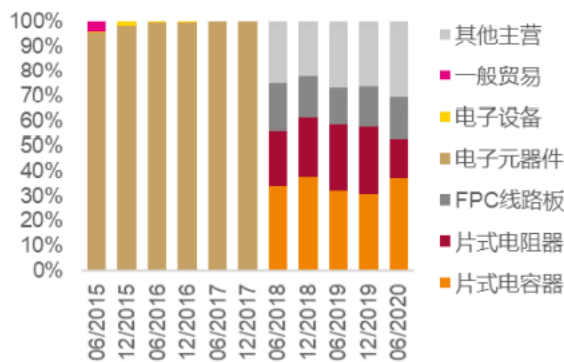
资料来源：wind，天风证券研究所

# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.6. 风华高科

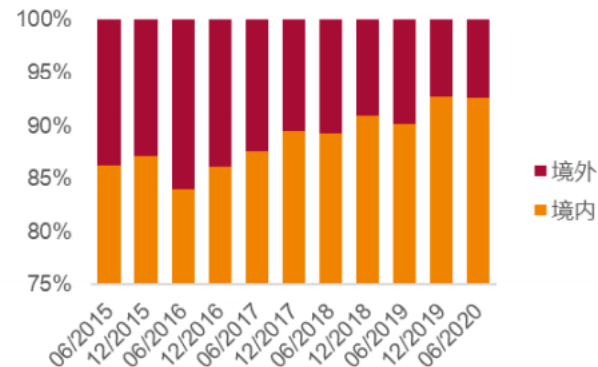
公司Q3毛利率31.4%，同比提升10.8PCT，环比下降0.2PCT；净利率8.5%，同比提升0.9PCT，环比下降3.9PCT。

图 45：风华高科产品划分收入结构（亿元）



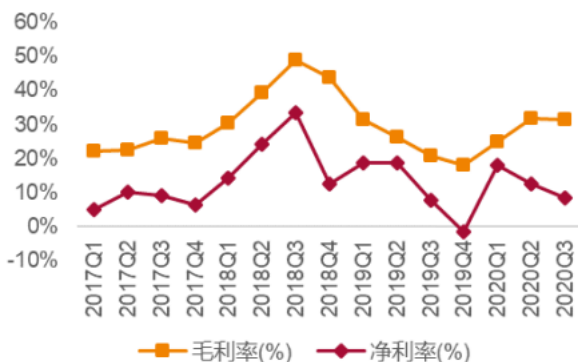
资料来源：wind，天风证券研究所

图 46：风华高科地区划分收入结构（亿元）



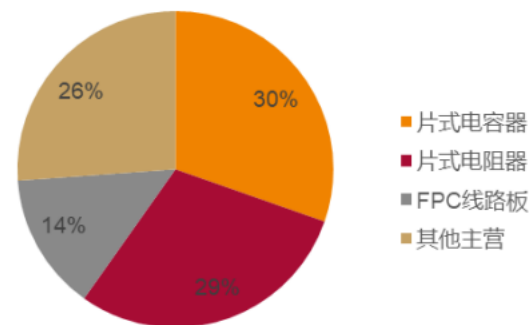
资料来源：wind，天风证券研究所

图 47：风华高科季度毛利率和净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 48：风华高科 20H1 产品营收结构



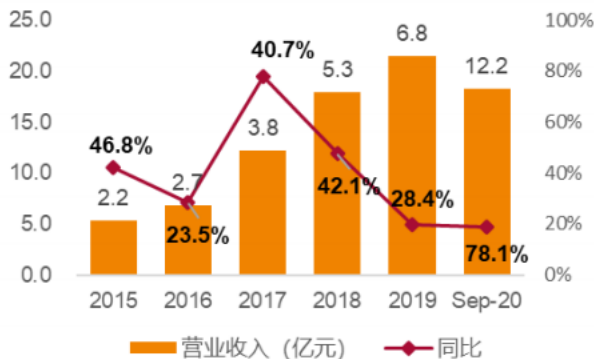
资料来源：wind，天风证券研究所

# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.7. 国瓷材料

公司前三季度实现营收18.28亿元，同比增长18.92%，归母净利润4.16亿元，同比增长15.89%；其中，20Q3单季度实现营收7.52亿元，同比增长48.84%，环比增长27.67%，归母净利润1.57亿元，同比增长42.32%，环比增长9.79%。

图 49：国瓷材料报告期营收及增速



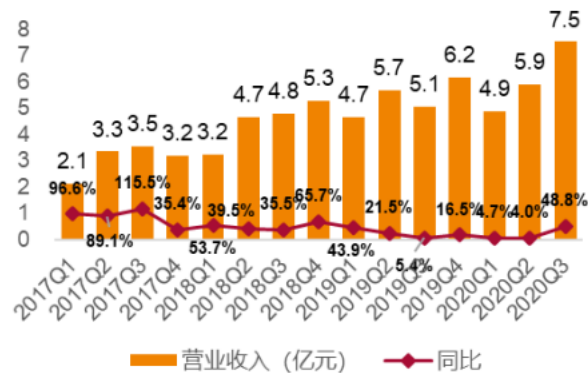
资料来源：wind，天风证券研究所

图 50：国瓷材料年度净利润及增速



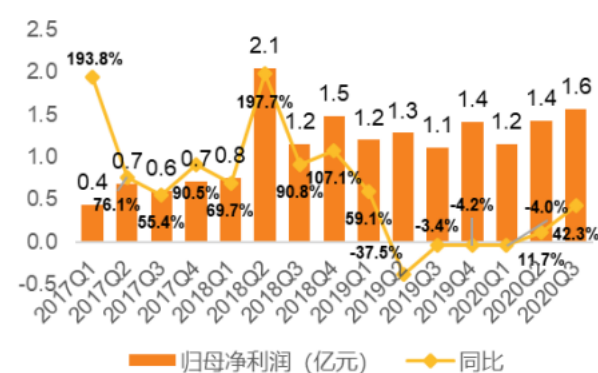
资料来源：wind，天风证券研究所

图 51：国瓷材料历史季度营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 52：国瓷材料历史季度净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

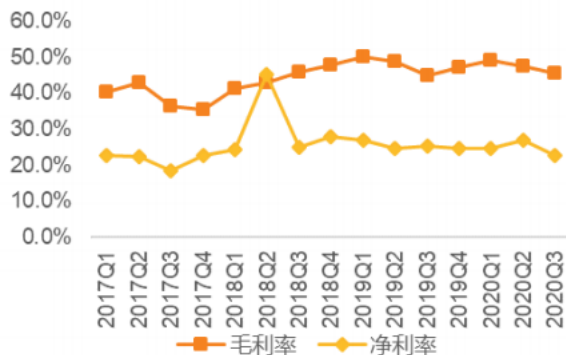
# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.7. 国瓷材料

公司20Q3毛利率为45.4%，同比提升0.4PCT，环比下降2.2PCT；净利率为22.7%，同比下降2.4PCT，环比下降4.3PCT。

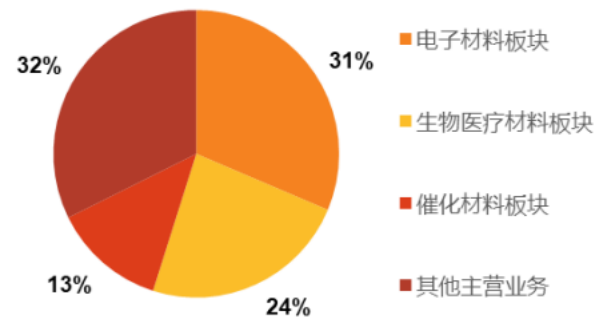
公司业绩变动主要原因：1、随着国内疫情得到有效控制,公司各项业务逐渐恢复正常,主要产品订单充足，当期利润较去年同期有所增加；2、预计报告期内非经常性损益对净利润的影响金额约为1800万元，主要是政府补贴。

图 53：国瓷材料季度毛利率及净利率



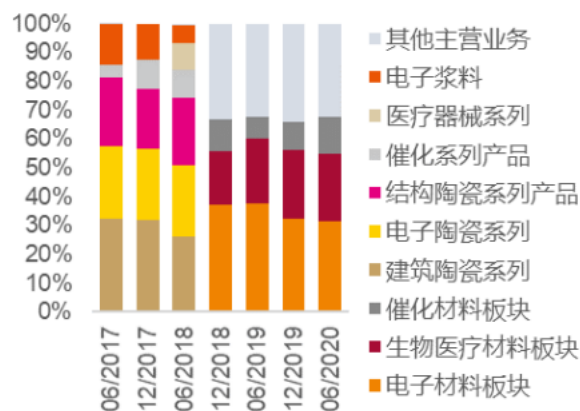
资料来源：wind，天风证券研究所

图 54：国瓷材料 20H1 年分产品营收结构



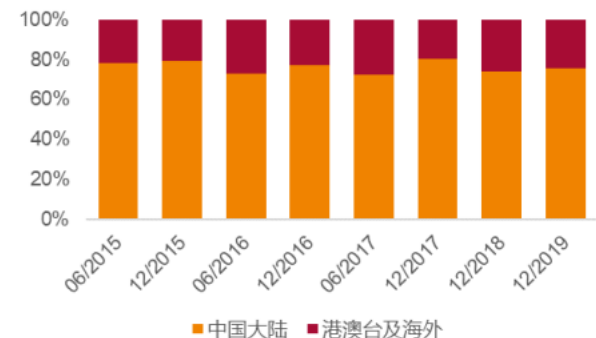
资料来源：wind，天风证券研究所

图 55：国瓷材料分产品营收结构



资料来源：wind，天风证券研究所

图 56：国瓷材料分地区营收结构



资料来源：wind，天风证券研究所

# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.8. 华新科

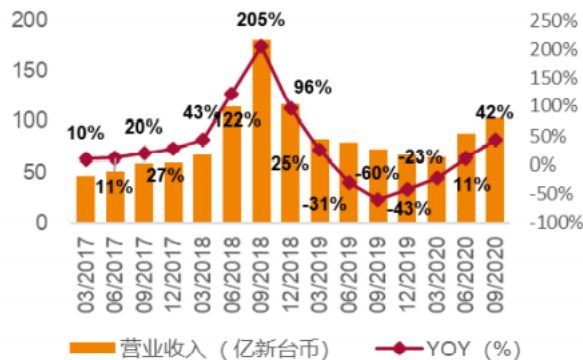
根据华新科20Q3财报，公司2020年前三季度实现营收254.9亿新台币，同比提升8.8%；归母净利润49.6亿新台币，同比下降9.8%。其中，20Q3单季度实现营收103.3亿新台币，同比提升42.4%，归母净利润23.8亿新台币，同比提升37.6%；

图 57：华新科报告期营收及增速



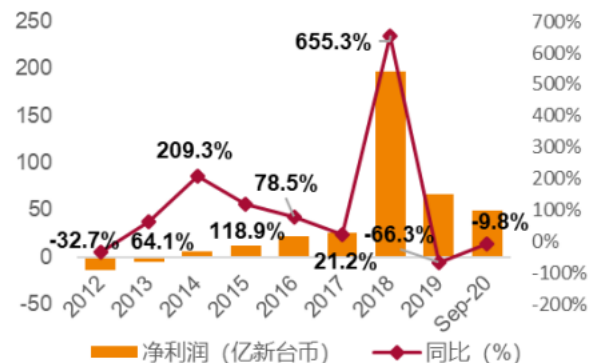
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 59：华新科历史季度营收及增速



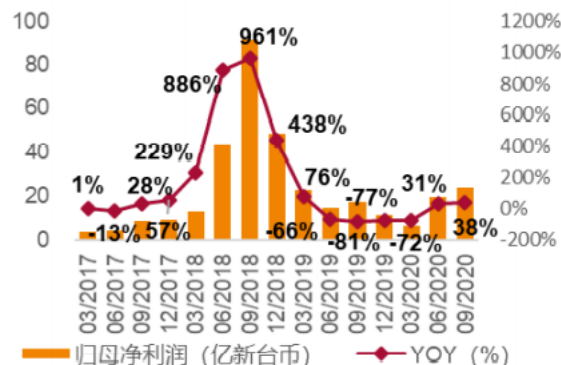
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 58：华新科报告期归母净利润及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 60：华新科历史季度归母净利润及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.8. 华新科

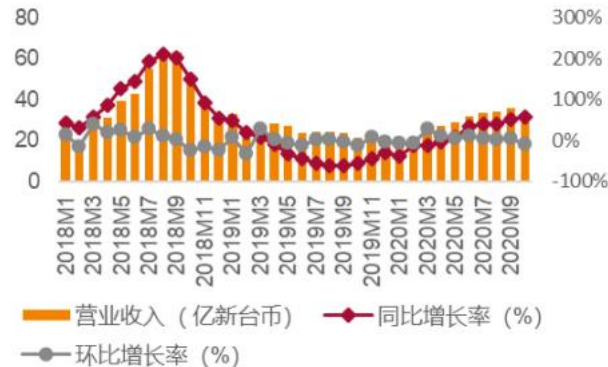
20Q3单季毛利率34.3%，同比19Q3提升5.3PCT，环比20Q2提升0.5PCT。根据公司月度营收速报，2020年10月，公司单月实现营收32.8亿新台币，同比提升56%，环比下降8%。

图 61：华新科季度毛利率和净利率



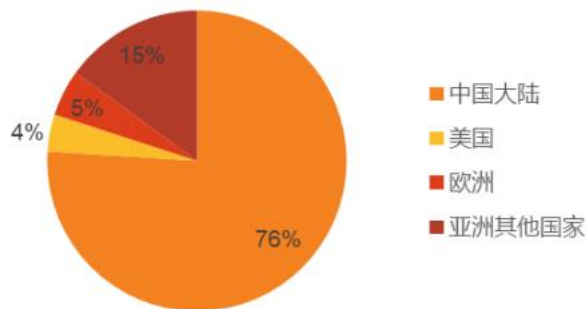
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 62：华新科月度营业收入及同比、环比增长率



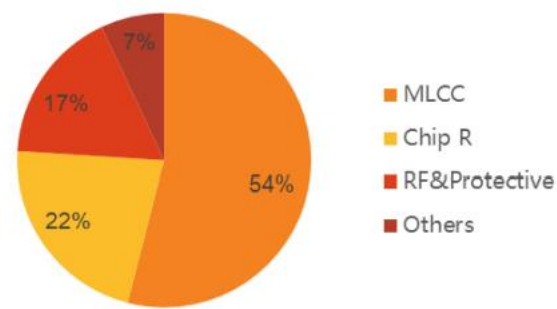
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 63：华新科 20H1 分地区收入结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 64：华新科 20H1 产品营收结构



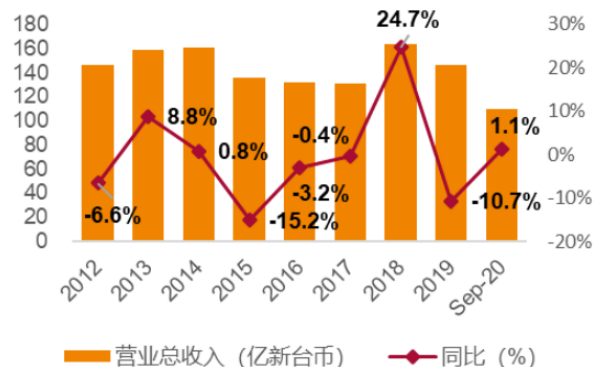
资料来源：公司财报，天风证券研究所

# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.9. 禾伸堂

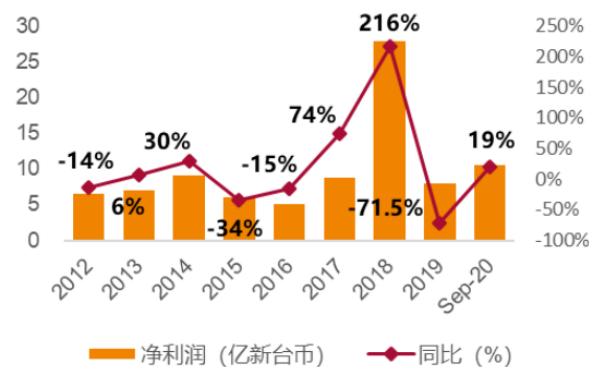
根据禾伸堂20Q3财报，公司2020年前三季度实现营收109.6亿新台币，同比提升1.1%；归母净利润10.5亿新台币，同比提升19.3%。其中，20Q3单季度实现营收41.57亿新台币，同比提升2.6%，归母净利润4.0亿新台币，同比提升16.8%；

图 65：禾伸堂报告期营收及增速



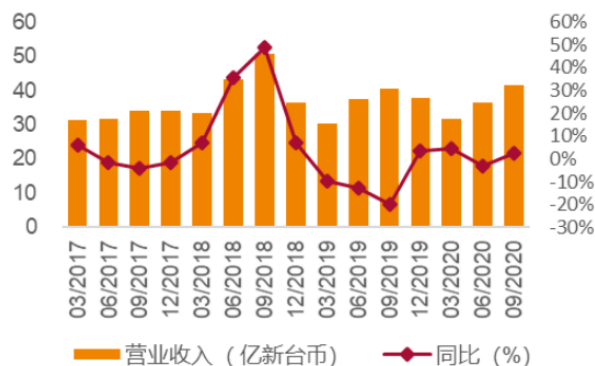
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 66：禾伸堂报告期归母净利润及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 67：禾伸堂历史季度营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 68：禾伸堂历史季度归母净利润及增速



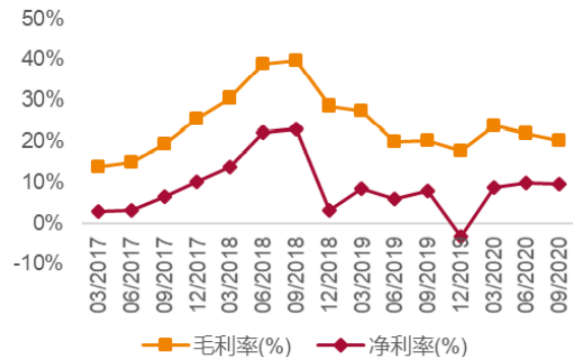
资料来源：公司财报，天风证券研究所

# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.9. 禾伸堂

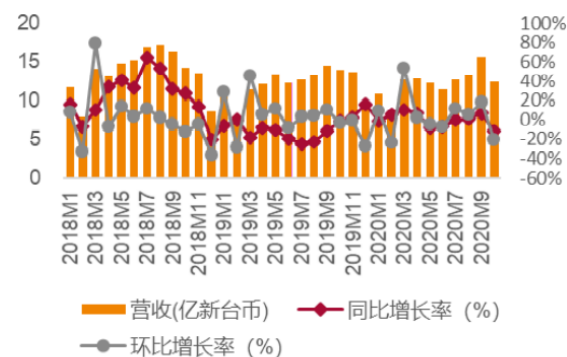
20Q3单季毛利率20.2%，同比19Q3提升0.01PCT，环比20Q2下降1.7PCT。根据公司月度营收速报，2020年10月，公司单月实现营收12.4亿新台币，同比下降11%，环比下降21%。

图 69：禾伸堂季度毛利率和净利率



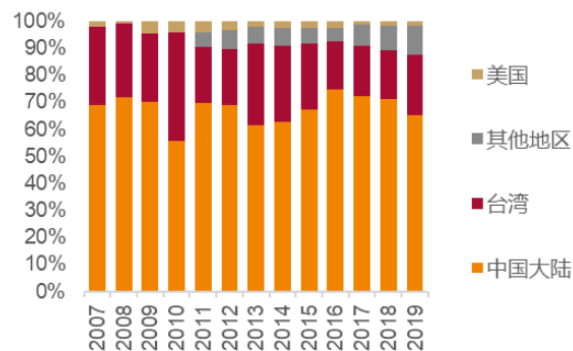
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 70：禾伸堂月度营业收入及同比、环比增长率



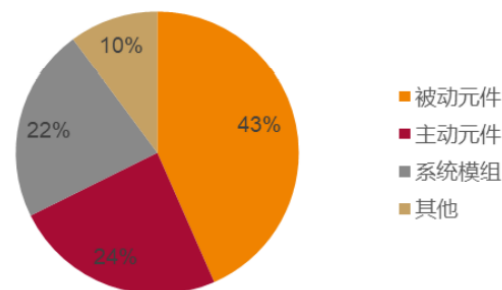
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 71：禾伸堂分地区营收结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 72：禾伸堂 20H1 产品营收结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所



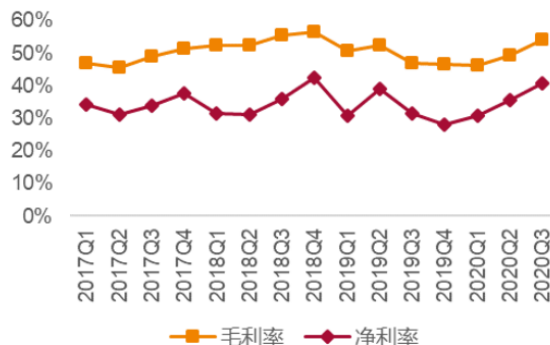
# 1. MLCC：营收增速大幅增长&毛利率高企，国内厂商表现亮眼

## 1.10. 三环集团

公司Q3毛利率为54.0%，同比提升7.2PCT，环比提升4.9PCT；净利率为40.7%，同比提升9.3PCT，环比提升5.2PCT。

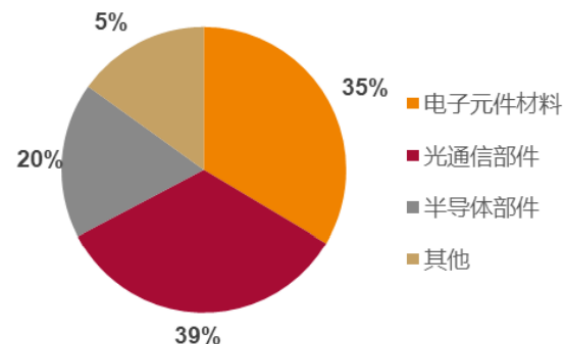
**公司业绩变动原因：** 受益于5G加速推进与国产替代驱动，市场需求增加，公司主要产品供不应求，电子元件及材料、半导体部件产品销售相应增长，影响当期利润增加。

图 77：三环集团季度毛利率与净利率



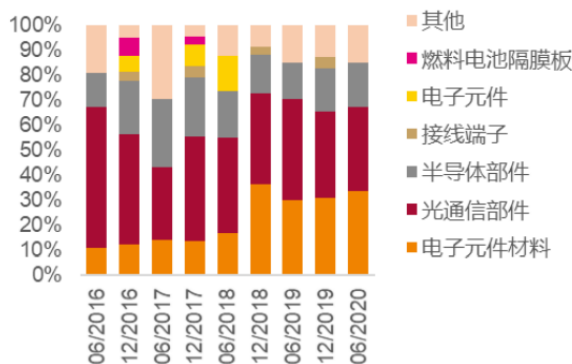
资料来源：wind，天风证券研究所

图 78：三环集团 20H1 产品收入结构



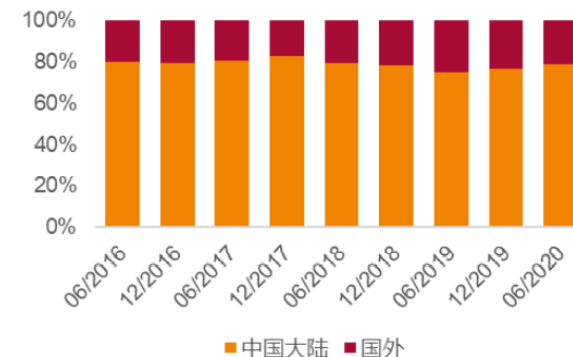
资料来源：wind，天风证券研究所

图 79：三环集团分产品历史营收结构



资料来源：wind，天风证券研究所

图 80：三环集团分地区历史营收结构



资料来源：wind，天风证券研究所



2

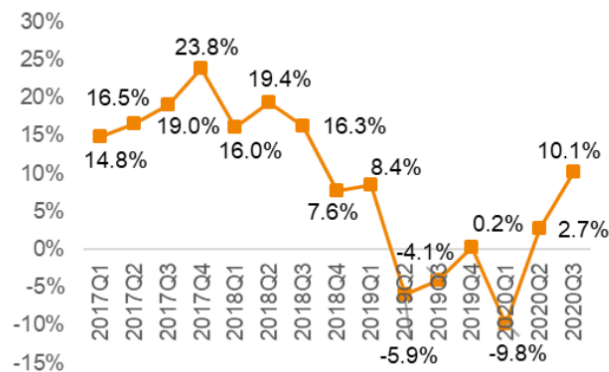
## 铝电解电容：景气度回升，汽车电子需求复苏释放新的增长点

## 2. 铝电解电容：景气度回升，汽车电子需求复苏释放新的增长点

### 2.1. 铝电解电容行业汇总

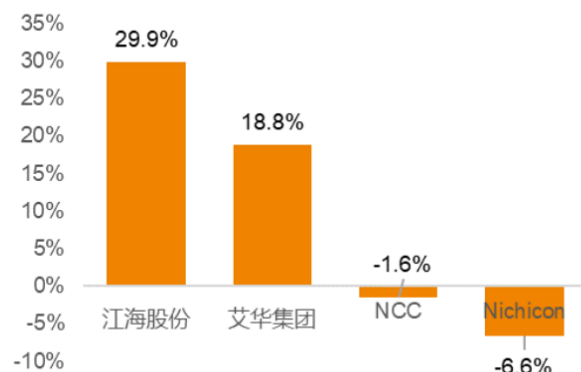
铝电解电容行业景气度回暖，营收增速探底回升。我们统计测算，铝电解电容板块20Q3单季营收同比增速为10.1%，同比19Q3提升14.2pct，环比20Q2增速回升7.4pct；单季营收增速从高到底排序分别为江海股份、艾华集团、NCC和Nichicon，单季营收增速分别为29.9%、18.8%、-1.6%和-6.6%。

图 81：铝电解电容行业-单季营收同比增速-算数平均



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

图 82：铝电解电容行业-单季营收同比增速-各公司



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

表 6：铝电解电容行业-季度营收同比增速-算数平均

|          | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 艾华集团     | 13.4%  | 31.8%  | 34.3%  | 5.7%   | 22.7%  | -7.9%  | -5.8%  | 12.9%  | -18.7% | 22.4%  | 18.8%  |
| 江海股份     | 22.1%  | 22.4%  | 15.1%  | 13.1%  | 8.8%   | 3.3%   | 11.0%  | 9.9%   | 1.3%   | 19.9%  | 29.9%  |
| NCC      | 17.3%  | 16.3%  | 12.6%  | 0.9%   | -5.1%  | -20.3% | -20.2% | -20.1% | -13.9% | -17.2% | -1.6%  |
| Nichicon | 11.4%  | 7.1%   | 3.2%   | 11.0%  | 7.2%   | 1.2%   | -1.4%  | -1.9%  | -8.0%  | -14.4% | -6.6%  |
| 算数平均     | 30.9%  | 51.8%  | 81.6%  | 28.8%  | 8.8%   | -15.2% | -26.7% | -12.2% | -6.2%  | 15.2%  | 39.9%  |

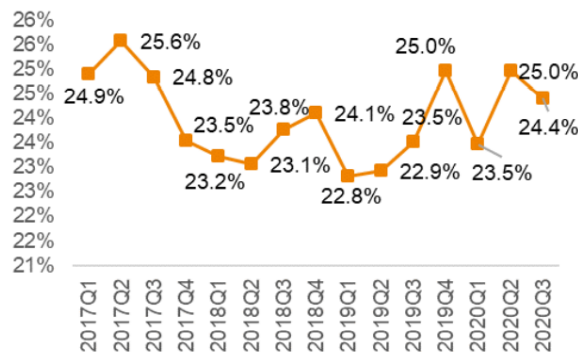
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

## 2. 铝电解电容：景气度回升，汽车电子需求复苏释放新的增长点

### 2.1. 铝电解电容行业汇总

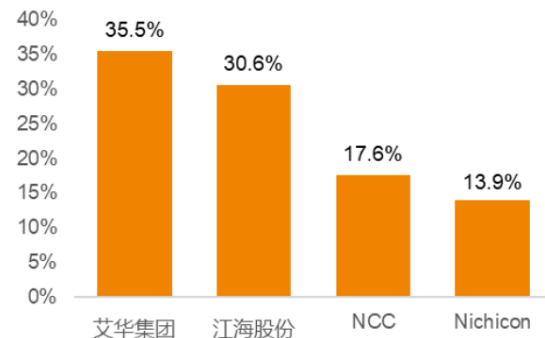
铝电解电容行业Q3毛利率同比上升、环比下降。我们统计测算，铝电解电容板块：20Q3平均毛利率为24.4%，同比19Q3提高0.9pct，环比20Q2下降0.6pct；毛利率从高到低排序为艾华集团、江海股份、NCC和Nichicon，Q3单季毛利率分别为35.5%、30.6%、17.6%和13.9%。

图 83：铝电解电容行业-单季毛利率-算数平均



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

图 84：铝电解电容行业-单季毛利率-各公司



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

表 7：铝电解电容行业-单季毛利率-算数平均

|          | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q1 | 2020Q2 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 艾华集团     | 29.5%  | 30.5%  | 31.5%  | 29.6%  | 26.8%  | 30.8%  | 32.6%  | 41.5%  | 33.6%  | 36.2%  | 35.5%  |
| 江海股份     | 24.0%  | 25.3%  | 26.5%  | 29.1%  | 29.3%  | 30.7%  | 29.4%  | 28.6%  | 29.4%  | 31.2%  | 30.6%  |
| NCC      | 20.3%  | 20.2%  | 18.8%  | 18.5%  | 18.3%  | 14.8%  | 15.5%  | 16.1%  | 15.9%  | 17.2%  | 17.6%  |
| Nichicon | 19.2%  | 16.2%  | 18.3%  | 19.2%  | 16.9%  | 15.5%  | 16.7%  | 13.7%  | 15.0%  | 15.2%  | 13.9%  |
| 算数平均     | 23.2%  | 23.1%  | 23.8%  | 24.1%  | 22.8%  | 22.9%  | 23.5%  | 25.0%  | 23.5%  | 25.0%  | 24.4%  |

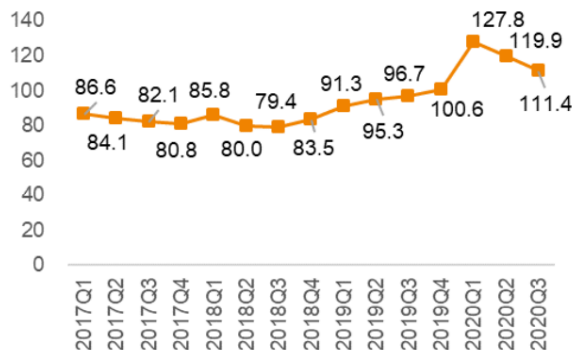
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

## 2.铝电解电容：景气度回升，汽车电子需求复苏释放新的增长点

### 2.1. 铝电解电容行业汇总

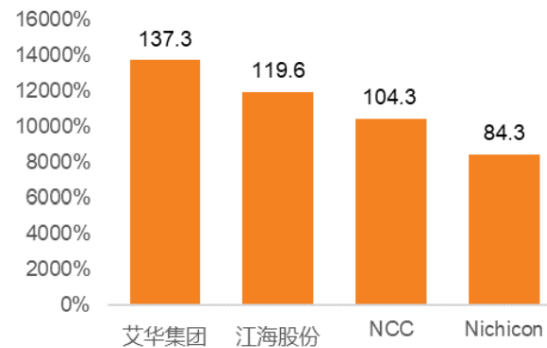
存货周转天数环比改善。20Q3行业平均存货周转天数为111.4天，同比19Q3上升了14.7天，环比20Q2降低了8.5天，自20Q1达到阶段性高点后连续两个季度下降。其中，艾华集团存货周转天数最高，Nichicon存货周转天数最少。

图 85：铝电解电容行业-存货周转天数/天



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

图 86：铝电解电容行业-存货周转天数-各公司/天



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

表 8：铝电解电容行业-存货周转天数-算数平均/天

|          | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 艾华集团     | 101.4  | 88.7   | 88.3   | 88.4   | 97.6   | 110.3  | 113.4  | 118.8  | 185.1  | 149.8  | 137.3  |
| 江海股份     | 94.6   | 81.8   | 81.1   | 85.9   | 112.7  | 106.0  | 105.4  | 100.7  | 144.2  | 127.8  | 119.6  |
| NCC      | 75.6   | 76.6   | 74.6   | 80.8   | 81.2   | 89.3   | 91.7   | 102.3  | 102.9  | 114.5  | 104.3  |
| Nichicon | 71.8   | 73.0   | 73.7   | 78.8   | 73.8   | 75.6   | 76.5   | 80.6   | 79.0   | 87.7   | 84.3   |
| 算数平均     | 85.8   | 80.0   | 79.4   | 83.5   | 91.3   | 95.3   | 96.7   | 100.6  | 127.8  | 119.9  | 111.4  |

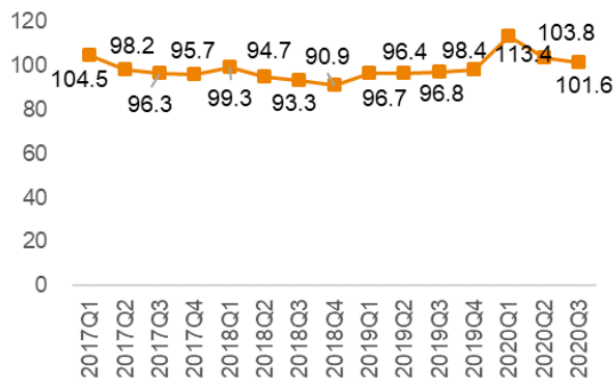
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

## 2. 铝电解电容：景气度回升，汽车电子需求复苏释放新的增长点

### 2.1. 铝电解电容行业汇总

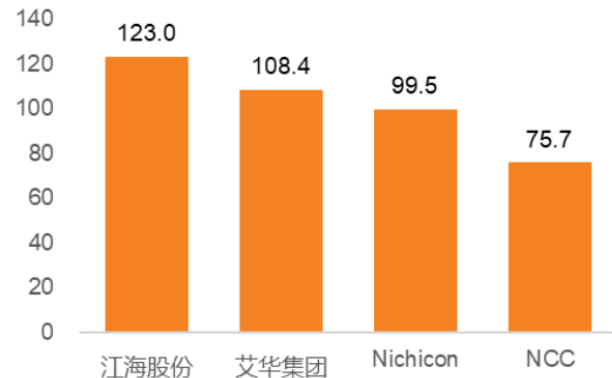
应收账款周转天数同比上升、环比下降。20Q3行业平均应收账款周转天数为101.6天，同比19Q3提高4.8天，环比20Q2降低了2.2天。横向来看，江海股份的应收账款周转天数最高，NCC应收账款周转天数最少。

图 87：铝电解电容行业-应收转款周转天数/天



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

图 88：铝电解电容行业-应收账款周转天数-各公司/天



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

表 9：铝电解电容行业-应收转款周转天数-算数平均/天

|          | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 艾华集团     | 111.1  | 102.6  | 97.8   | 93.7   | 97.9   | 100.1  | 99.6   | 102.6  | 132.2  | 113.7  | 108.4  |
| 江海股份     | 111.1  | 104.8  | 101.3  | 100.3  | 120.6  | 117.1  | 114.8  | 115.3  | 141.2  | 130.7  | 123.0  |
| NCC      | 77.1   | 76.7   | 75.5   | 73.7   | 72.1   | 74.0   | 78.2   | 75.8   | 77.9   | 73.6   | 75.7   |
| Nichicon | 97.9   | 94.6   | 98.7   | 96.1   | 96.3   | 94.3   | 94.5   | 99.7   | 102.5  | 97.2   | 99.5   |
| 算数平均     | 99.3   | 94.7   | 93.3   | 90.9   | 96.7   | 96.4   | 96.8   | 98.4   | 113.4  | 103.8  | 101.6  |

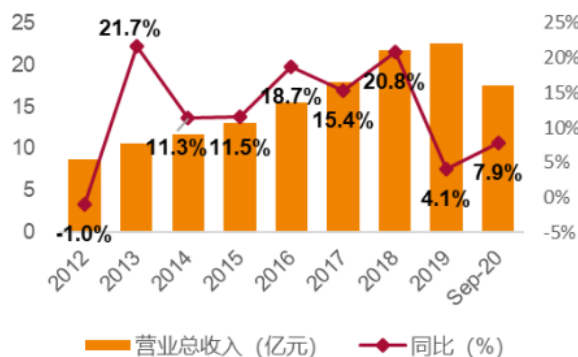
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

## 2.铝电解电容：景气度回升，汽车电子需求复苏释放新的增长点

### 2.2. 艾华集团

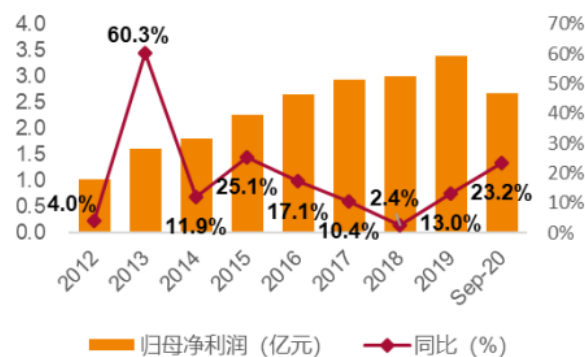
根据公司2020年Q3财报，公司前三季度实现营收17.49亿元，同比增长7.85%，归母净利润2.67亿元，同比增长23.22%；其中，20Q3单季度实现营收6.71亿元，同比增长18.79%，归母净利润0.91亿元，同比增长9.25%。

图 89：艾华集团报告期营收及增速



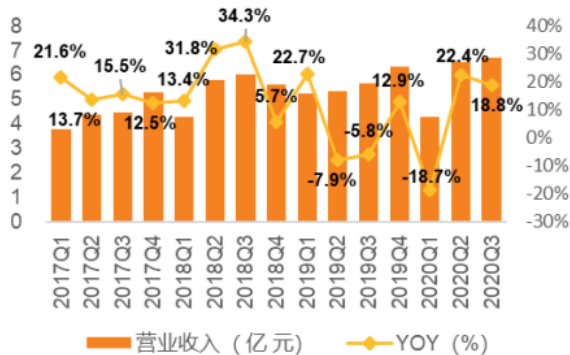
资料来源：wind，天风证券研究所

图 90：艾华集团报告期净利润及增速



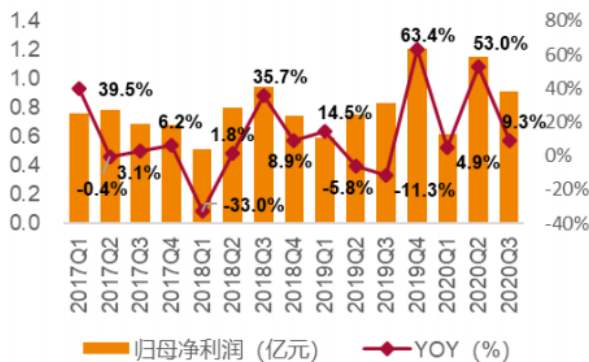
资料来源：wind，天风证券研究所

图 91：艾华集团历史季度营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 92：艾华集团历史季度归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

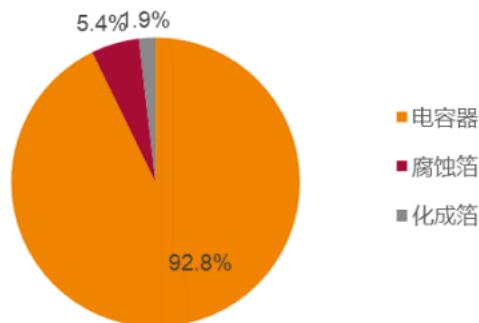
## 2.铝电解电容：景气度回升，汽车电子需求复苏释放新的增长点

### 2.2. 艾华集团

公司20Q3毛利率为35.5%，同比提升2.9PCT，环比下降0.7PCT；净利率为13.9%，同比下降1.0PCT，环比下降3.6PCT。

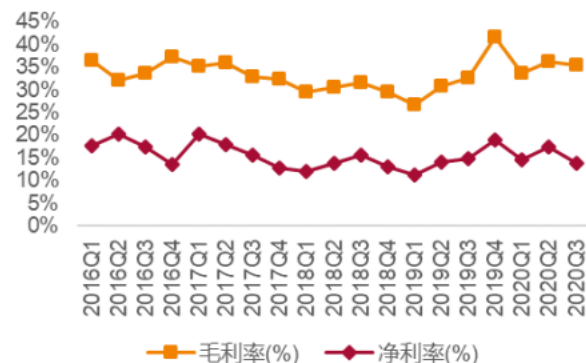
**公司业绩变动原因：**报告期内公司产能进一步提高，新设备投产提高了自动化率，同时原材料铝箔自给率进一步提升，降低了公司营业成本，进一步提升毛利率。

图 93：艾华集团 20H1 产品营收结构



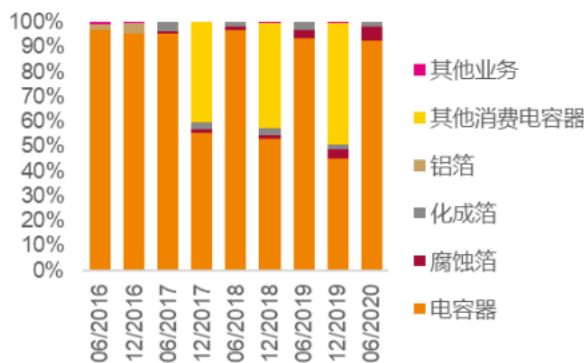
资料来源：wind，天风证券研究所

图 94：艾华集团季度毛利率和净利率



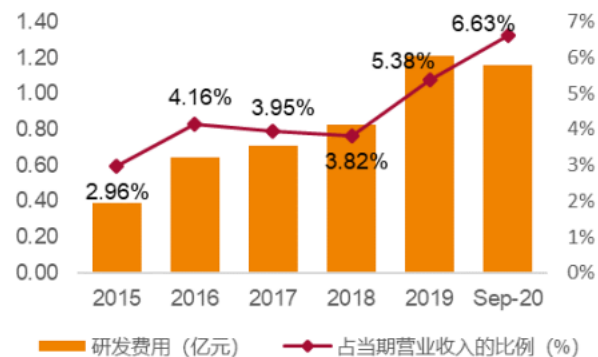
资料来源：wind，天风证券研究所

图 95：艾华集团按产品划分历史营收结构



资料来源：wind，天风证券研究所

图 96：艾华集团研发费用及其占营收比例



资料来源：wind，天风证券研究所

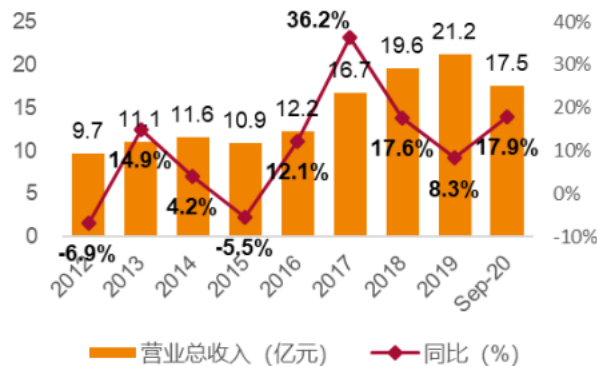
## 2.铝电解电容：景气度回升，汽车电子需求复苏释放新的增长点

### 2.3. 江海股份

根据公司2020年Q3财报，公司前三季度实现营收17.50亿元，同比增长17.88%，归母净利润2.21亿元，同比增长30.07%；其中，20Q3单季度实现营收6.87亿元，同比增长29.87%，归母净利润0.81亿元，同比增长23.61%。

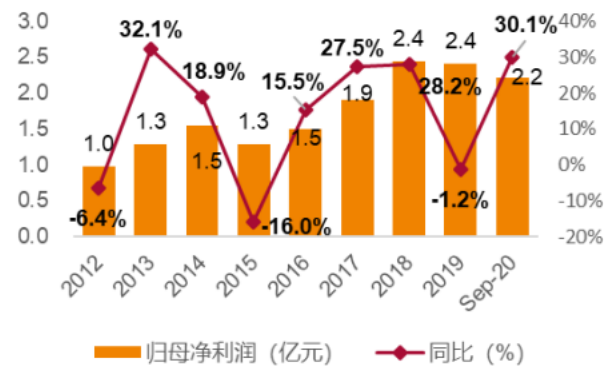
公司Q3毛利率为30.6%，同比提升1.2PCT，环比下降0.6PCT；净利率为12.2%，同比下降2.3PCT，环比下降3.5PCT。

图 97：江海股份报告期营收及增速



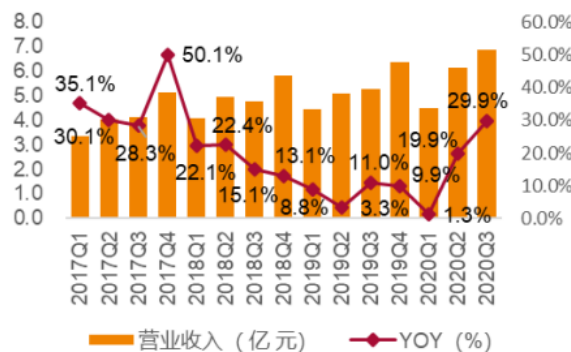
资料来源：wind，天风证券研究所

图 98：江海股份报告期归母净利润及增速



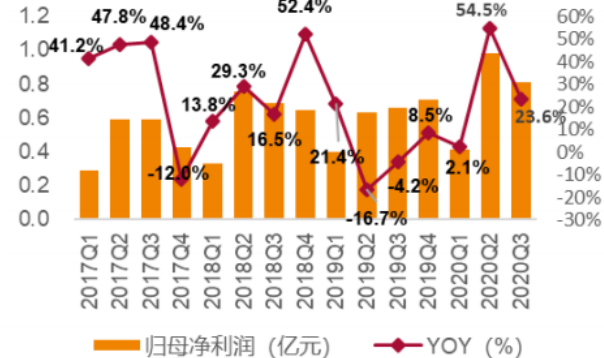
资料来源：wind，天风证券研究所

图 99：江海股份历史季度营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 100：江海股份历史季度归母净利润及增速



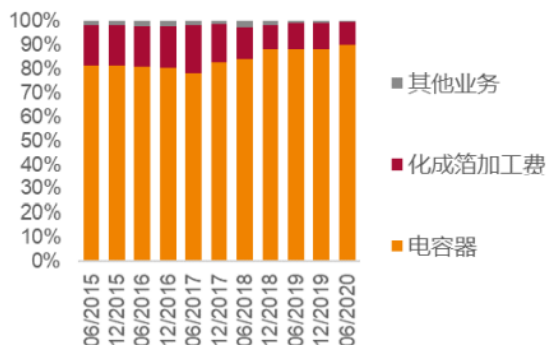
资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.铝电解电容：景气度回升，汽车电子需求复苏释放新的增长点

### 2.3. 江海股份

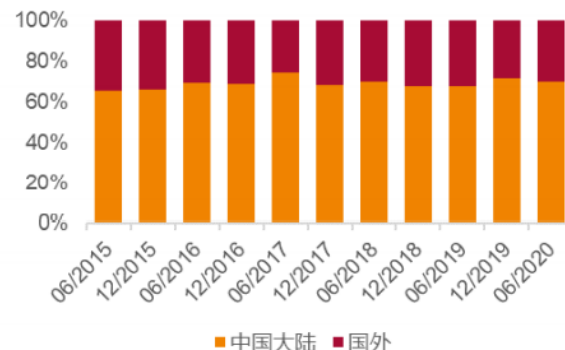
**业绩指引：**（1）超级电容器2020年销售目标1.5亿元。产品EDLC主要用于服务器、电视、智能三表、ETC等领域；LIC能量密度较高、充电时间快，在新能源客车、AGV等有很大的发展空间；（2）目前公司募集资金超级电容器项目、薄膜电容器项目正全力推进。其中，薄膜电容器投资进度为26%，产品技术性能和工艺水平持续提高，市场开拓取得积极进展，应用更趋多元化，至今年三季度来，产能利用率超过90%。正规划金属镀膜、大容量薄膜电容器技改扩产；超级电容器投资进度已达到60%，今年完成新生产场地搬迁和产能扩产。目前该项目已连续两个月营业收入超过2,000万元。

图 101：江海股份按产品划分历史收入结构



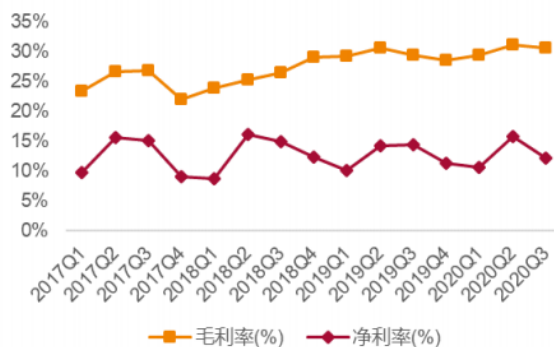
资料来源：wind，天风证券研究所

图 102：江海股份按地区划分历史收入结构



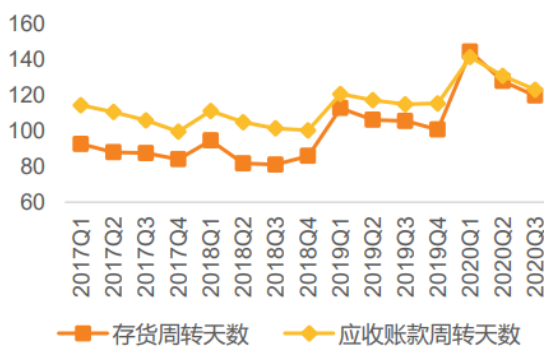
资料来源：wind，天风证券研究所

图 103：江海股份季度毛利率和净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 104：江海股份应收账款周转天数与应收账款周转天数/天



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.铝电解电容：景气度回升，汽车电子需求复苏释放新的增长点

### 2.4. Nippon Chemi-Con

公司FY2020 H1（2020/04/01-2020/09/30）实现营收521.8亿日元，同比下降9.4%，归母净利润为-1.5亿日元，同比提升94.0%。其中，公司Q2单季度（2020/07/01-2020/09/30）实现营收284.1亿日元，同比下降1.6%，归母净利润为4.6亿日元，同比提升138.4%；Q2毛利率17.6%，同比去年同期提高2.1PCT。

**Q2业绩变动原因：**（1）新产品的推出带来营收的提升；（2）固定成本减少；（3）成本削减措施进一步降低成本；（4）存货减少降低了产能利用率。

图 105：NCC 报告期营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 106：NCC 报告期归母净利润及增速



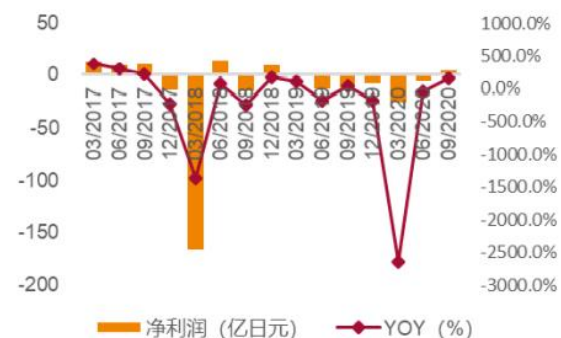
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 107：NCC 历史季度营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 108：NCC 历史季度归母净利润及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 2.铝电解电容：景气度回升，汽车电子需求复苏释放新的增长点

### 2.4. Nippon Chemi-Con

**20Q2营收结构变化情况：**新冠疫情蔓延放缓，产品市场需求均呈复苏状态（1）汽车电子：需求快速复苏，环比提升40%；（2）工业设备：环比提升11%，自5月份以来需求逐渐回升；（3）ICT：环比提升13%，受益于远程办公，PC和数据中心产品的需求依然强劲。

**业绩指引：**（1）汽车电子方面，随着中国区需求提升已经新能源汽车的加速发展，汽车电子产品需求有望持续提升；（2）ICT方面，随着IT设备、数据中心和5G建设将使ICT产品需求保持强劲态势；（3）预计公司铝电解电容器产品将从20H1的447.7亿日元提升至20H2的521.2亿日元，环比提升16.4%；（4）随着汽车电子和工业设备需求的持续复苏，预计全年营收将达到1135亿日元，其中H2营收为613.1亿日元，环比H1提升17.5%。

图 109：NCC 季度毛利率和净利率



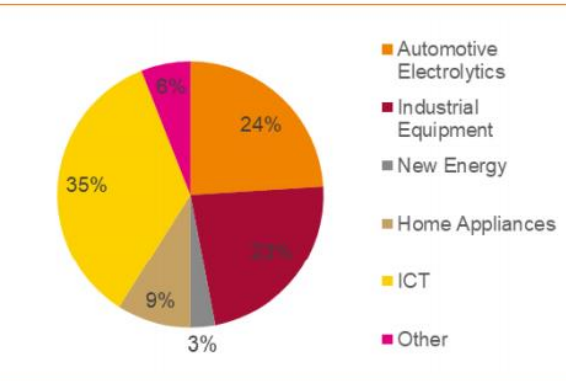
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 110：NCC 应收账款周转天数和存货周转天数/天



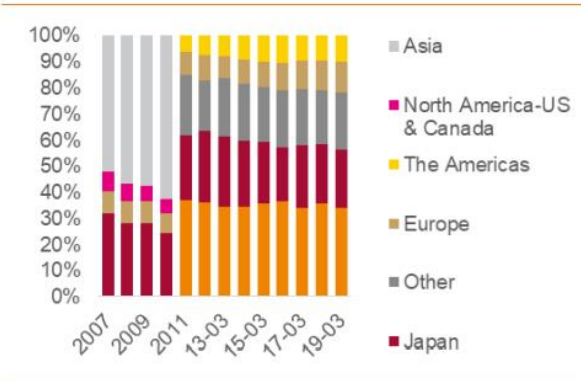
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 111：NCC FY2020 H1 按产品营收结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 112：NCC 地区划分收入结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 2.铝电解电容：景气度回升，汽车电子需求复苏释放新的增长点

### 2.5. Nichicon

根据Nichicon最新财报，公司FY2020 H1（2020/04/01-2020/09/30）实现营收536亿日元，同比下降10.4%，归母净利润为6.5亿日元，同比提升69.1%。

图 113：Nichicon 报告期营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 114：Nichicon 报告期归母净利润及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 115：Nichicon 历史季度营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 116：Nichicon 历史季度归母净利润及增速



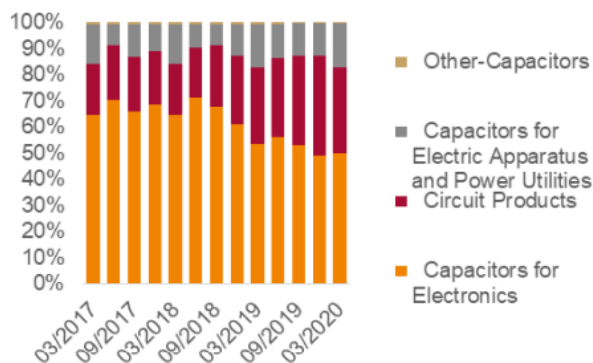
资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 2.铝电解电容：景气度回升，汽车电子需求复苏释放新的增长点

### 2.5. Nichicon

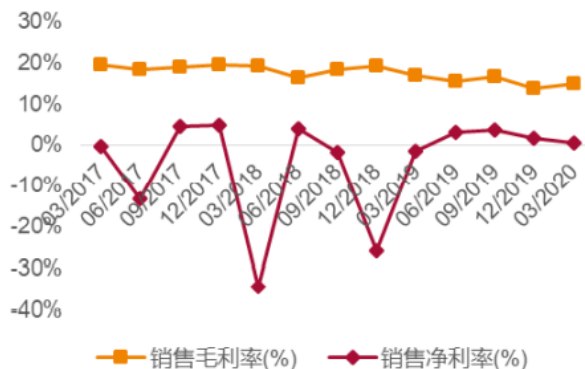
公司Q2单季度（2020/07/01-2020/09/30）实现营收285.7亿日元，同比下降6.6%，归母净利润为0.77亿日元，同比下降93.4%；Q2毛利率13.9%，同比去年同期下降2.8PCT。

图 117：Nichicon 按产品划分季度收入结构



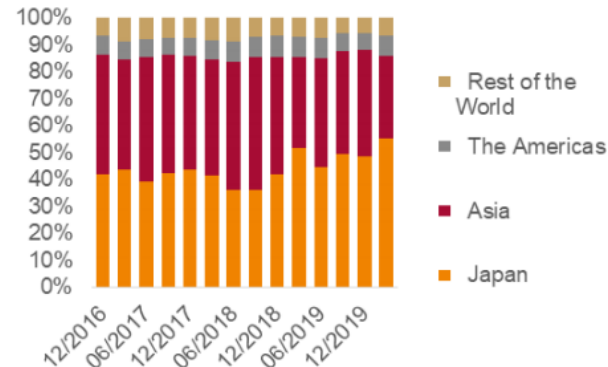
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 119：Nichicon 季度毛利率和净利率



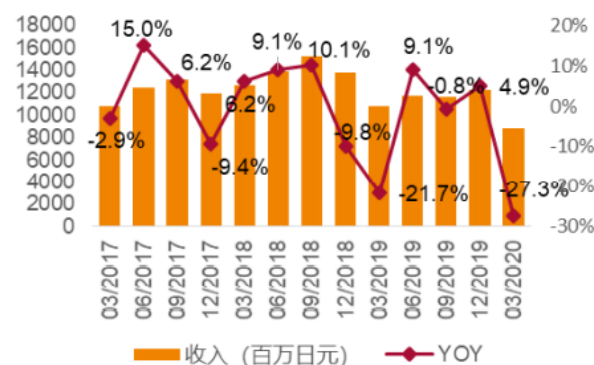
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 118：Nichicon 按地区划分季度收入结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 120：Nichicon Asia 地区营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所



3

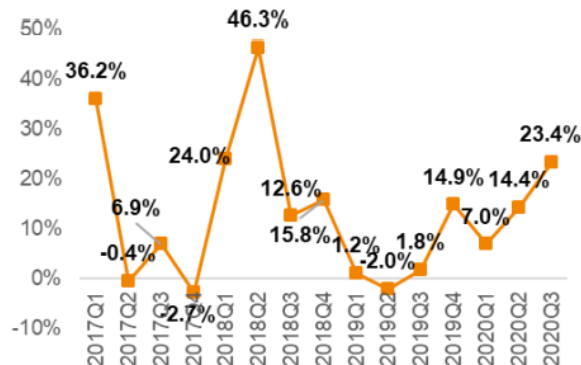
电感：增速持续攀升，国内厂商积极布局  
5G&汽车电子，增长明显

# 3.电感：增速持续攀升，国内厂商积极布局5G&汽车电子，增长明显

## 3.1. 电感行业汇总

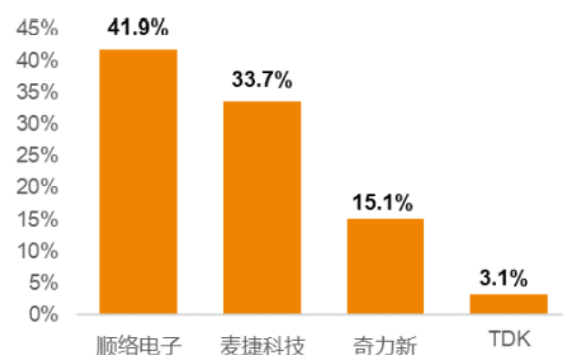
电感行业营收环比增速持续提升。我们统计测算，电感板块20Q3单季营收同比增速为23.4%，同比19Q3同比大幅增长21.6pct，环比20Q2增速提升9.0pct，连续两个季度提升；单季营收增速从高到底排序分别为顺络电子、麦捷科技、奇力新、TDK，单季营收增速分别为41.9%、33.7%、15.1%、3.1%。

图 121：电感行业-单季营收同比增速-算数平均



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

图 122：电感行业-2020Q1 单季营收同比增速-各公司



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

表 10：电感行业-季度营收同比增速-算数平均

|      | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 奇力新  | 9.5%   | 117.2% | 33.2%  | 24.7%  | 20.0%  | -6.6%  | -31.1% | -3.3%  | -2.1%  | 12.0%  | 15.1%  |
| 顺络电子 | 36.7%  | 40.5%  | 7.6%   | 2.5%   | 10.7%  | 5.5%   | 15.1%  | 24.4%  | 10.7%  | 24.7%  | 41.9%  |
| TDK  | 11.9%  | 18.5%  | 13.4%  | 2.8%   | 0.7%   | -1.8%  | -2.3%  | 1.4%   | -2.8%  | -8.1%  | 3.1%   |
| 麦捷科技 | 38.0%  | 9.1%   | -3.6%  | 33.3%  | -26.6% | -5.1%  | 25.5%  | 37.2%  | 22.0%  | 28.9%  | 33.7%  |
| 算数平均 | 24.0%  | 46.3%  | 12.6%  | 15.8%  | 1.2%   | -2.0%  | 1.8%   | 14.9%  | 7.0%   | 14.4%  | 23.4%  |

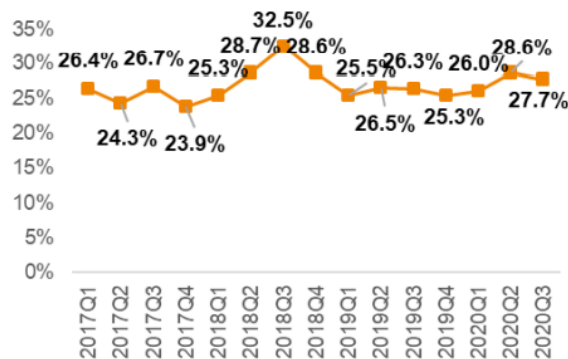
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

# 3.电感：增速持续攀升，国内厂商积极布局5G&汽车电子，增长明显

## 3.1. 电感行业汇总

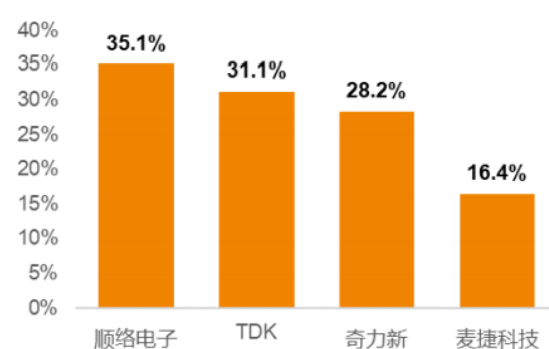
电感行业Q3毛利率同比提升，环比微降。我们统计测算，电感板块：20Q3平均毛利率为27.7%，同比19Q3上升1.4pct，环比20Q2下降0.9pct；毛利率从高到低排序为顺络电子、TDK、奇力新、麦捷科技，Q1单季毛利率分别为35.1%、31.1%、28.2%、16.4%。

图 123：电感行业-单季毛利率-算数平均



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

图 124：电感行业-2020Q1 单季毛利率-各公司



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

表 11：电感行业-单季毛利率-算数平均

|      | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 奇力新  | 25.2%  | 34.1%  | 42.0%  | 32.7%  | 29.1%  | 26.3%  | 22.7%  | 15.2%  | 25.2%  | 30.9%  | 28.2%  |
| 顺络电子 | 33.3%  | 35.8%  | 38.1%  | 31.0%  | 34.8%  | 35.7%  | 33.5%  | 33.0%  | 35.3%  | 38.3%  | 35.1%  |
| TDK  | 24.9%  | 27.6%  | 30.4%  | 30.4%  | 25.8%  | 28.5%  | 31.4%  | 32.0%  | 25.8%  | 29.0%  | 31.1%  |
| 麦捷科技 | 17.9%  | 17.2%  | 19.4%  | 20.1%  | 12.0%  | 15.4%  | 17.9%  | 21.2%  | 17.7%  | 16.4%  | 16.4%  |
| 算数平均 | 25.3%  | 28.7%  | 32.5%  | 28.6%  | 25.5%  | 26.5%  | 26.3%  | 25.3%  | 26.0%  | 28.6%  | 27.7%  |

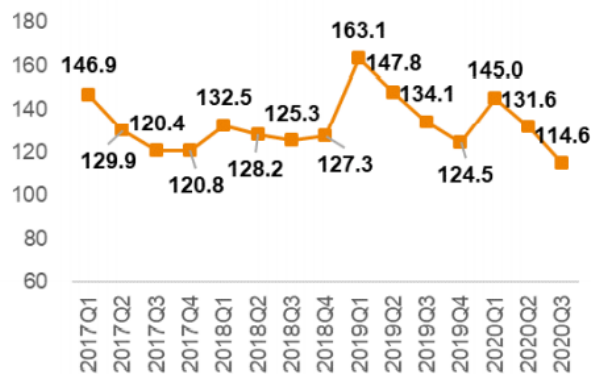
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

# 3.电感：增速持续攀升，国内厂商积极布局5G&汽车电子，增长明显

## 3.1. 电感行业汇总

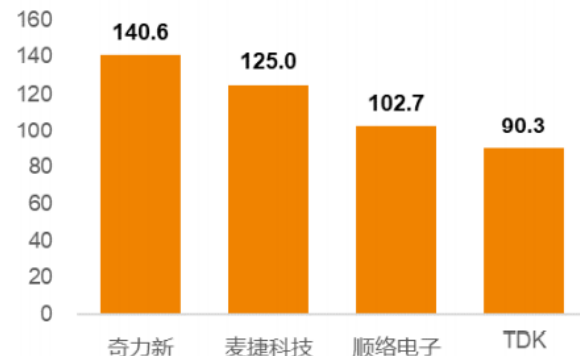
存货周转天数持续降低。20Q3行业平均存货周转天数为114.6天，同比19Q3下降了19.5天，环比20Q2降低了17.0天，自20Q1达到阶段高点后，连续两个季度下降。其中，奇力新存货周转天数最高，TDK存货周转天数最少。

图 125：电感行业-存货周转天数-算数平均（天）



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

图 126：电感行业-存货周转天数-各公司/天



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

表 12：电感行业-存货周转天数-算数平均/天

|      | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 奇力新  | 158.2  | 160.9  | 145.8  | 154.5  | 198.7  | 181.9  | 164.1  | 151.7  | 155.6  | 154.72 | 140.61 |
| 顺络电子 | 107.6  | 91.8   | 95.6   | 97.8   | 118.4  | 110.8  | 103.5  | 101.9  | 135.7  | 123.02 | 102.67 |
| TDK  | 71.2   | 78.6   | 79.7   | 83.5   | 80.5   | 86.2   | 85.2   | 91.3   | 88.4   | 95.89  | 90.29  |
| 麦捷科技 | 193.1  | 181.7  | 180.0  | 173.2  | 254.8  | 212.1  | 183.5  | 153.3  | 200.4  | 152.6  | 125.0  |
| 算数平均 | 132.5  | 128.2  | 125.3  | 127.3  | 163.1  | 147.8  | 134.1  | 124.5  | 145.0  | 131.6  | 114.6  |

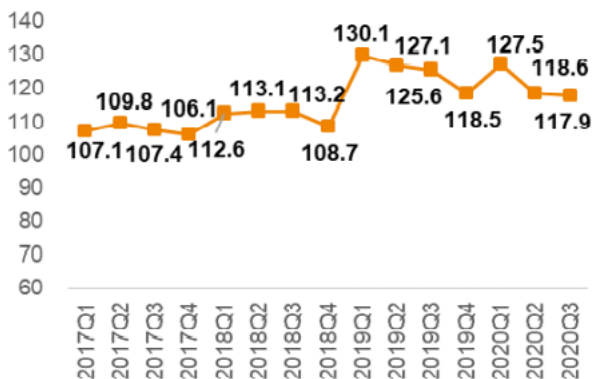
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

# 3.电感：增速持续攀升，国内厂商积极布局5G&汽车电子，增长明显

## 3.1. 电感行业汇总

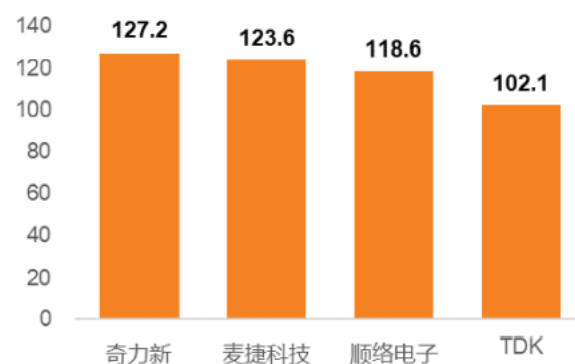
应收账款周转天数同比、环比皆降低。20Q3行业平均应收账款周转天数为117.9天，同比19Q3下降了7.7天，环比20Q2降低了0.7天。横向来看，奇力新的应收账款周转天数最高，TDK应收账款周转天数最少。

图 127：电感行业-应收转款周转天数-算数平均（天）



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

图 128：电感行业-应收账款周转天数-各公司/天



资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

表 13：电感行业-应收转款周转天数-算数平均/天

|             | 2018Q1       | 2018Q2       | 2018Q3       | 2018Q4       | 2019Q1       | 2019Q2       | 2019Q3       | 2019Q4       | 2020Q1       | 2020Q2       | 2020Q3       |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 奇力新         | 121.3        | 126.6        | 120.8        | 112.6        | 131.5        | 139.2        | 139.5        | 133.6        | 127.5        | 123.34       | 127.18       |
| 顺络电子        | 131.5        | 125.5        | 120.8        | 116.2        | 130.2        | 127.7        | 123.5        | 118.6        | 136.7        | 124.43       | 118.57       |
| TDK         | 80.2         | 87.6         | 97.5         | 90.2         | 80.9         | 89.8         | 102.3        | 93.6         | 83.0         | 88.89        | 102.12       |
| 麦捷科技        | 117.4        | 112.8        | 113.8        | 115.8        | 177.9        | 151.6        | 137.1        | 128.2        | 162.8        | 137.9        | 123.6        |
| <b>算数平均</b> | <b>112.6</b> | <b>113.1</b> | <b>113.2</b> | <b>108.7</b> | <b>130.1</b> | <b>127.1</b> | <b>125.6</b> | <b>118.5</b> | <b>127.5</b> | <b>118.6</b> | <b>117.9</b> |

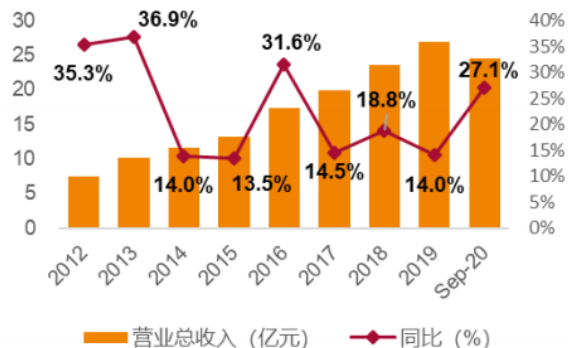
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

# 3.电感：增速持续攀升，国内厂商积极布局5G&汽车电子，增长明显

## 3.2. 顺络电子

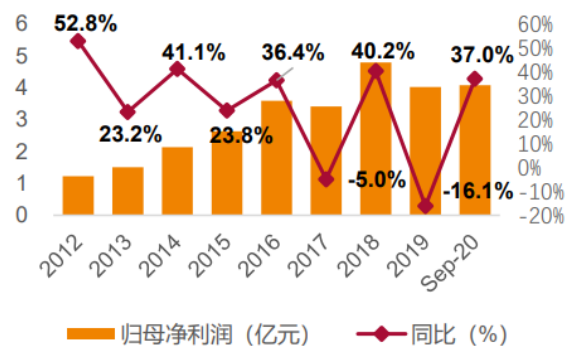
根据公司2020年Q3财报，公司前三季度实现营收24.55亿元，同比增长27.11%，归母净利润4.07亿元，同比增长37.03%；其中，20Q3单季度实现营收10.13亿元，同比增长41.87%，归母净利润1.65亿元，同比增长61.84%。公司Q3毛利率为35.1%，同比提升1.6PCT，环比下降3.2PCT；净利率为16.7%，同比提升2.2PCT，环比下降1.0PCT。

图 129：顺络电子报告期营收及增速



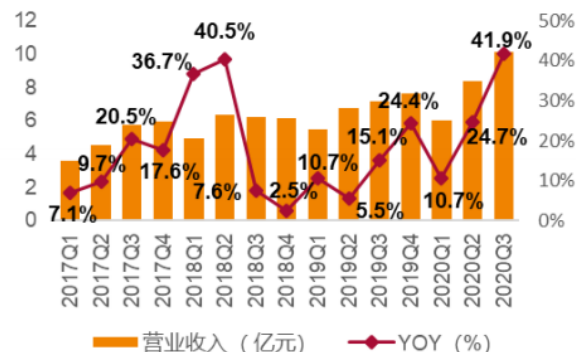
资料来源：wind，天风证券研究所

图 130：顺络电子报告期归母净利润及增速



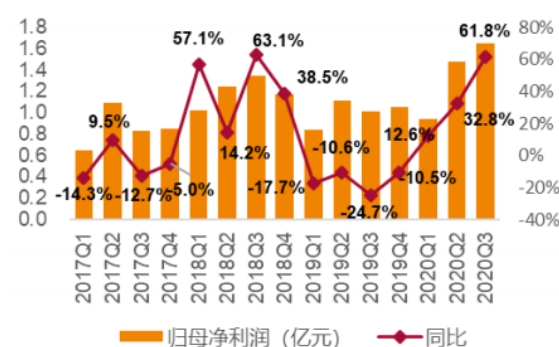
资料来源：wind，天风证券研究所

图 131：顺络电子历史季度营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 132：顺络电子历史季度归母净利润及增速



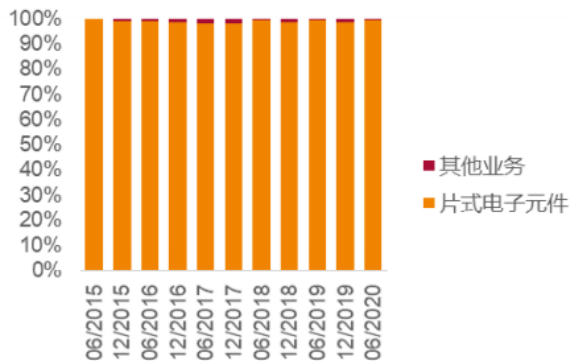
资料来源：wind，天风证券研究所

# 3.电感：增速持续攀升，国内厂商积极布局5G&汽车电子，增长明显

## 3.2. 顺络电子

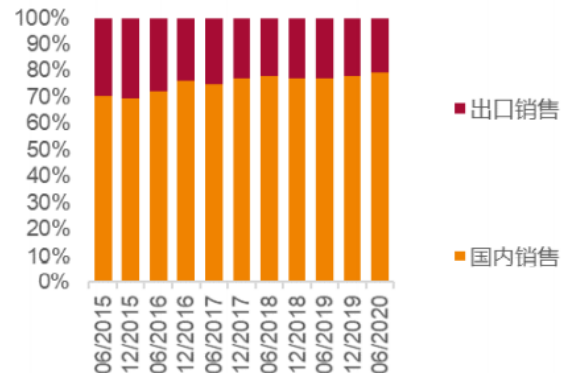
公司业绩增长主要原因：（1）公司核心产品高端片式电感器，产能和技术持续提升，竞争优势持续增加；（2）5G基站、5G终端、汽车电子等新领域销售规模快速成长；（3）新产品持续投放市场、销售规模快速成长，同时提升了一站式服务能力；新市场、新产品业务增长有力地拉动了公司整体销售规模快速增长。

图 133：顺络电子按产品划分历史收入结构



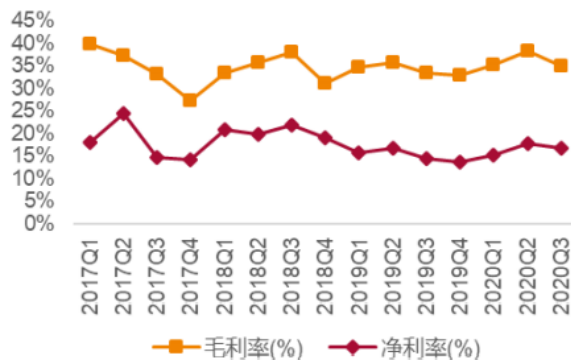
资料来源：wind，天风证券研究所

图 134：顺络电子按地区划分历史收入结构



资料来源：wind，天风证券研究所

图 135：顺络电子季度毛利率和净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 136：顺络电子电子元件出货量 (亿只)



资料来源：wind，天风证券研究所

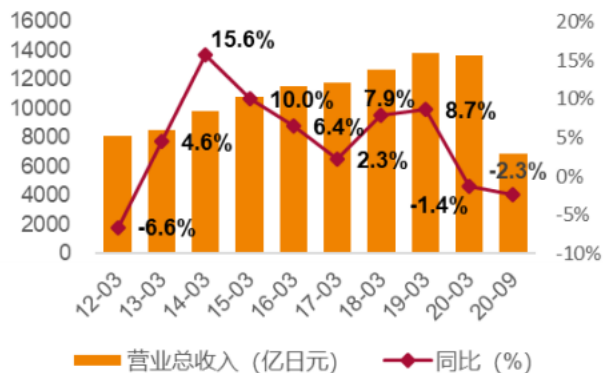
# 3.电感：增速持续攀升，国内厂商积极布局5G&汽车电子，增长明显

## 3.3. TDK

根据TDK最新财报，公司FY2020 H1（2020/04/01-2020/09/30）实现营收6911亿日元，同比下降2.3%，归母净利润为422亿日元，同比下降6.0%。

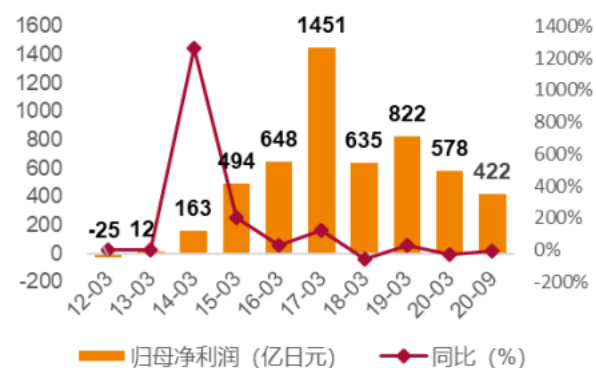
其中，公司Q2单季度（2020/07/01-2020/09/30）实现营收3817亿日元，同比提升3.1%，归母净利润为290亿日元，同比下降1.1%；Q2毛利率31.1%，同比去年同期下降0.2PCT。

图 137：TDK 报告期营收及增速



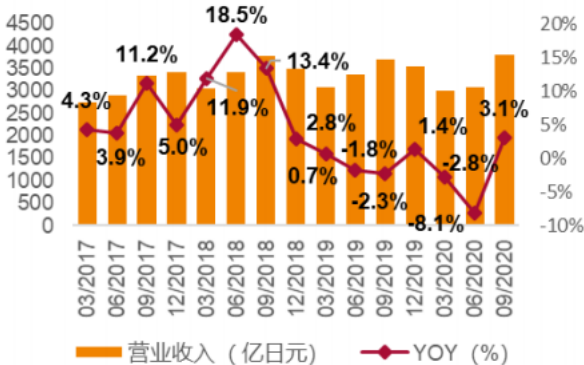
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 138：TDK 报告期归母净利润及增速



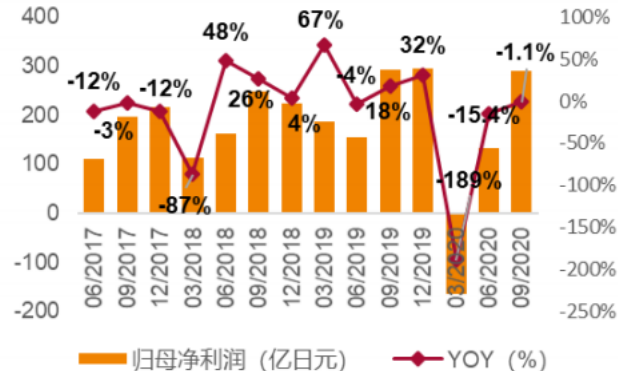
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 139：TDK 历史季度营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 140：TDK 历史季度归母净利润及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

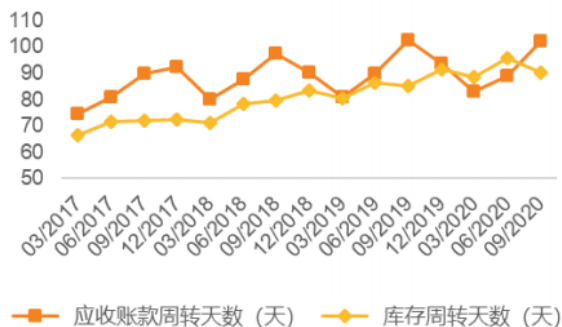
# 3.电感：增速持续攀升，国内厂商积极布局5G&汽车电子，增长明显

## 3.3. TDK

公司Q2收入结构重要变化情况：（1）被动元件板块营收994亿日元，环比提升17.8%；（2）能源类产品营收2007亿日元，环比增长227.9%；（3）磁性应用产品营收504亿日元，同比提升31.6%；（4）传感器应用板块营收198亿日元，环比提升34.7%。

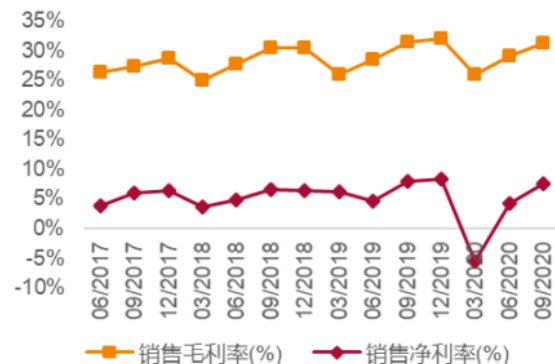
**业绩指引：**根据H1的经营业绩情况，特别是Q2业绩超预期，结合最近强劲的订单势头，上修全年业绩指引，预计全年营收14000亿日元，同比提升2.7%。

图 141：TDK 存货周转天数和应收账款周转天数/天



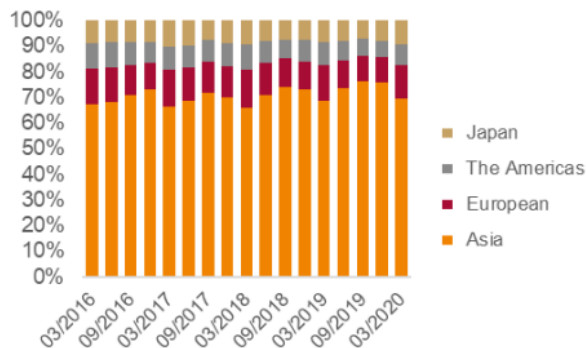
资料来源：公司财报、天风证券研究所

图 142：TDK 季度毛利率和净利率



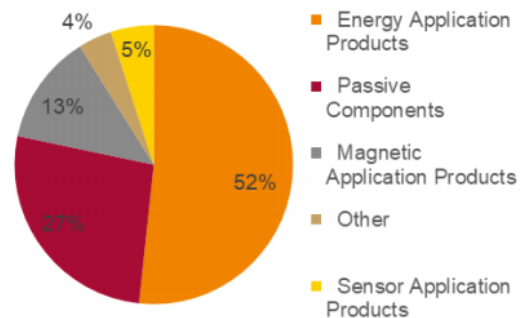
资料来源：公司财报、天风证券研究所

图 143：TDK 分地区季度营收结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 144：TDK FY220H1 分产品营收结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

# 3.电感：增速持续攀升，国内厂商积极布局5G&汽车电子，增长明显

## 3.4. 奇力新

根据奇力新20Q3财报，公司2020年前三季度实现营收129.1亿新台币，同比提升8.7%；归母净利润13.9亿新台币，同比提升39.5%。其中，20Q3单季度实现营收47.9亿新台币，同比提升15.1%，归母净利润5.4亿新台币，同比提升111.7%。

图 145：奇力新报告期营收及增速



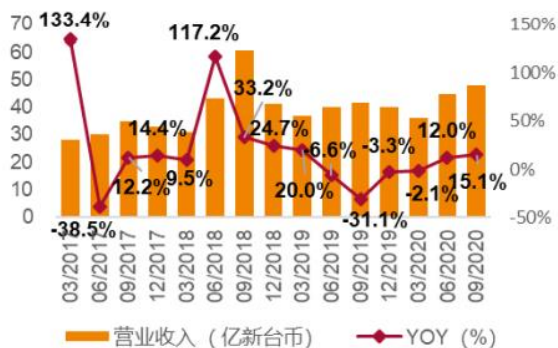
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 146：奇力新报告期归母净利润及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 147：奇力新历史季度营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 148：奇力新历史季度归母净利润及增速



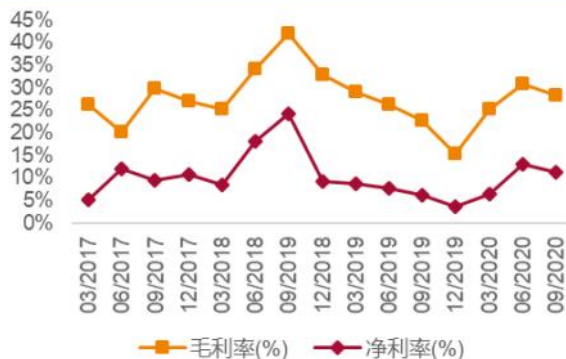
资料来源：公司财报，天风证券研究所

### 3.电感：增速持续攀升，国内厂商积极布局5G&汽车电子，增长明显

#### 3.4. 奇力新

20Q3单季毛利率28.2%，同比19Q3提升5.6PCT，环比20Q2下降2.7PCT。根据公司月度营收速报，2020年10月，公司单月实现营收14.8亿新台币，同比提升12.8%，环比下降9.1%。

图 149：奇力新季度毛利率和净利率



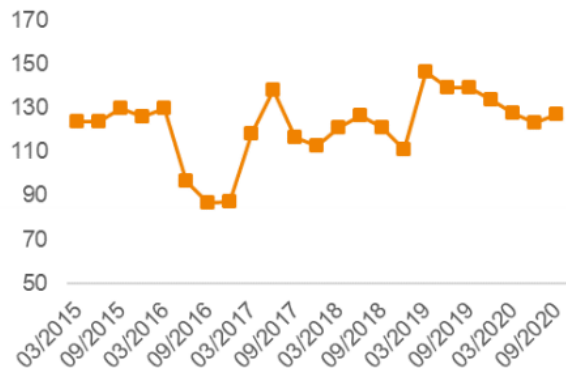
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 150：奇力新月度营业收入及同比、环比增长率



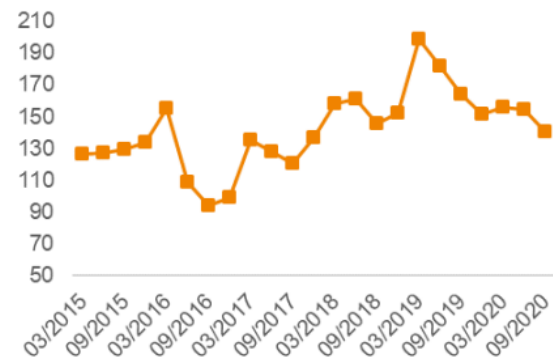
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 151：奇力新应收账款周转天数



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 152：奇力新存货周转天数



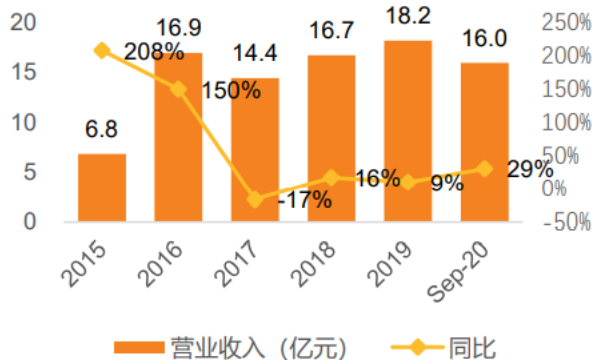
资料来源：公司财报，天风证券研究所

# 3.电感：增速持续攀升，国内厂商积极布局5G&汽车电子，增长明显

## 3.5. 麦捷科技

根据公司2020年Q3财报，公司前三季度实现营收15.95亿元，同比增长29.45%，归母净利润0.71亿元，同比下降5.19%；其中，20Q3单季度实现营收7.2亿元，同比增长33.67%，归母净利润0.32亿元，同比下降33.49%。

图 153：麦捷科技报告期营收及增速



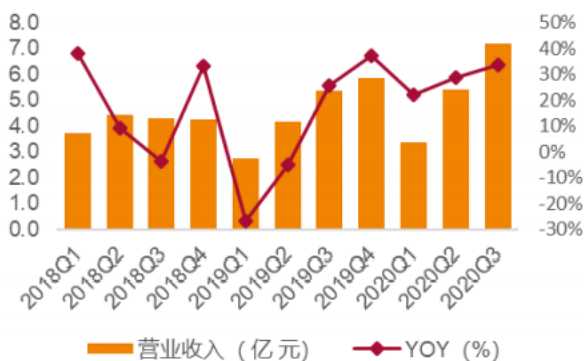
资料来源：wind，天风证券研究所

图 154：麦捷科技报告期归母净利润及增速



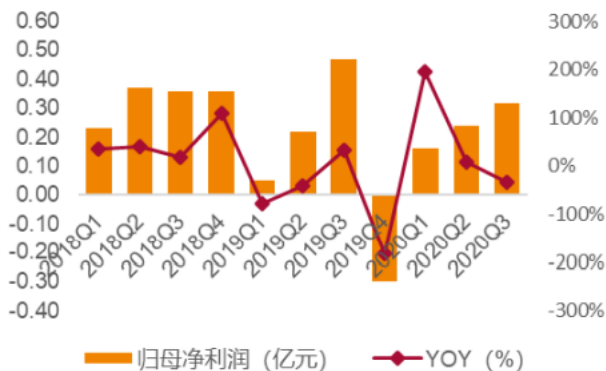
资料来源：wind，天风证券研究所

图 155：麦捷科技历史季度营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 156：麦捷科技历史季度归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.电感：增速持续攀升，国内厂商积极布局5G&汽车电子，增长明显

#### 3.5. 麦捷科技

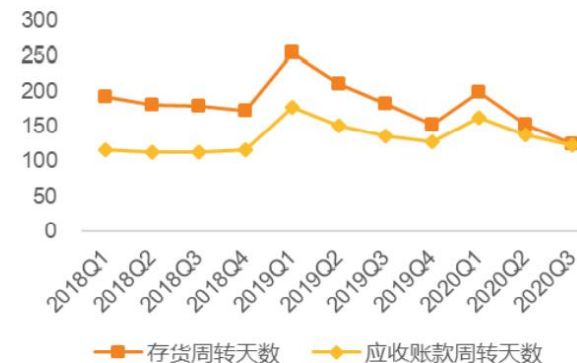
公司Q3毛利率为16.4%，同比下降1.5PCT，环比保持不变；净利率为5.1%，同比下降4.6PCT，环比下降0.3PCT。

图 157：麦捷科技季度毛利率和净利率



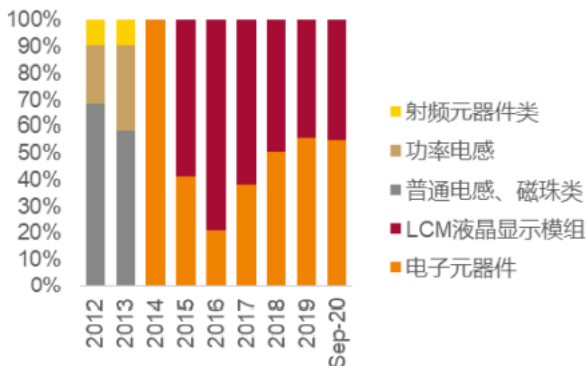
资料来源：wind，天风证券研究所

图 158：麦捷科技存货周转天数和应收账款周转天数/天



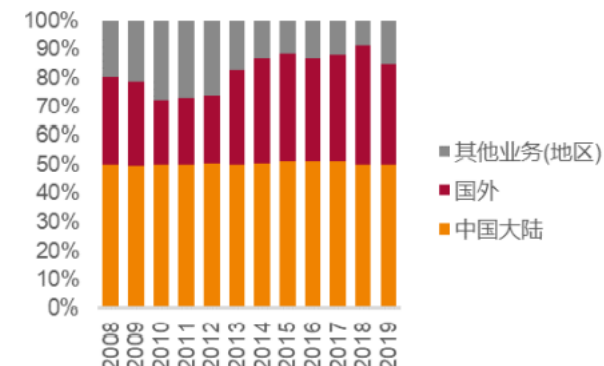
资料来源：wind，天风证券研究所

图 159：麦捷科技分产品历史营收结构



资料来源：wind，天风证券研究所

图 160：麦捷科技分地区历史营收结构



资料来源：wind，天风证券研究所



#### 4

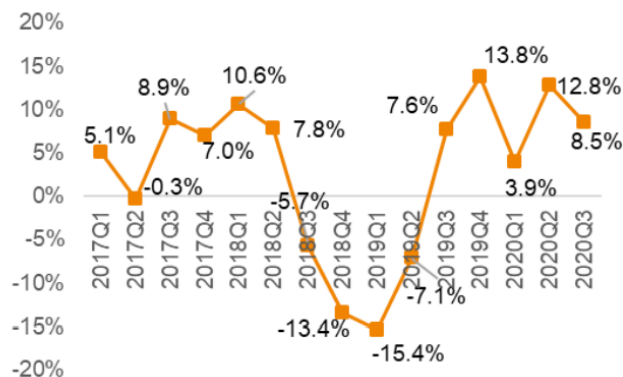
石英晶振：行业高景气，进口替代加速，大陆厂商保持高增长

# 4.石英晶振：行业高景气，进口替代加速，大陆厂商保持高增长

## 4.1. 石英晶振行业汇总

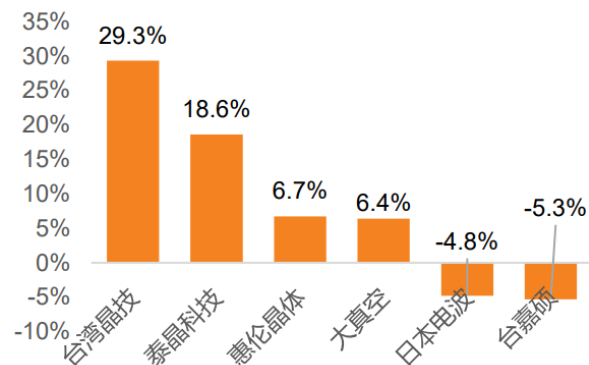
石英晶振板块Q3营收增速同比提升、环比下降。我们统计测算，石英晶振20Q3单季营收同比增速为8.5%，同比19Q3提升0.9pct，环比20Q2下降4.3pct。

图 161：石英晶振-单季营收同比增速-算数平均



资料来源：Bloomberg、wind、天风证券研究所

图 162：石英晶振-20Q3 单季营收同比增速-各公司



资料来源：Bloomberg、wind、天风证券研究所

表 14：石英晶振季度营收同比增速-算数平均

|             | 2018Q1       | 2018Q2      | 2018Q3       | 2018Q4        | 2019Q1        | 2019Q2       | 2019Q3      | 2019Q4       | 2020Q1      | 2020Q2       | 2020Q3      |
|-------------|--------------|-------------|--------------|---------------|---------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| 日本电波        | -1.0%        | -1.0%       | -7.9%        | 0.4%          | -4.4%         | -11.1%       | -2.2%       | -10.2%       | -5.0%       | -18.8%       | -4.8%       |
| 大真空         | -5.4%        | 0.9%        | -4.8%        | -9.6%         | -10.8%        | -5.0%        | -3.4%       | 10.7%        | 20.5%       | -6.6%        | 6.4%        |
| 泰晶科技        | 53.0%        | 61.3%       | -4.7%        | -22.6%        | -5.6%         | -34.2%       | 16.9%       | 11.8%        | -45.2%      | 38.1%        | 18.6%       |
| 惠伦晶体        | 17.0%        | -3.8%       | -16.0%       | -33.9%        | -46.7%        | 0.1%         | 13.2%       | 24.0%        | -4.2%       | 24.6%        | 6.7%        |
| 台嘉硕         | 12.5%        | 1.4%        | -0.9%        | -9.7%         | -11.7%        | 3.1%         | 14.2%       | 33.9%        | 24.9%       | 9.8%         | -5.3%       |
| 台湾晶技        | -12.4%       | -11.9%      | 0.0%         | -4.9%         | -13.2%        | 4.5%         | 7.1%        | 12.8%        | 32.5%       | 29.8%        | 29.3%       |
| <b>算数平均</b> | <b>10.6%</b> | <b>7.8%</b> | <b>-5.7%</b> | <b>-13.4%</b> | <b>-15.4%</b> | <b>-7.1%</b> | <b>7.6%</b> | <b>13.8%</b> | <b>3.9%</b> | <b>12.8%</b> | <b>8.5%</b> |

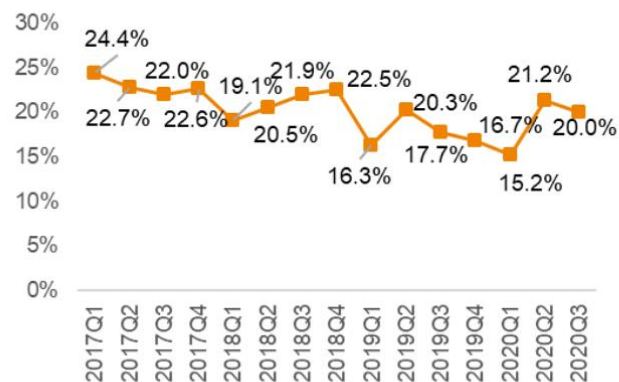
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

# 4.石英晶振：行业高景气，进口替代加速，大陆厂商保持高增长

## 4.1. 石英晶振行业汇总

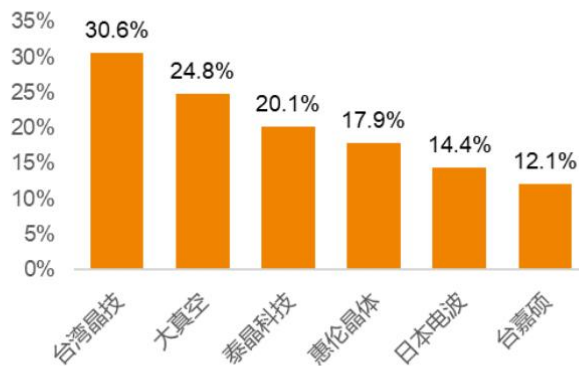
石英晶振板块毛利率同比提升、环比下降。我们统计测算，石英晶振：20Q3平均毛利率为20.0%，同比19Q3提升2.3 pct，环比20Q2下降1.2pct。

图 163：石英晶振-单季毛利率-算数平均



资料来源：Bloomberg、wind、天风证券研究所

图 164：石英晶振-20Q3 单季毛利率-各公司



资料来源：Bloomberg、wind、天风证券研究所

表 15：石英晶振-单季毛利率-算数平均

|             | 2018Q1       | 2018Q2       | 2018Q3       | 2018Q4       | 2019Q1       | 2019Q2       | 2019Q3       | 2019Q4       | 2020Q1       | 2020Q2       | 2020Q3       |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 日本电波        | 3.2%         | 16.5%        | 16.8%        | 16.7%        | 15.8%        | 14.3%        | 16.3%        | 14.2%        | -6.9%        | 14.4%        | 14.4%        |
| 大真空         | 18.3%        | 20.8%        | 21.6%        | 22.4%        | 22.2%        | 19.2%        | 19.4%        | 21.5%        | 25.8%        | 25.4%        | 24.8%        |
| 泰晶科技        | 29.6%        | 22.3%        | 24.4%        | 21.4%        | 17.4%        | 22.5%        | 17.7%        | 17.7%        | 18.4%        | 21.1%        | 20.1%        |
| 惠伦晶体        | 20.1%        | 23.5%        | 23.8%        | 35.1%        | 4.6%         | 23.8%        | 10.6%        | 5.1%         | 10.4%        | 19.8%        | 17.9%        |
| 台嘉硕         | 21.1%        | 17.9%        | 22.2%        | 16.8%        | 16.6%        | 18.6%        | 17.8%        | 16.7%        | 17.8%        | 16.9%        | 12.1%        |
| 台湾晶技        | 22.2%        | 22.3%        | 22.6%        | 22.5%        | 20.9%        | 23.4%        | 24.6%        | 25.2%        | 25.5%        | 29.9%        | 30.6%        |
| <b>算数平均</b> | <b>19.1%</b> | <b>20.5%</b> | <b>21.9%</b> | <b>22.5%</b> | <b>16.3%</b> | <b>20.3%</b> | <b>17.7%</b> | <b>16.7%</b> | <b>15.2%</b> | <b>21.2%</b> | <b>20.0%</b> |

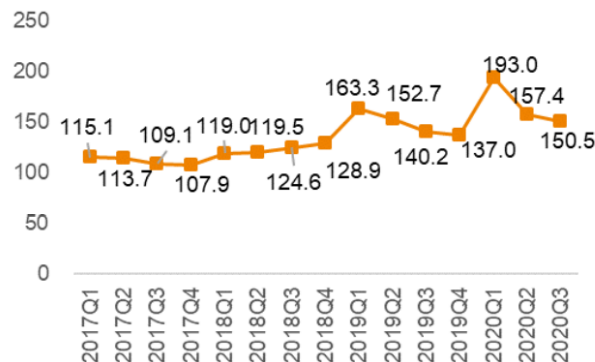
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

## 4.石英晶振：行业高景气，进口替代加速，大陆厂商保持高增长

### 4.1. 石英晶振行业汇总

存货周转天数持续降低。20Q3行业平均存货周转天数为150.5天，同比19Q3上升了10.3天，环比20Q2减少了6.9天，连续两个季度下降。其中，存货周转天数最高的是大真空，最低的是台嘉硕。

图 165：石英晶振-存货周转天数/天



资料来源：Bloomberg、wind、天风证券研究所

图 166：石英晶振-存货周转天数-各公司/天



资料来源：Bloomberg、wind、天风证券研究所

表 16：石英晶振-存货周转天数-算数平均/天

|      | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 日本电波 | 125.3  | 132.9  | 138.7  | 139.5  | 144.7  | 149.3  | 151.0  | 150.0  | 140.1  | 149.3  | 139.5  |
| 大真空  | 155.7  | 162.3  | 164.8  | 176.6  | 192.1  | 196.2  | 194.9  | 198.4  | 201.8  | 221.6  | 227.9  |
| 泰晶科技 | 113.9  | 90.2   | 103.8  | 103.7  | 120.2  | 130.4  | 117.0  | 111.7  | 219.9  | 140.6  | 113.3  |
| 惠伦晶体 | 151.5  | 157.5  | 161.2  | 179.4  | 296.0  | 234.0  | 184.0  | 177.3  | 386.4  | 237.5  | 218.5  |
| 台嘉硕  | 70.2   | 73.3   | 81.4   | 79.8   | 98.1   | 87.4   | 83.5   | 76.4   | 77.6   | 78.7   | 85.2   |
| 台湾晶技 | 97.3   | 101.0  | 97.8   | 94.5   | 128.7  | 118.8  | 110.9  | 108.1  | 132.3  | 116.8  | 118.5  |
| 算数平均 | 119.0  | 119.5  | 124.6  | 128.9  | 163.3  | 152.7  | 140.2  | 137.0  | 193.0  | 157.4  | 150.5  |

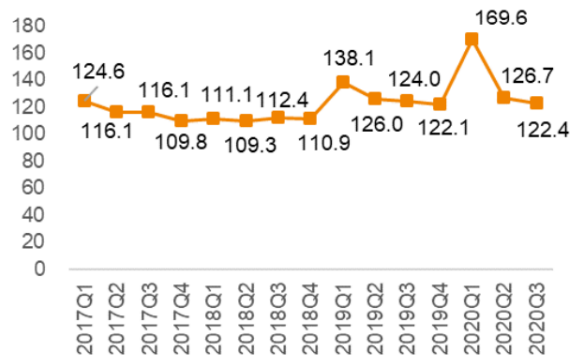
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

# 4.石英晶振：行业高景气，进口替代加速，大陆厂商保持高增长

## 4.1. 石英晶振行业汇总

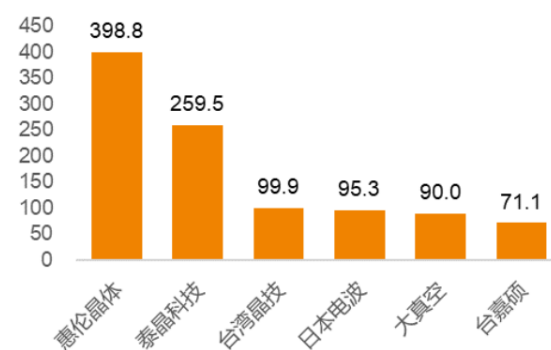
应收账款周转天数同比、环比皆下降。20Q3行业平均应收账款周转天数为122.4天，同比19Q3降低了1.6天，环比20Q2下降了4.3天。其中，应收账款周转天数最高的是惠伦晶体，最低的是台嘉硕。

图 167：石英晶振-应收账款周转天数/天



资料来源：Bloomberg、wind、天风证券研究所

图 168：石英晶振应收账款周转天数-各公司/天



资料来源：Bloomberg、wind、天风证券研究所

表 17：石英晶振-应收转款周转天数-算数平均/天

|      | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 日本电波 | 88.8   | 87.2   | 95.5   | 95.8   | 92.4   | 89.2   | 94.6   | 99.1   | 95.3   | 90.3   | 101.5  |
| 大真空  | 87.2   | 88.6   | 96.2   | 92.2   | 87.1   | 92.2   | 99.2   | 97.6   | 90.0   | 89.4   | 96.2   |
| 泰晶科技 | 130.9  | 123.7  | 128.2  | 129.8  | 168.1  | 168.0  | 160.1  | 148.9  | 259.5  | 170.7  | 140.3  |
| 惠伦晶体 | 165.1  | 158.8  | 157.3  | 155.3  | 266.1  | 201.0  | 188.9  | 189.1  | 398.8  | 242    | 214    |
| 台嘉硕  | 74.7   | 79.3   | 78.0   | 73.6   | 77.5   | 75.5   | 77.1   | 77.7   | 74.1   | 66.2   | 71.1   |
| 台湾晶技 | 119.7  | 118.3  | 119.0  | 118.7  | 137.2  | 130.1  | 123.8  | 119.9  | 99.9   | 101.7  | 111.2  |
| 算数平均 | 111.1  | 109.3  | 112.4  | 110.9  | 138.1  | 126.0  | 124.0  | 122.1  | 169.6  | 126.7  | 122.4  |

资料来源：Bloomberg、Wind、天风证券研究所

# 4.石英晶振：行业高景气，进口替代加速，大陆厂商保持高增长

## 4.2. NIHON DEMPA KOGY日本电波

根据NIHON DEMPA KOGY最新财报，公司FY2020 H1（2020/04/01-2020/09/30）实现营收175.8亿日元，同比下降11.4%，归母净利润为-21.6亿日元，同比提高22.9%。其中，公司Q2单季度（2020/07/01-2020/09/30）实现营收100亿日元，同比下降4.8%，归母净利润为-13.1亿日元，同比提升41.8%；Q2毛利率14.4%，同比去年同期下降1.9PCT。

图 169：日本电波报告期营收及增速



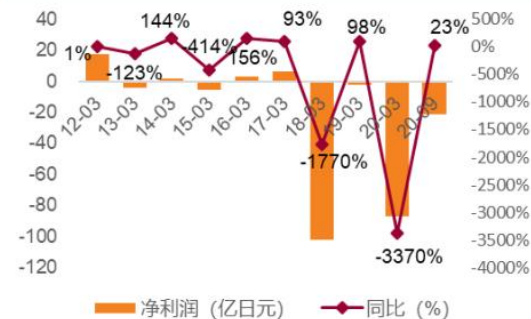
资料来源：公司财报、天风证券研究所

图 171：日本电波历史季度营收及增速



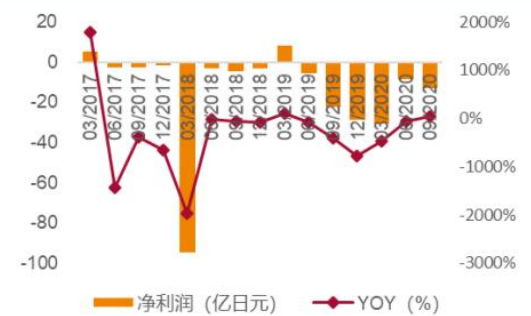
资料来源：公司财报、天风证券研究所

图 170：日本电波报告期归母净利润及增速



资料来源：公司财报、天风证券研究所

图 172：日本电波历史季度归母净利润及增速



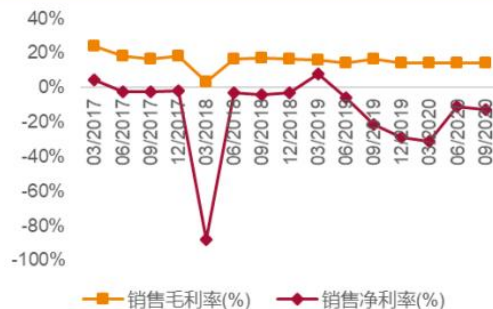
资料来源：公司财报、天风证券研究所

# 4.石英晶振：行业高景气，进口替代加速，大陆厂商保持高增长

## 4.2. NIHON DEMPA KOGY日本电波

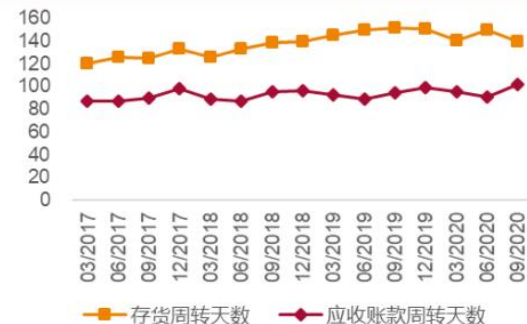
20H1营收结构变化情况：（1）石英晶振单元营收同比下降8.7%；（2）晶体设备营收同比下降12.3%；（3）其他产品营收同比下降24.8%。

图 173：日本电波季度毛利率与净利率



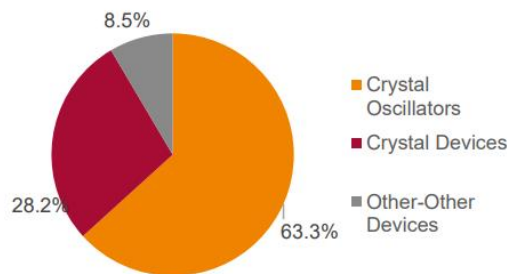
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 174：日本电波季度存货周转天数与应收账款周转天数/天



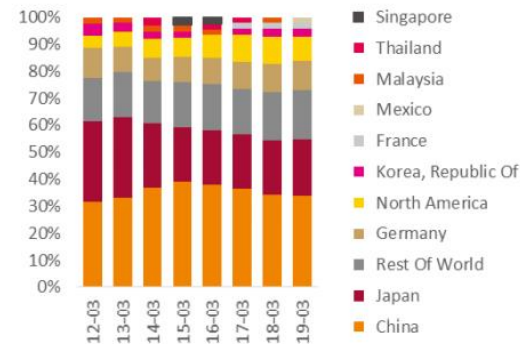
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 175：日本电波 FY2020 H1 产品营收结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 176：日本电波按地区划分收入结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

# 4.石英晶振：行业高景气，进口替代加速，大陆厂商保持高增长

## 4.3. DAISHINKU CORP大真空

该公司是日本一家晶体器件制造商，石英晶振产品收入占公司绝大部分营收。根据公司最新财报，公司FY2020 H1（2020/04/01-2020/09/30）实现营收144.6亿日元，同比上升0.1%，归母净利润为1.1亿日元，同比提高117.1%。其中，公司Q2单季度（2020/07/01-2020/09/30）实现营收79.2亿日元，同比提升6.4%，归母净利润为2.58亿日元，同比提升264%；Q2毛利率24.8%，同比去年同期提升5.4PCT。

图 177：大真空报告期营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 178：大真空报告期归母净利润及增速



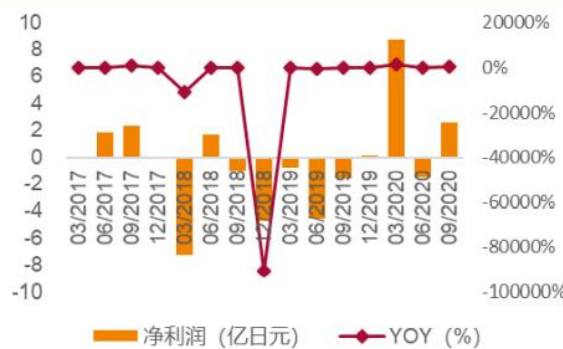
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 179：大真空历史季度营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 180：大真空历史季度归母净利润及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

# 4.石英晶振：行业高景气，进口替代加速，大陆厂商保持高增长

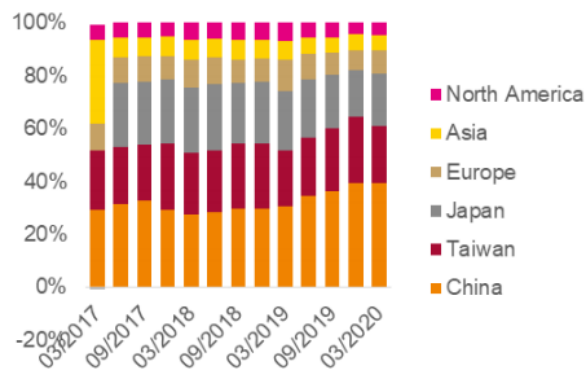
## 4.3. DAISHINKU CORP大真空

图 181：大真空季度毛利率和净利率



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 183：大真空按地区划分收入结构



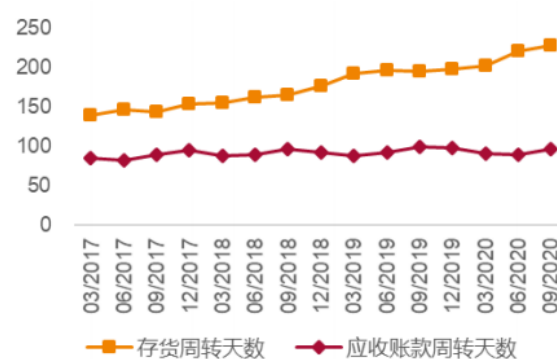
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 182：大真空中国区收入及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 184：大真空存货周转天数与应收账款周转天数/天



资料来源：公司财报，天风证券研究所

业绩指引：汽车电子行业需求复苏以及5G产业发展将带动公司相关产品需求提升，同时考虑到新冠疫情的不确定性，公司预计全年营收300.0亿日元，同比提升0.4%，预计归母净利润3.0亿日元，同比提升8.7%。

# 4.石英晶振：行业高景气，进口替代加速，大陆厂商保持高增长

## 4.4. 泰晶科技

根据公司2020年Q3财报，公司前三季度实现营收4.36亿元，同比增长4.16%，归母净利润0.11亿元，同比增长83.18%；其中，20Q3单季度实现营收1.93亿元，同比增长18.62%，归母净利润0.06亿元，同比增长236.56%。

图 185：泰晶科技报告期营收及增速



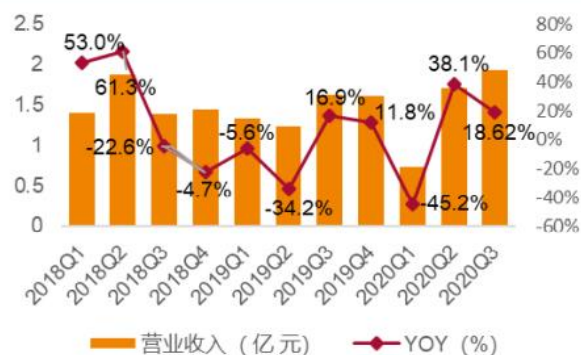
资料来源：wind，天风证券研究所

图 186：泰晶科技报告期归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 187：泰晶科技历史季度营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 188：泰晶科技历史季度归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

# 4.石英晶振：行业高景气，进口替代加速，大陆厂商保持高增长

## 4.4. 泰晶科技

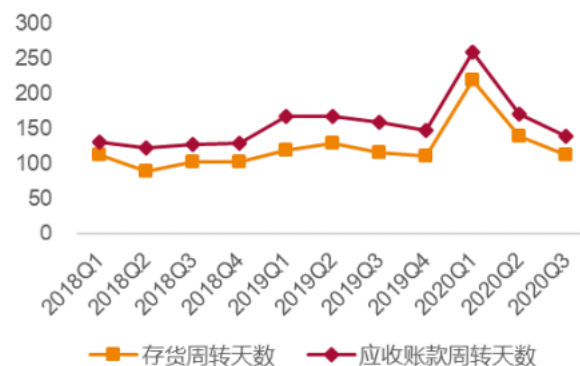
公司Q3毛利率为20.1%，同比提升2.4PCT，环比下降1.0PCT；净利率为2.5%，同比提高1.1PCT，环比下降6.7PCT。

图 189：泰晶科技季度毛利率和净利率



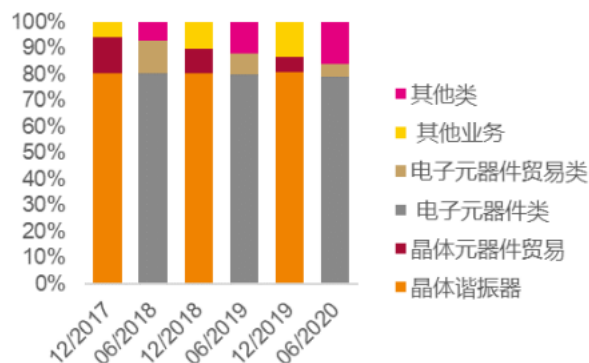
资料来源：wind，天风证券研究所

图 190：泰晶科技存货周转天数与应收账款周转天数/天



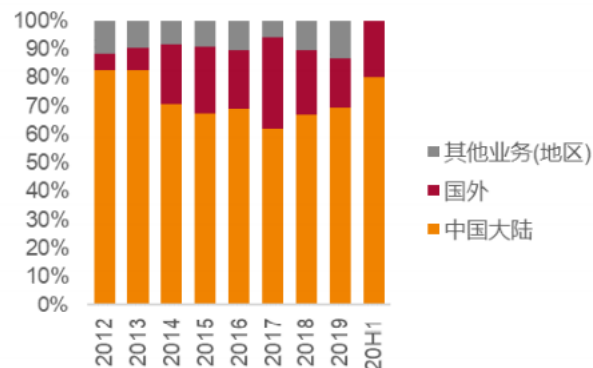
资料来源：wind，天风证券研究所

图 191：泰晶科技分产品营收结构



资料来源：wind、天风证券研究所

图 192：泰晶科技分地区营收结构



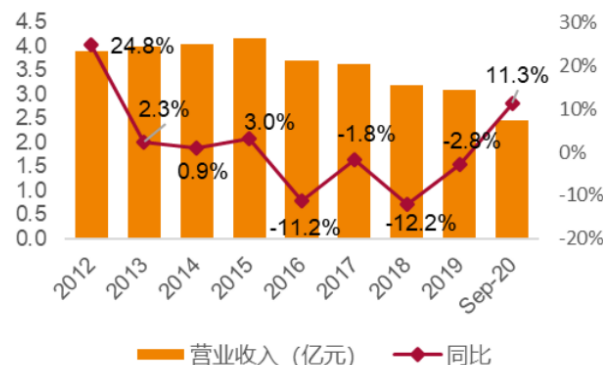
资料来源：wind、天风证券研究所

## 4.石英晶振：行业高景气，进口替代加速，大陆厂商保持高增长

### 4.5. 惠伦晶体

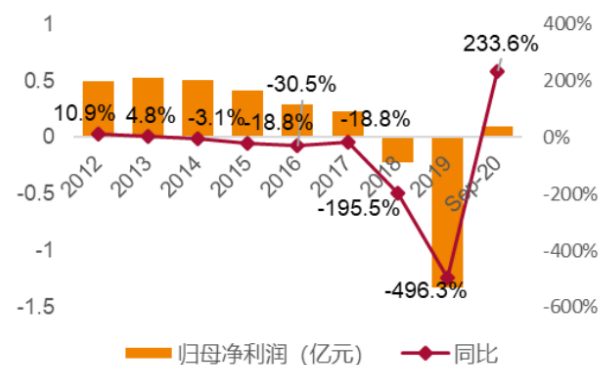
根据公司2020年Q3财报，公司前三季度实现营收2.47亿元，同比增长11.32%，归母净利润0.10亿元，同比增长233.59%；其中，20Q3单季度实现营收1.02亿元，同比增长6.73%，归母净利润0.06亿元，同比增长116.17%。

图 193：惠伦晶体报告期营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 194：惠伦晶体报告期归母净利润及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 195：惠伦晶体历史季度营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 196：惠伦晶体历史季度归母净利润及增速



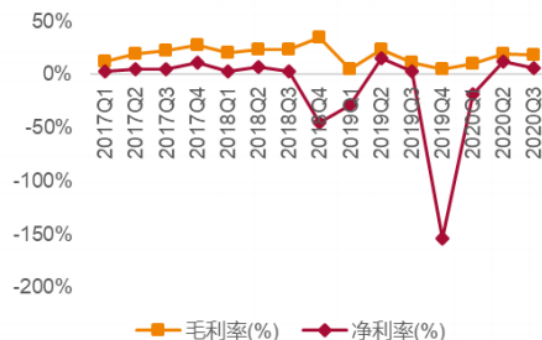
资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 4.石英晶振：行业高景气，进口替代加速，大陆厂商保持高增长

### 4.5. 惠伦晶体

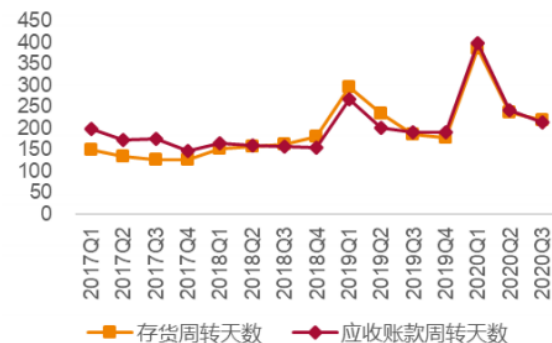
公司Q3毛利率为17.9%，同比提升7.4PCT，环比下降1.8PCT；净利率为6.0%，同比提高3.0PCT，环比下降5.6PCT。

图 197：惠伦晶体季度毛利率和净利率



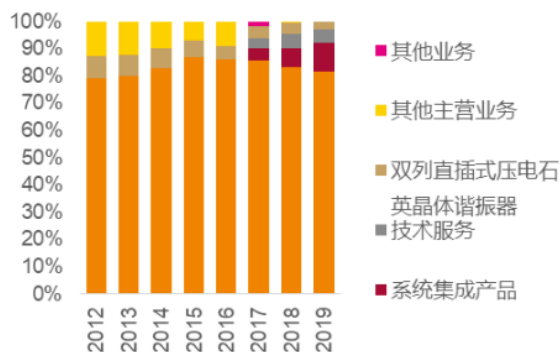
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 198：惠伦晶体存货周转天数与应收账款周转天数/天



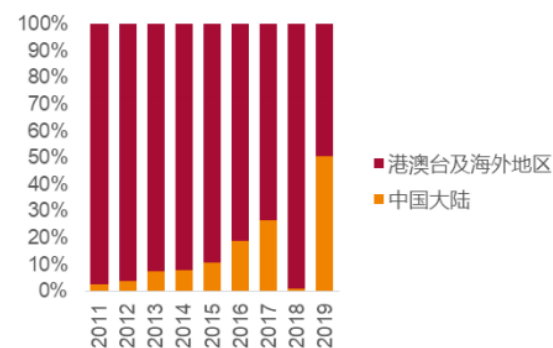
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 199：惠伦晶体分产品营收结构



资料来源：公司财报、天风证券研究所

图 200：惠伦晶体分地区营收结构



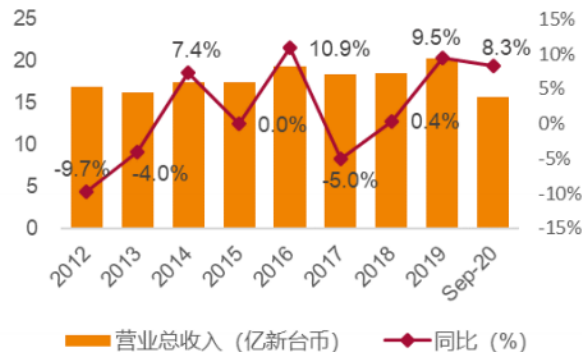
资料来源：公司财报、天风证券研究所

# 4.石英晶振：行业高景气，进口替代加速，大陆厂商保持高增长

## 4.6. 台嘉硕

根据台嘉硕20Q3财报，公司2020年前三季度实现营收15.7亿新台币，同比提升8.3%；归母净利润-0.27亿新台币，同比下降286.6%。其中，20Q3单季度实现营收5.17亿新台币，同比下降5.3%，归母净利润-0.36亿新台币，同比下降460%。

图 201：台嘉硕报告期营收及增速



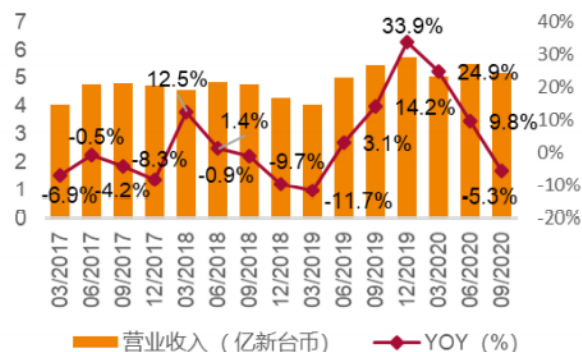
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 202：台嘉硕报告期归母净利润及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 203：台嘉硕历史季度营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 204：台嘉硕历史季度归母净利润及增速



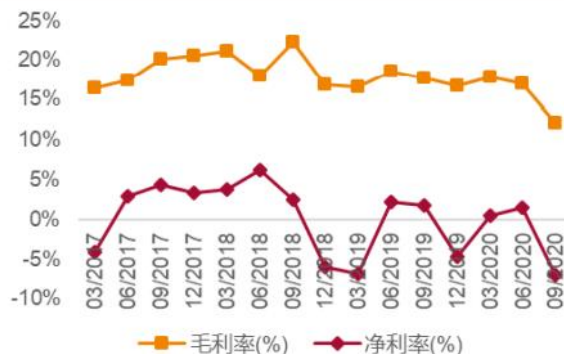
资料来源：公司财报，天风证券研究所

# 4.石英晶振：行业高景气，进口替代加速，大陆厂商保持高增长

## 4.6. 台嘉硕

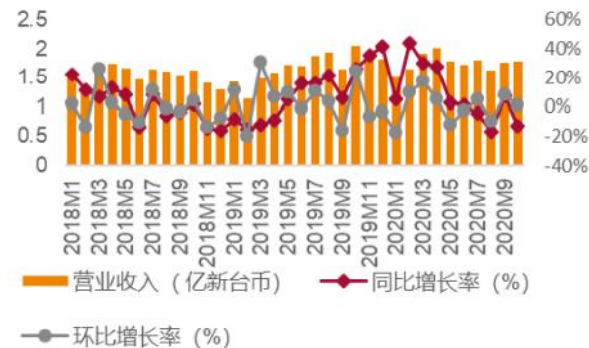
公司20Q3单季毛利率12.1%，同比19Q3下降5.6PCT，环比20Q2下降4.8PCT。根据公司月度营收速报，2020年10月，公司单月实现营收1.8亿新台币，同比下降13.2%，环比提升0.9%。

图 205：台嘉硕季度毛利率和净利率



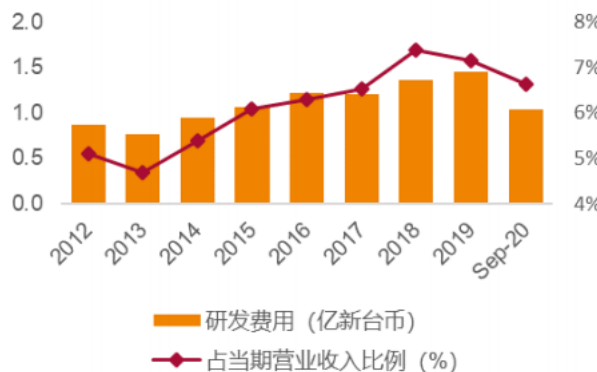
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 206：台嘉硕月度营业收入及同比、环比增长率



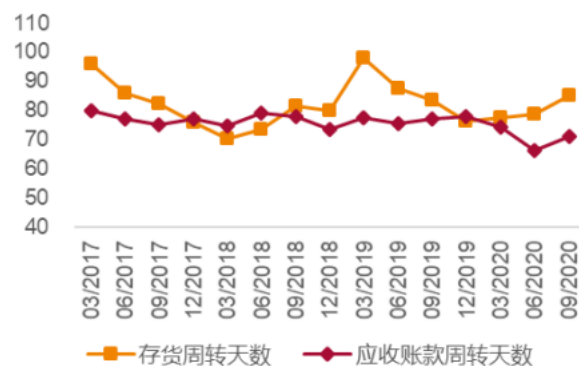
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 207：台嘉硕研发费用及占营收比例



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 208：台嘉硕存货周转天数与应收账款周转天数/天



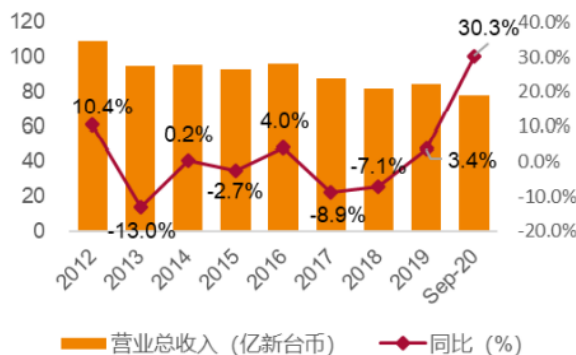
资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 4.石英晶振：行业高景气，进口替代加速，大陆厂商保持高增长

### 4.7. 台湾晶技

根据台湾晶技20Q3财报，公司2020年前三季度实现营收78.2亿新台币，同比提升30.3%；归母净利润10.5亿新台币，同比提升132.8%。其中，20Q3单季度实现营收31.4亿新台币，同比提升29.3%，归母净利润4.2亿新台币，同比提升123.9%。

图 209：台湾晶技报告期营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 210：台湾晶技报告期归母净利润及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 211：台湾晶技历史季度营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 212：台湾晶技历史季度归母净利润及增速



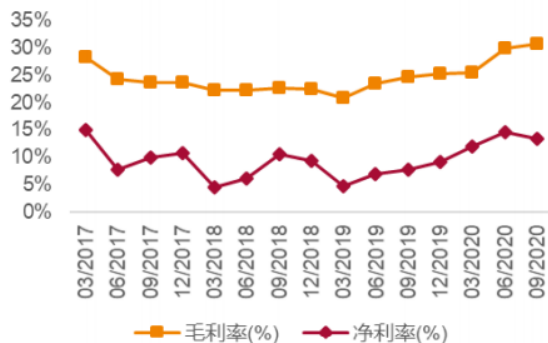
资料来源：公司财报，天风证券研究所

# 4.石英晶振：行业高景气，进口替代加速，大陆厂商保持高增长

## 4.7. 台湾晶技

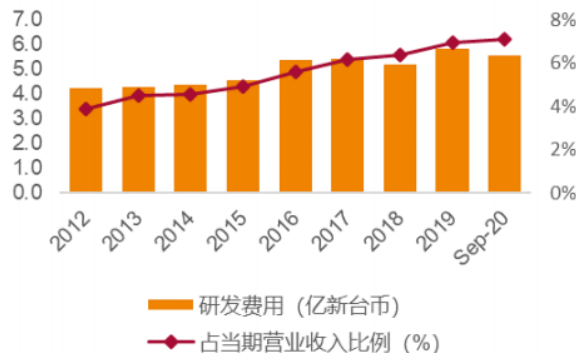
20Q3单季毛利率30.6%，同比19Q3提升6.0PCT，环比20Q2提升0.7PCT。根据公司月度营收速报，2020年10月，公司单月实现营收10.9亿新台币，同比提升35.0%，环比下降7.7%。

图 213：台湾晶技季度毛利率和净利率



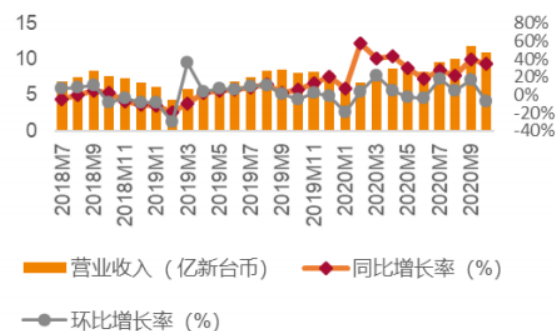
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 215：台湾晶技研发费用及占营收比例



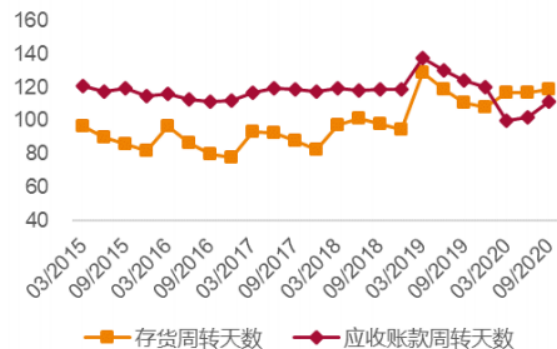
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 214：台湾晶技月度营业收入及同比、环比增长率



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 216：台湾晶技存货周转天数与应收账款周转天数/天



资料来源：公司财报，天风证券研究所

A photograph of a diverse group of business professionals in a meeting or conference, all clapping their hands. The image is partially obscured by an orange gradient overlay at the bottom.

5

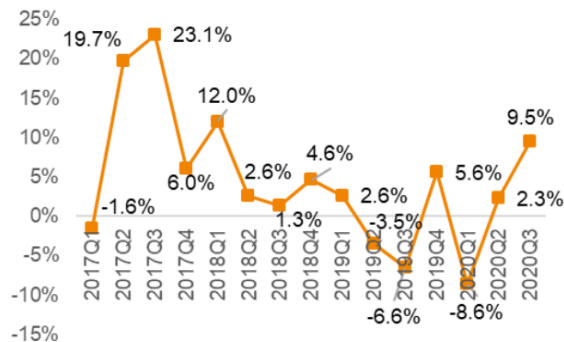
薄膜电容：增速大幅提升，毛利率趋稳，  
新基建带动国内需求回暖

# 5.薄膜电容：增速大幅提升，毛利率趋稳，新基建带动国内需求回暖

## 5.1. 薄膜电容行业汇总

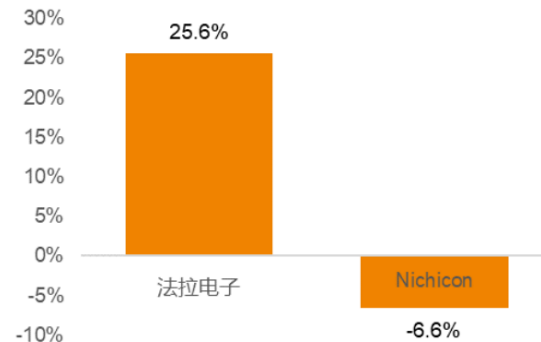
薄膜电容板块Q3营收增速持续提升。我们统计测算，薄膜电容20Q3单季营收同比增速为9.5%，同比19Q3提升16.1pct，环比20Q2提升7.2pct，自20Q1探底之后持续提升。

图 217：薄膜电容-单季营收同比增速-算数平均



资料来源：Bloomberg、wind、天风证券研究所

图 218：薄膜电容-20Q3 单季营收同比增速-各公司



资料来源：Bloomberg、wind、天风证券研究所

表 18：薄膜电容-季度营收同比增速-算数平均

|          | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 法拉电子     | 12.6%  | -1.9%  | -0.6%  | -1.8%  | -1.9%  | -8.2%  | -11.8% | 13.1%  | -9.3%  | 18.9%  | 25.6%  |
| Nichicon | 11.4%  | 7.1%   | 3.2%   | 11.0%  | 7.2%   | 1.2%   | -1.4%  | -1.9%  | -8.0%  | -14.4% | -6.6%  |
| 算数平均     | 12.0%  | 2.6%   | 1.3%   | 4.6%   | 2.6%   | -3.5%  | -6.6%  | 5.6%   | -8.6%  | 2.3%   | 9.5%   |

资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

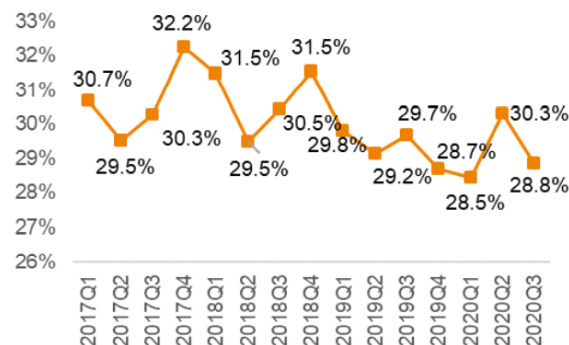
# 5.薄膜电容：增速大幅提升，毛利率趋稳，新基建带动国内需求回暖

## 5.1. 薄膜电容行业汇总

薄膜电容板块毛利率同比、环比皆下降。

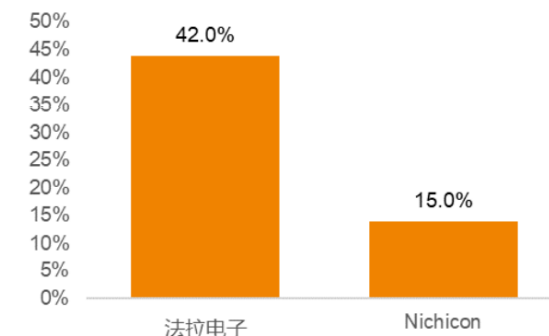
我们统计测算，薄膜电容20Q3平均毛利率为28.8%，同比19Q3下降0.9pct，环比20Q2下降1.5pct。

图 219：薄膜电容-单季毛利率-算数平均



资料来源：Bloomberg、wind、天风证券研究所

图 220：薄膜电容-20Q3 单季毛利率-各公司



资料来源：Bloomberg、wind、天风证券研究所

表 19：薄膜电容-单季毛利率-算数平均

|             | 2018Q1       | 2018Q2       | 2018Q3       | 2018Q4       | 2019Q1       | 2019Q2       | 2019Q3       | 2019Q4       | 2020Q1       | 2020Q2       | 2020Q3       |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 法拉电子        | 43.8%        | 42.8%        | 42.6%        | 43.9%        | 42.7%        | 42.8%        | 42.7%        | 43.7%        | 42.0%        | 45.5%        | 43.8%        |
| Nichicon    | 19.2%        | 16.2%        | 18.3%        | 19.2%        | 16.9%        | 15.5%        | 16.7%        | 13.7%        | 15.0%        | 15.2%        | 13.9%        |
| <b>算数平均</b> | <b>31.5%</b> | <b>29.5%</b> | <b>30.5%</b> | <b>31.5%</b> | <b>29.8%</b> | <b>29.2%</b> | <b>29.7%</b> | <b>28.7%</b> | <b>28.5%</b> | <b>30.3%</b> | <b>28.8%</b> |

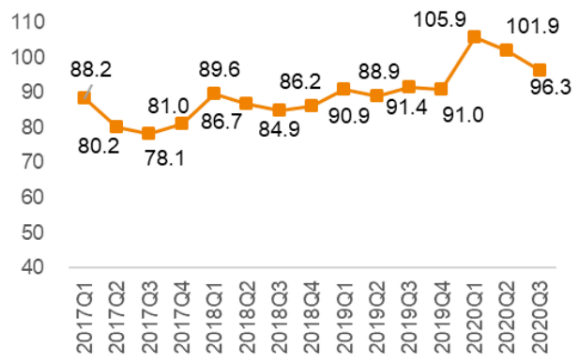
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

# 5.薄膜电容：增速大幅提升，毛利率趋稳，新基建带动国内需求回暖

## 5.1. 薄膜电容行业汇总

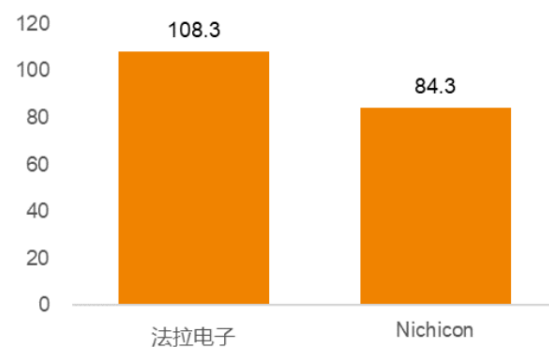
存货周转天数同比提升、环比下降。  
20Q3行业平均存货周转天数为96.3天，  
同比19Q3提高了4.9天，环比20Q2下降了5.6天。

图 221：薄膜电容-存货周转天数/天



资料来源：Bloomberg、wind、天风证券研究所

图 222：薄膜电容-存货周转天数-各公司/天



资料来源：Bloomberg、wind、天风证券研究所

表 20：薄膜电容-存货周转天数-算数平均/天

|          | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 法拉电子     | 107.4  | 100.4  | 96.1   | 93.5   | 108.1  | 102.2  | 106.4  | 101.5  | 132.9  | 116.08 | 108.27 |
| Nichicon | 71.8   | 73.0   | 73.7   | 78.8   | 73.8   | 75.6   | 76.5   | 80.6   | 79.0   | 87.7   | 84.3   |
| 算数平均     | 89.6   | 86.7   | 84.9   | 86.2   | 90.9   | 88.9   | 91.4   | 91.0   | 105.9  | 101.9  | 96.3   |

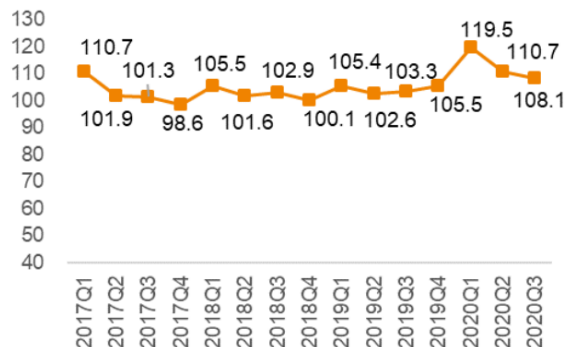
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

# 5. 薄膜电容：增速大幅提升，毛利率趋稳，新基建带动国内需求回暖

## 5.1. 薄膜电容行业汇总

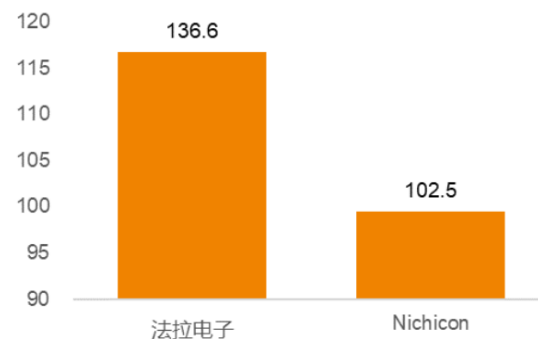
应收账款周转天数持续下降。20Q3行业平均应收账款周转天数为108.1天，同比19Q3的提升了4.8天，环比20Q2下降了2.6天，自20Q1创新高之后连续两个季度下降。

图 223：薄膜电容-应收账款周转天数/天



资料来源：Bloomberg、wind、天风证券研究所

图 224：薄膜电容应收账款周转天数-各公司/天



资料来源：Bloomberg、wind、天风证券研究所

表 21：薄膜电容-应收转款周转天数-算数平均/天

|             | 2018Q1       | 2018Q2       | 2018Q3       | 2018Q4       | 2019Q1       | 2019Q2       | 2019Q3       | 2019Q4       | 2020Q1       | 2020Q2       | 2020Q3       |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 法拉电子        | 108.6        | 107.0        | 104.1        | 114.5        | 110.9        | 112.1        | 111.4        | 136.6        | 124.27       | 116.77       | 108.6        |
| Nichicon    | 94.6         | 98.7         | 96.1         | 96.3         | 94.3         | 94.5         | 99.7         | 102.5        | 97.18        | 99.45        | 94.6         |
| <b>算数平均</b> | <b>101.6</b> | <b>102.9</b> | <b>100.1</b> | <b>105.4</b> | <b>102.6</b> | <b>103.3</b> | <b>105.5</b> | <b>119.5</b> | <b>110.7</b> | <b>108.1</b> | <b>101.6</b> |

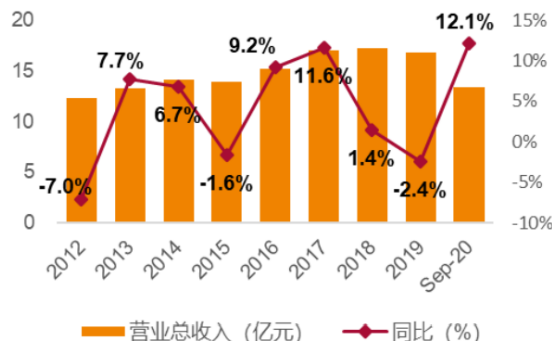
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

# 5.薄膜电容：增速大幅提升，毛利率趋稳，新基建带动国内需求回暖

## 5.2. 法拉电子

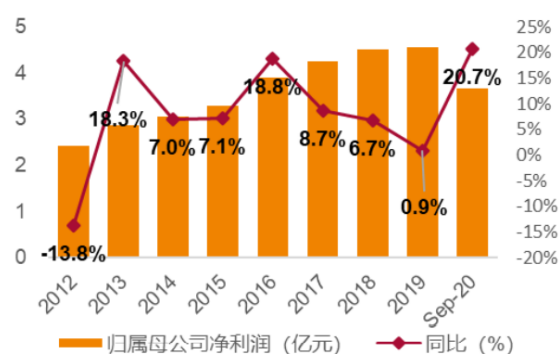
根据公司2020年Q3财报，公司前三季度实现营收13.36亿元，同比增长12.12%，归母净利润3.67亿元，同比增长20.69%；其中，20Q3单季度实现营收5.00亿元，同比增长25.58%，归母净利润1.27亿元，同比增长38.90%。公司Q3毛利率为43.8%，同比提升1.1PCT，环比下降1.7PCT；净利率为27.8%，同比提高3.1PCT，环比下降0.7PCT。

图 225：法拉电子报告期营收及增速



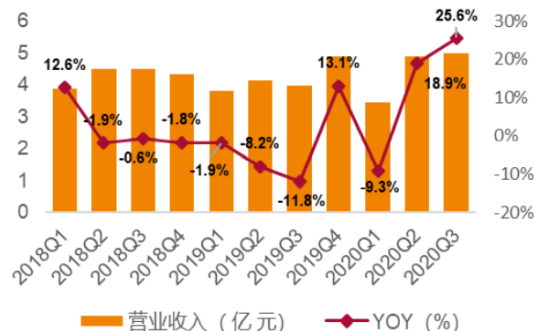
资料来源：wind，天风证券研究所

图 226：法拉电子报告期归母净利润及增速



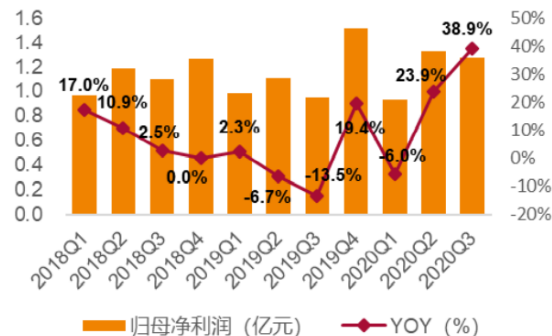
资料来源：wind，天风证券研究所

图 227：法拉电子历史季度营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 228：法拉电子历史季度归母净利润及增速



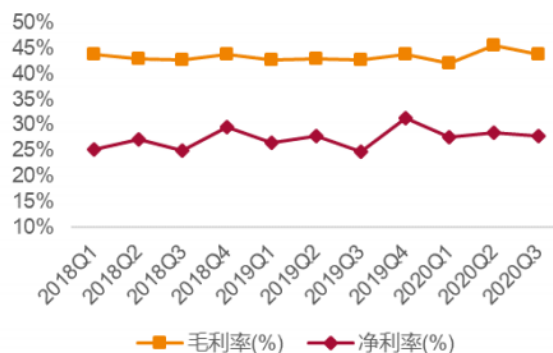
资料来源：wind，天风证券研究所

# 5.薄膜电容：增速大幅提升，毛利率趋稳，新基建带动国内需求回暖

## 5.2. 法拉电子

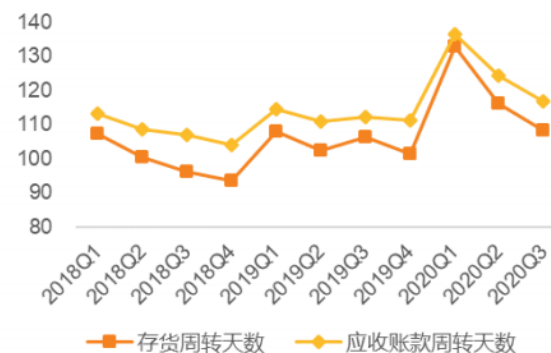
公司报告期业绩变动原因：（1）5G网络、数据中心、充电桩等新型基础设施建设进度加快，销售增长；（2）光伏发电成本降低、风电市场受到风火同价等成本驱动影响，有较大幅度增长；（3）家电市场由于市场需求下降，销售下降。

图 229：法拉电子季度毛利率和净利率



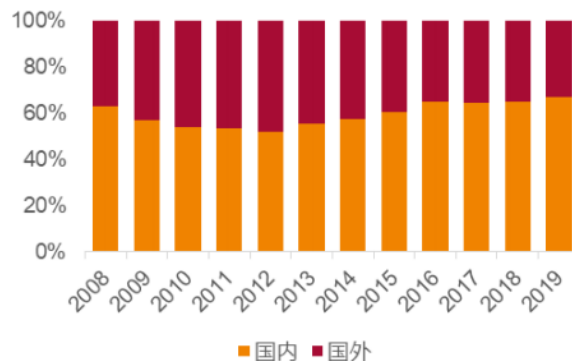
资料来源：wind，天风证券研究所

图 230：法拉电子中国区收入及增速



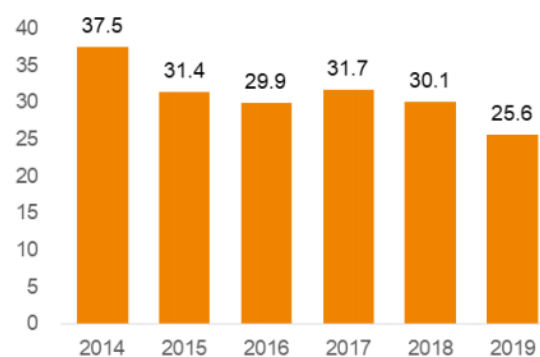
资料来源：wind，天风证券研究所

图 231：法拉电子按地区划分历史收入结构



资料来源：wind、天风证券研究所

图 232：法拉电子薄膜电容器出货量/亿只



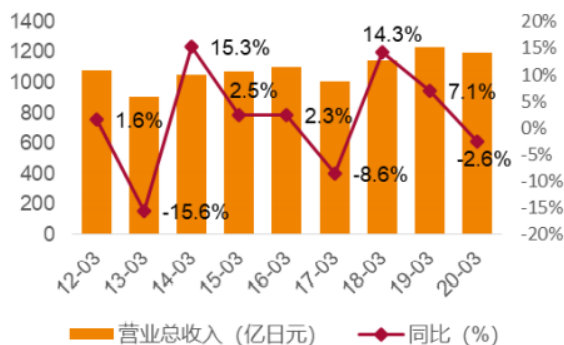
资料来源：wind、天风证券研究所

# 5.薄膜电容：增速大幅提升，毛利率趋稳，新基建带动国内需求回暖

## 5.3. Nichicon

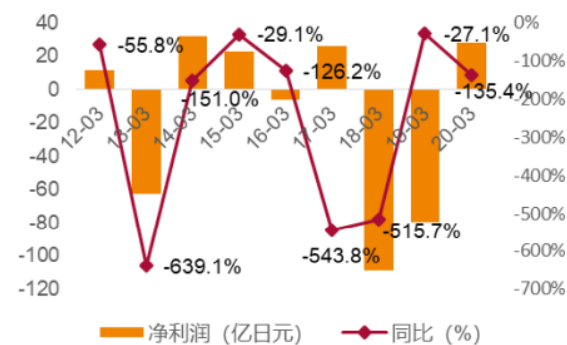
根据Nichicon最新财报，公司FY2020 H1（2020/04/01-2020/09/30）实现营收536亿日元，同比下降10.4%，归母净利润为6.5亿日元，同比提升69.1%。

图 233：Nichicon 报告期营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 234：Nichicon 报告期归母净利润及增速



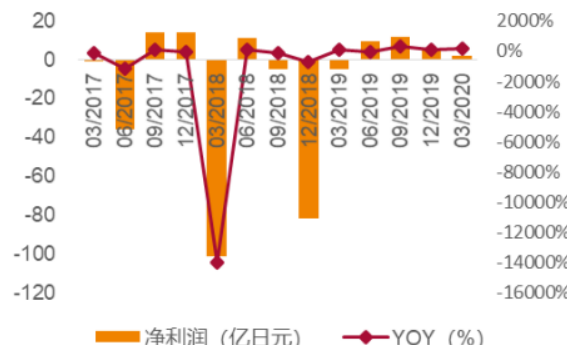
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 235：Nichicon 历史季度营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 236：Nichicon 历史季度归母净利润及增速



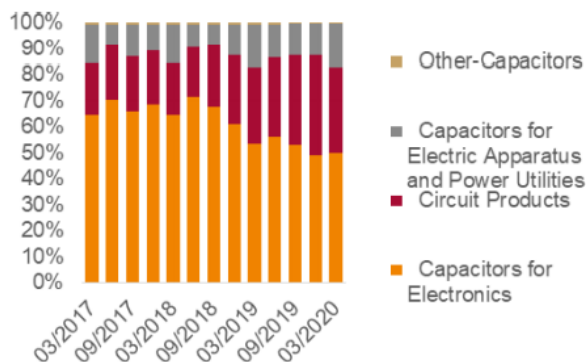
资料来源：公司财报，天风证券研究所

# 5.薄膜电容：增速大幅提升，毛利率趋稳，新基建带动国内需求回暖

## 5.3. Nichicon

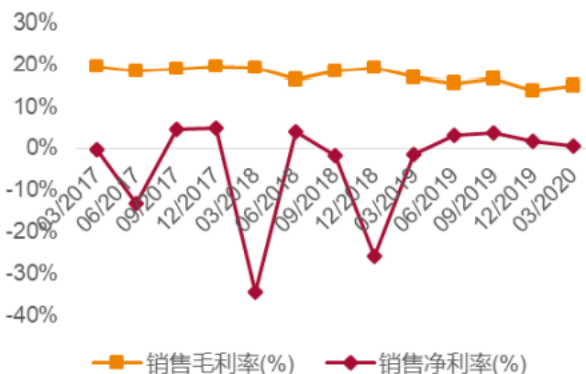
公司 Q2 单季度（2020/07/01-2020/09/30）实现营收285.7亿日元，同比下降6.6%，归母净利润为0.77亿日元，同比下降93.4%；Q2毛利率13.9%，同比去年同期下降2.8PCT。

图 237：Nichicon 按产品划分季度收入结构



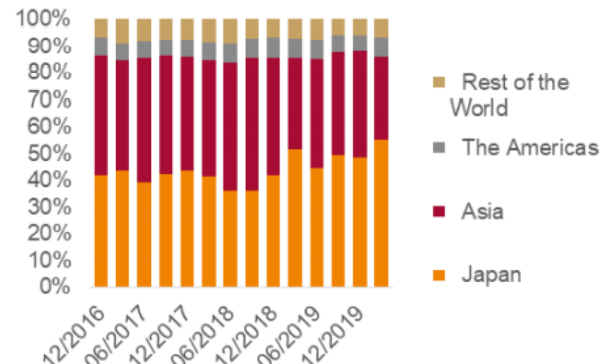
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 239：Nichicon 季度毛利率和净利率



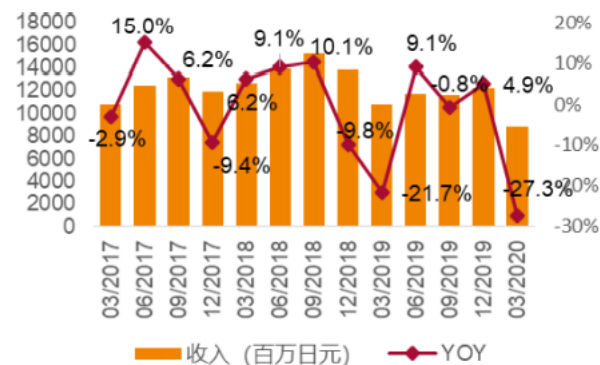
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 238：Nichicon 按地区划分季度收入结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 240：Nichicon Asia 地区营收及增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所



## 6

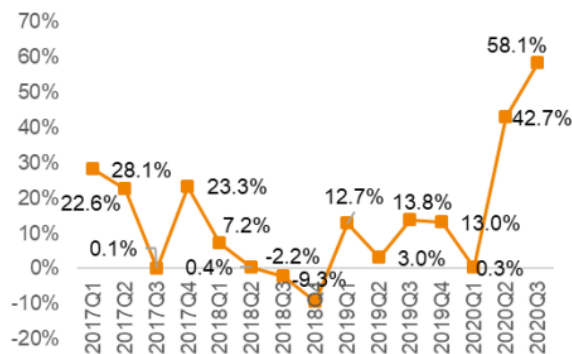
# 军用被动元件：增速创新高，军用电子信息化&进口替代推动强势表现

## 6. 军用被动元件：增速创新高，军用电子信息化&进口替代推动强势表现

### 6.1. 军用被动元件行业汇总

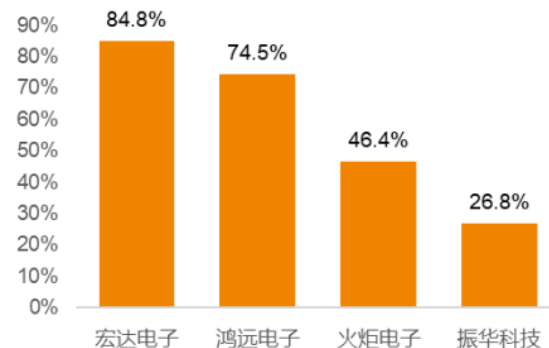
军用被动元件Q3景气度高涨，营收增速同比、环比皆大幅提升。我们统计测算，军用被动元件：20Q3单季营收同比增速为58.1%，19Q3增速为13.8%，增速同比提高44.3pct，20Q2单季营收同比增速为42.7%，增速环比提高15.4pct；营收增速从高到低依次为宏达电子、鸿远电子、火炬电子和振华科技，营收增速分别为84.8%、74.5%、46.4%和26.8%。

图 241：军用被动元件-单季营收同比增速-算数平均



资料来源：wind、天风证券研究所

图 242：军用被动元件-20Q3 单季营收同比增速-各公司



资料来源：wind、天风证券研究所

表 22：军用被动元件-季度营收同比增速-算数平均

|      | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 火炬电子 | 18.7%  | 8.4%   | 3.5%   | 2.8%   | 23.5%  | 5.5%   | 32.9%  | 44.8%  | 30.3%  | 49.9%  | 46.4%  |
| 鸿远电子 | -      | -      | -      | -      | 13.2%  | 14.8%  | 10.2%  | 18.7%  | 16.8%  | 35.6%  | 74.5%  |
| 振华科技 | -29.9% | -33.0% | -29.2% | -42.3% | -21.7% | -34.2% | -35.3% | -35.6% | -23.3% | 12.0%  | 26.8%  |
| 宏达电子 | 32.9%  | 25.8%  | 19.2%  | 11.5%  | 35.7%  | 25.8%  | 47.3%  | 24.0%  | -22.5% | 73.4%  | 84.8%  |
| 算数平均 | 7.2%   | 0.4%   | -2.2%  | -9.3%  | 12.7%  | 3.0%   | 13.8%  | 13.0%  | 0.3%   | 42.7%  | 58.1%  |

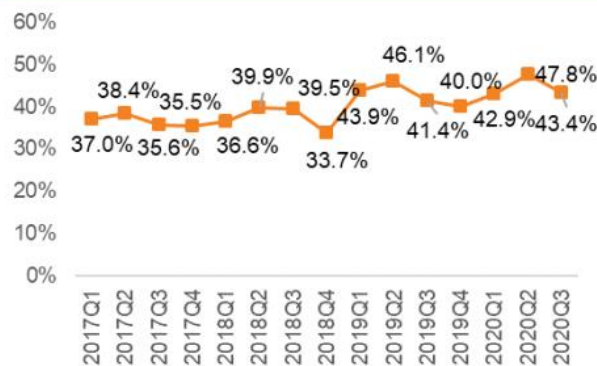
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

## 6. 军用被动元件：增速创新高，军用电子信息化&进口替代推动强势表现

### 6.1. 军用被动元件行业汇总

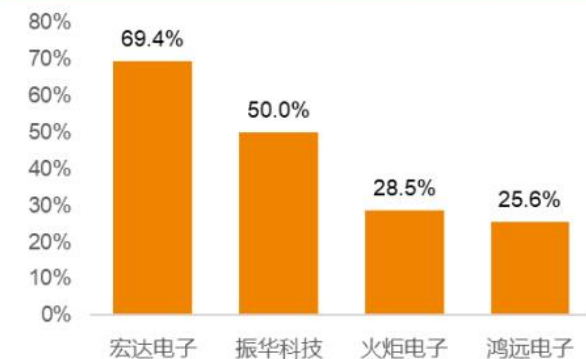
军用被动元件Q3毛利率同比上升、环比下降。我们统计测算，军用被动元件：20Q3平均毛利率为43.4%，同比19Q3毛利率41.4%，提升2.0 pct，环比20Q2毛利率47.8%，下降4.4pct；毛利率从高到低依次为宏达电子、振华科技、火炬电子和鸿远电子，毛利率分别为69.4%、50.0%、28.5%、25.6%。

图 243：军用被动元件-单季毛利率-算数平均



资料来源：wind、天风证券研究所

图 244：军用被动元件-20Q3 单季毛利率-各公司



资料来源：wind、天风证券研究所

表 23：军用被动元件-单季毛利率-算数平均

|      | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 火炬电子 | 33.0%  | 37.5%  | 34.7%  | 34.4%  | 35.3%  | 39.2%  | 29.1%  | 27.7%  | 26.5%  | 38.0%  | 28.5%  |
| 鸿远电子 | 24.8%  | 28.2%  | 29.0%  | 11.0%  | 36.0%  | 30.0%  | 23.4%  | 16.3%  | 26.6%  | 31.7%  | 25.6%  |
| 振华科技 | 19.6%  | 26.0%  | 30.2%  | 25.6%  | 36.2%  | 46.5%  | 49.0%  | 49.6%  | 51.1%  | 55.2%  | 50.0%  |
| 宏达电子 | 69.0%  | 67.8%  | 64.2%  | 63.6%  | 68.0%  | 68.6%  | 64.0%  | 66.5%  | 67.5%  | 66.2%  | 69.4%  |
| 算数平均 | 36.6%  | 39.9%  | 39.5%  | 33.7%  | 43.9%  | 46.1%  | 41.4%  | 40.0%  | 42.9%  | 47.8%  | 43.4%  |

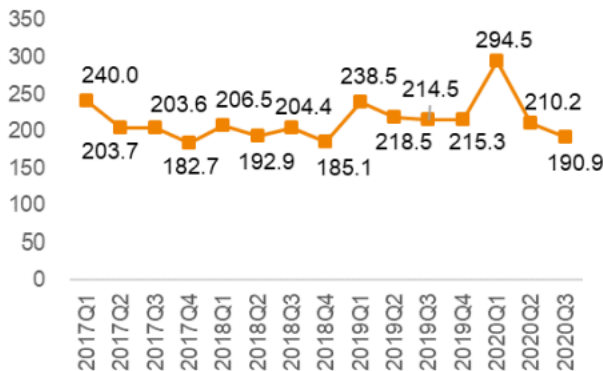
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

## 6. 军用被动元件：增速创新高，军用电子信息化&进口替代推动强势表现

### 6.1. 军用被动元件行业汇总

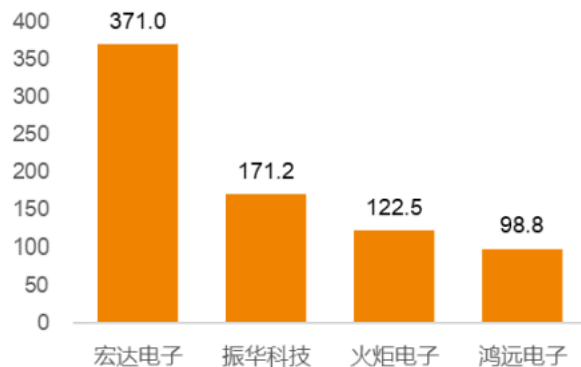
存货周转天数同比、环比皆下降。20Q3 行业平均存货周转天数为190.9天，同比19Q3的214.5天降低了23.6天，环比20Q2的210.2天下降了19.3天。

图 245：军用被动元件-存货周转天数/天



资料来源：wind、天风证券研究所

图 246：军用被动元件-存货周转天数-各公司/天



资料来源：wind、天风证券研究所

表 24：军用被动元件-存货周转天数-算数平均/天

|             | 2018Q1       | 2018Q2       | 2018Q3       | 2018Q4       | 2019Q1       | 2019Q2       | 2019Q3       | 2019Q4       | 2020Q1       | 2020Q2       | 2020Q3       |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 火炬电子        | 132.1        | 115.4        | 128.3        | 124.8        | 175.0        | 170.0        | 152.5        | 131.3        | 152.5        | 131.1        | 122.5        |
| 鸿远电子        | -            | -            | -            | 121.7        | 199.2        | 152.5        | 152.6        | 131.1        | 125.3        | 114.6        | 98.8         |
| 振华科技        | 92.6         | 93.3         | 112.6        | 123.9        | 184.8        | 160.9        | 183.3        | 208.7        | 195.6        | 179.4        | 171.2        |
| 宏达电子        | 394.7        | 369.9        | 372.3        | 370.0        | 395.3        | 390.8        | 369.7        | 390.1        | 704.8        | 415.5        | 371.0        |
| <b>算数平均</b> | <b>206.5</b> | <b>192.9</b> | <b>204.4</b> | <b>185.1</b> | <b>238.5</b> | <b>218.5</b> | <b>214.5</b> | <b>215.3</b> | <b>294.5</b> | <b>210.2</b> | <b>190.9</b> |

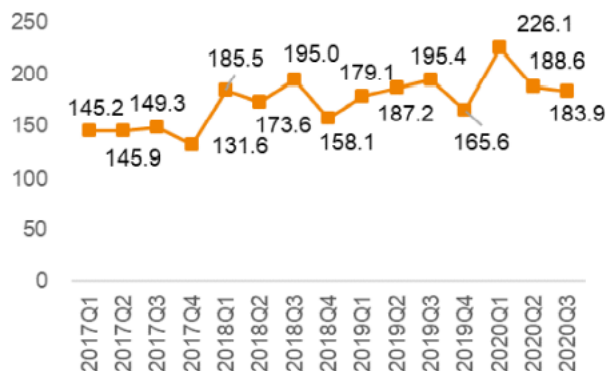
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

## 6. 军用被动元件：增速创新高，军用电子信息化&进口替代推动强势表现

### 6.1. 军用被动元件行业汇总

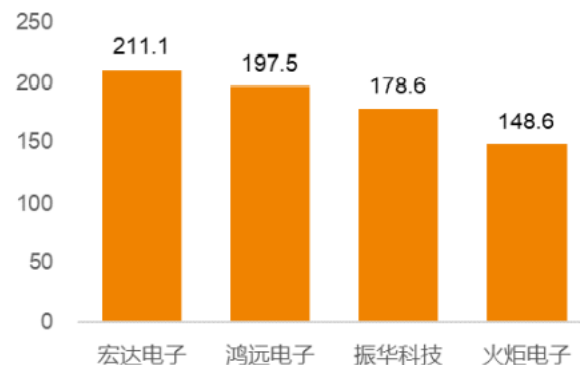
应收账款周转天数持续降低。20Q3行业平均应收账款周转天数为183.9天，同比19Q3的195.4天下降了11.5天，环比20Q2的188.6下降了4.7天。

图 247：军用被动元件-应收账款周转天数/天



资料来源：wind、天风证券研究所

图 248：军用被动元件-应收账款周转天数-各公司/天



资料来源：wind、天风证券研究所

表 25：军用被动元件-应收转款周转天数-算数平均/天

|             | 2018Q1       | 2018Q2       | 2018Q3       | 2018Q4       | 2019Q1       | 2019Q2       | 2019Q3       | 2019Q4       | 2020Q1       | 2020Q2       | 2020Q3       |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 火炬电子        | 182.8        | 161.4        | -            | 143.6        | 162.0        | 159.3        | 153.3        | 142.4        | 171.3        | 152.0        | 148.6        |
| 鸿远电子        | -            | -            | -            | 172.9        | -            | 208.4        | 222.7        | 181.7        | 218.4        | 198.0        | 197.5        |
| 振华科技        | 103.8        | 110.3        | 132.9        | 97.2         | 148.1        | 151.6        | 177.6        | 141.6        | 171.9        | 174.4        | 178.6        |
| 宏达电子        | 269.9        | 249.1        | 257.0        | 218.8        | 227.2        | 229.6        | 228.2        | 196.7        | 343.0        | 230.2        | 211.1        |
| <b>算数平均</b> | <b>185.5</b> | <b>173.6</b> | <b>195.0</b> | <b>158.1</b> | <b>179.1</b> | <b>187.2</b> | <b>195.4</b> | <b>165.6</b> | <b>226.1</b> | <b>188.6</b> | <b>183.9</b> |

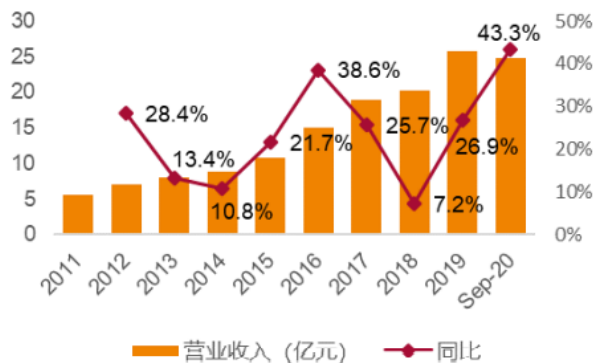
资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

## 6. 军用被动元件：增速创新高，军用电子信息化&进口替代推动强势表现

### 6.2. 火炬电子

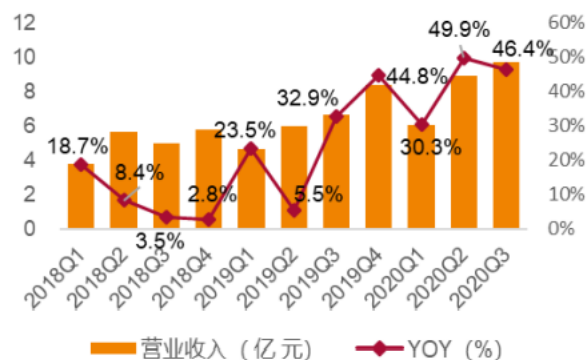
根据公司2020年Q3财报，公司前三季度实现营收24.74亿元，同比增长43.28%，归母净利润4.25亿元，同比增长46.28%；其中，20Q3单季度实现营收9.76亿元，同比增长46.39%，归母净利润1.51亿元，同比增长94.67%。公司Q3毛利率为28.5%，同比下降0.6PCT，环比下降9.5PCT；净利率为16.2%，同比提高4.5PCT，环比下降7.4PCT。

图 249：火炬电子报告期营收及增速



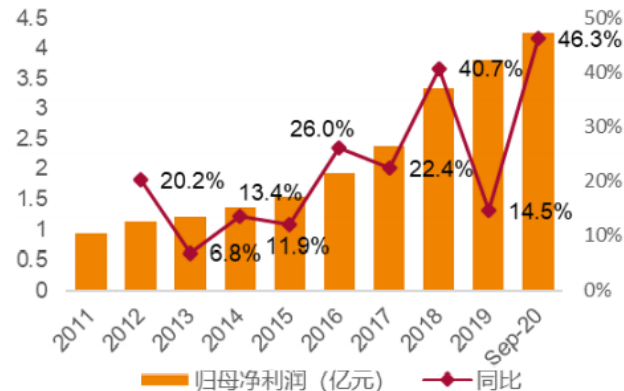
资料来源：wind，天风证券研究所

图 251：火炬电子历史季度营收及增速



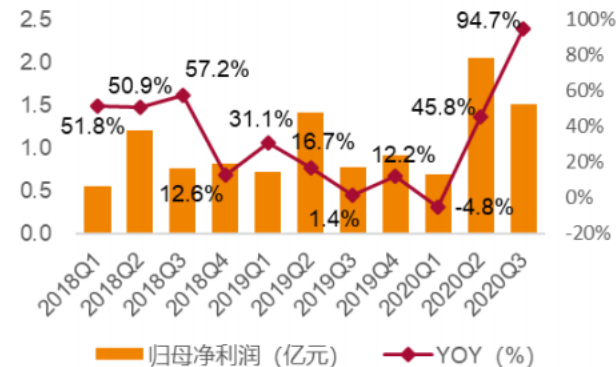
资料来源：wind，天风证券研究所

图 250：火炬电子报告期归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 252：火炬电子历史季度归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

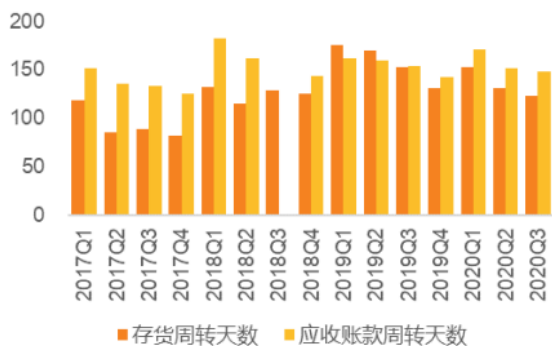
## 6. 军用被动元件：增速创新高，军用电子信息化&进口替代推动强势表现

### 6.2. 火炬电子

**公司收入结构重要变化情况：**2020年前三季度自产元器件收入同比增长33.58%，主要来源于军用电子信息化需求增加以及国产替代订单持续增长。贸易业务同比增长47.56%，主要系下游手机通讯、安防、医疗和新能源汽车等行业需求量增加，同时公司新增品牌，拓展新的客户群体，驱动贸易业务的业绩增长。

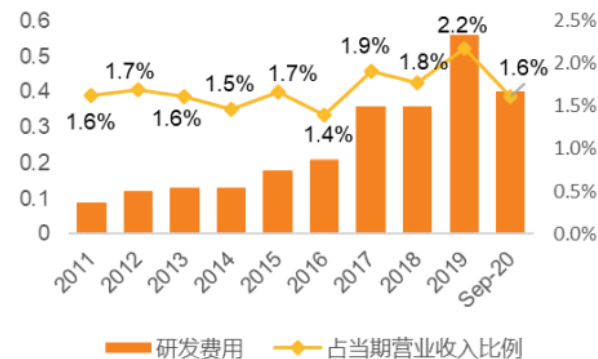
**公司前三季度毛利率下降原因：**2020年前三季度营业成本同比增长49.44%，营业成本增幅略高于营业收入增幅，主要系毛利率较低的贸易业务销售规模大幅增长，导致本期综合毛利率整体有所下降。

图 253：火炬电子季度存货周转天数和应收账款周转天数/天



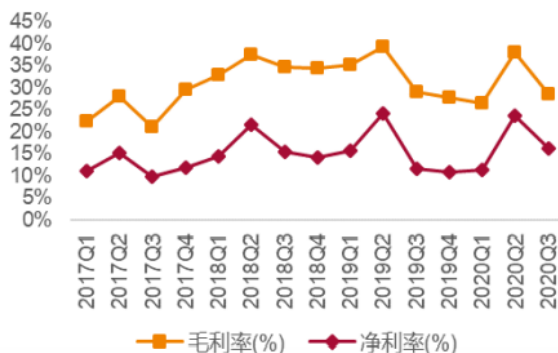
资料来源：wind，天风证券研究所

图 254：火炬电子研发支出及占营收比例



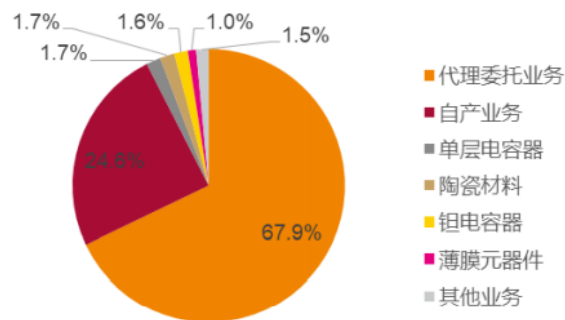
资料来源：wind，天风证券研究所

图 255：火炬电子季度毛利率与净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 256：火炬电子 2019 年分产品营收结构



资料来源：wind，天风证券研究所

## 6. 军用被动元件：增速创新高，军用电子信息化&进口替代推动强势表现

### 6.3. 鸿远电子

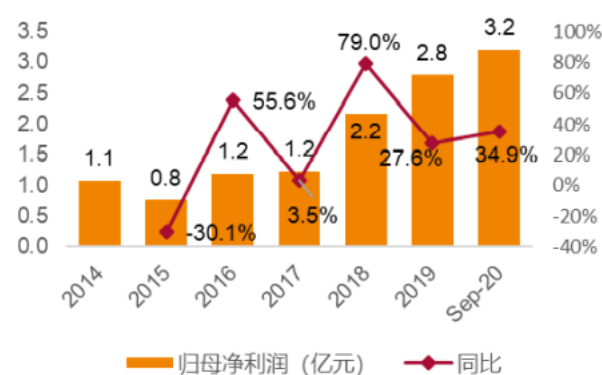
根据公司2020年Q3财报，公司前三季度实现营收11.41亿元，同比增长42.53%，归母净利润3.20亿元，同比增长34.88%；其中，20Q3单季度实现营收4.48亿元，同比增长74.53%，归母净利润1.15亿元，同比增长90.85%。公司Q3毛利率为43.2%，同比下降3.8PCT，环比下降8.7PCT；净利率为25.6%，同比提高2.2PCT，环比下降6.1PCT。

图 257：鸿远电子报告期营收及增速



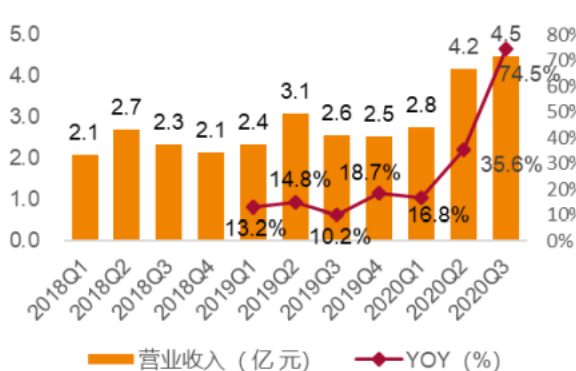
资料来源：wind，天风证券研究所

图 258：鸿远电子报告期归母净利润及增速



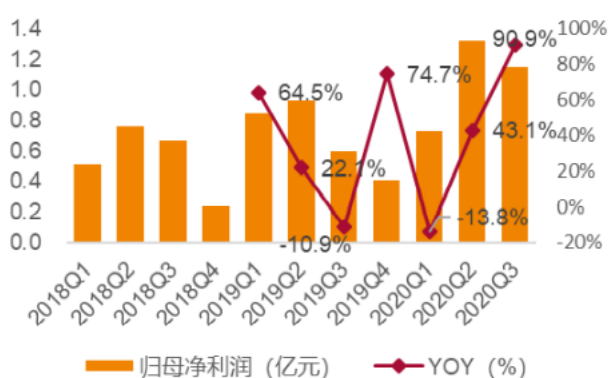
资料来源：wind，天风证券研究所

图 259：鸿远电子历史季度营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 260：鸿远电子历史季度归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

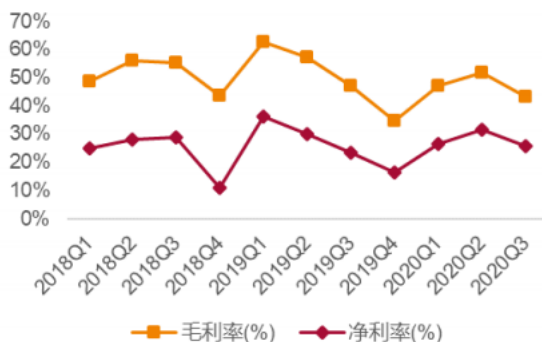
## 6. 军用被动元件：增速创新高，军用电子信息化&进口替代推动强势表现

### 6.3. 鸿远电子

**公司业绩变化原因：**前三季度，公司自产业务收入较上年同期增长20.54%，主要系2020年7月以来，公司下游客户需求强劲，单季度自产业务收入较上年同期增长55.11%；公司代理业务收入较上年同期增长76.36%，主要由于公司下游光伏发电等新能源行业2020年景气度较高。

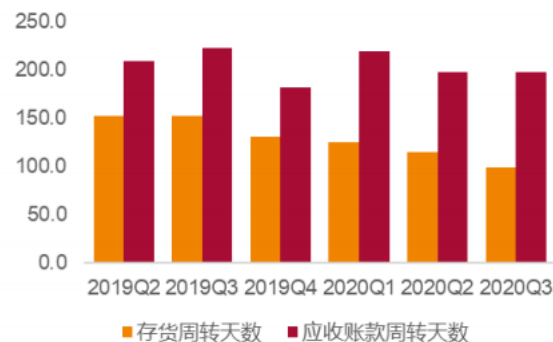
**公司报告期毛利率变化情况：**前三季度公司自产业务和代理业务毛利率分别为82.12%和11.03%，自产业务毛利率与上年同期基本持平，代理业务毛利率较上年同期下滑4.95个百分点。

图 261：鸿远电子季度毛利率和净利率



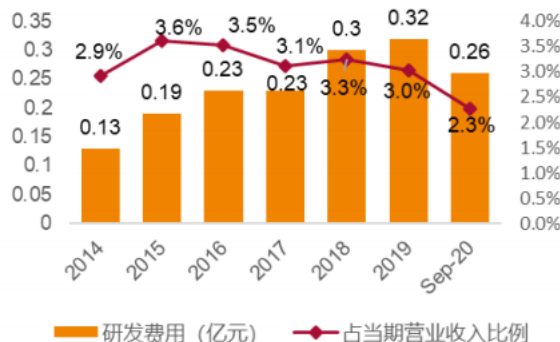
资料来源：wind，天风证券研究所

图 262：鸿远电子存货周转天数与应收账款周转天数/天



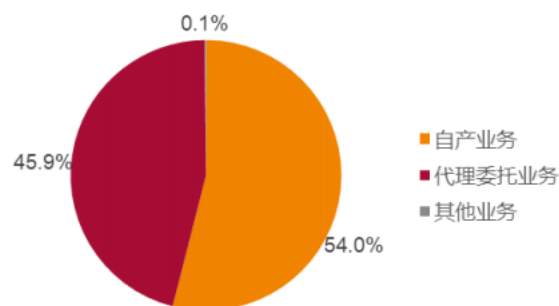
资料来源：wind，天风证券研究所

图 263：鸿远电子研发费用及占营收比例



资料来源：wind，天风证券研究所

图 264：鸿远电子 20H1 分产品营收结构



资料来源：wind，天风证券研究所

## 6. 军用被动元件：增速创新高，军用电子信息化&进口替代推动强势表现

### 6.4. 宏达电子

根据公司2020年Q3财报，公司前三季度实现营收9.37亿元，同比增长49.03%，归母净利润3.36亿元，同比增长39.99%；其中，20Q3单季度实现营收4.17亿元，同比增长84.76%，归母净利润1.45亿元，同比增长143.04%。公司Q3毛利率为69.4%，同比提高5.4PCT，环比提升3.2PCT；净利率为37.9%，同比提高9.7PCT，环比下降5.7PCT。

图 265：宏达电子报告期营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 266：宏达电子报告期归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 267：宏达电子历史季度营收及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 268：宏达电子历史季度归母净利润及增速



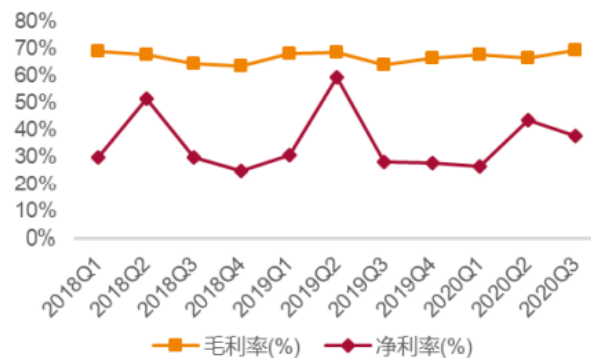
资料来源：wind，天风证券研究所

## 6. 军用被动元件：增速创新高，军用电子信息化&进口替代推动强势表现

### 6.4. 宏达电子

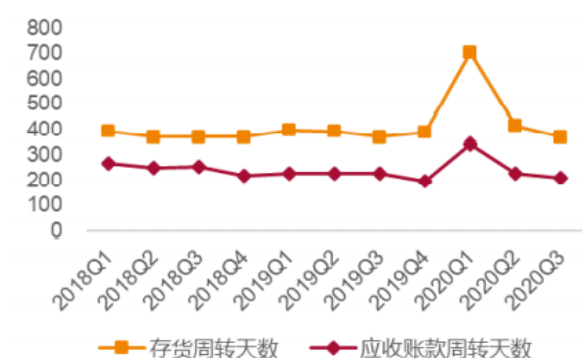
公司业绩增长的原因：公司前三季度业绩出现大幅增长主要是因为客户需求的大幅提升，特别是高可靠需求端的提升。公司三季度营收增长主要有两方面原因：一是下游高可靠领域客户需求的持续旺盛，公司三季度营收增长是一个必然的现象；二是上半年国际疫情和物流方面的影响，民品产业的需求，产品价格和公司战略的调整都对营收和利润有积极的贡献。

图 269：宏达电子季度毛利率和净利率



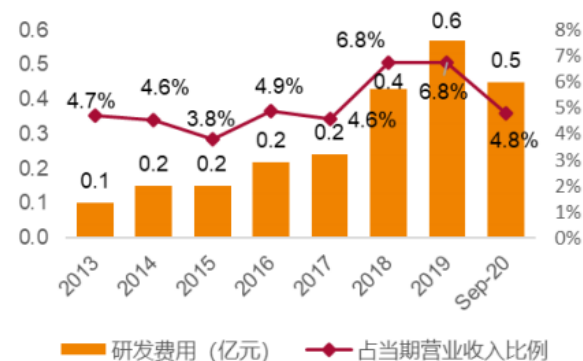
资料来源：wind，天风证券研究所

图 270：宏达电子存货周转天数与应收账款周转天数/天



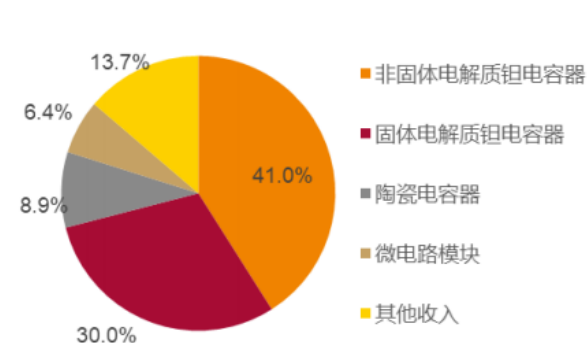
资料来源：wind，天风证券研究所

图 271：宏达电子研发费用及占营收比例



资料来源：wind，天风证券研究所

图 272：宏达电子 2019 年分产品营收结构



资料来源：wind，天风证券研究所

## 6. 军用被动元件：增速创新高，军用电子信息化&进口替代推动强势表现

### 6.5. 振华科技

根据公司2020年Q3财报，公司前三季度实现营收30.71亿元，同比增长2.44%，归母净利润3.59亿元，同比增长20.25%；其中，20Q3单季度实现营收10.46亿元，同比增长26.84%，归母净利润1.23亿元，同比增长120.72%。

图 273：振华科技报告期营收及增速



图 274：振华科技报告期归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

图 275：振华科技历史季度营收及增速

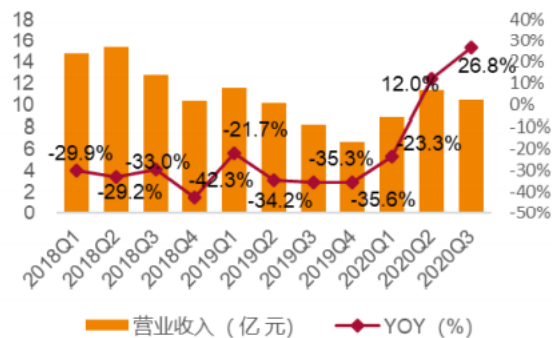


图 276：振华科技历史季度归母净利润及增速



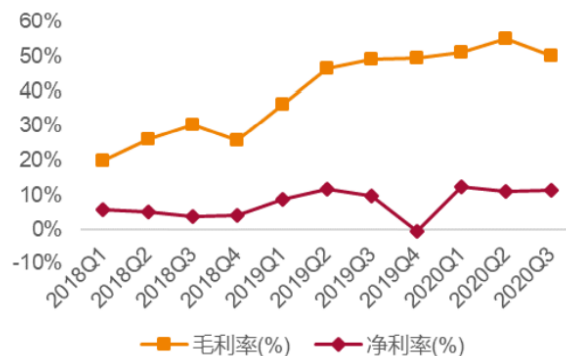
资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

## 6. 军用被动元件：增速创新高，军用电子信息化&进口替代推动强势表现

### 6.5. 振华科技

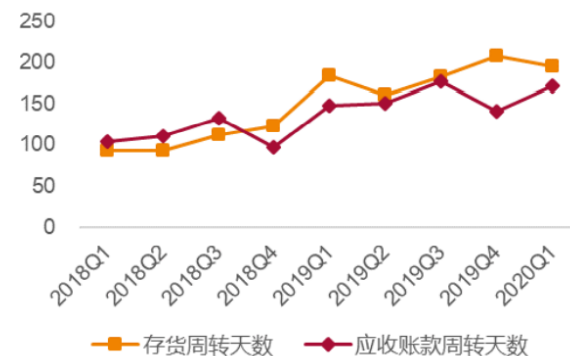
图 277：振华科技季度毛利率和净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

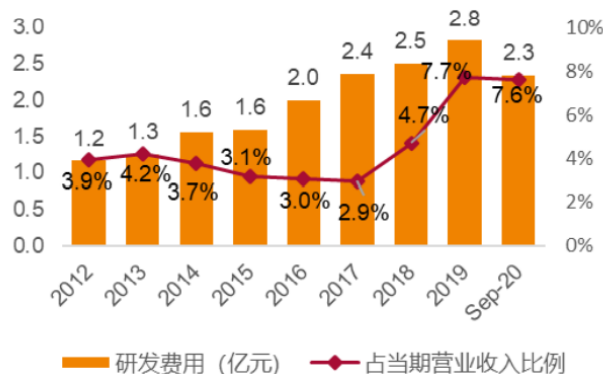
公司Q3毛利率为50.0%，同比提高1.0PCT，环比下降5.2PCT；净利率为11.5%，同比提高1.9PCT，环比提升0.5PCT。

图 278：振华科技存货周转天数与应收账款周转天数/天



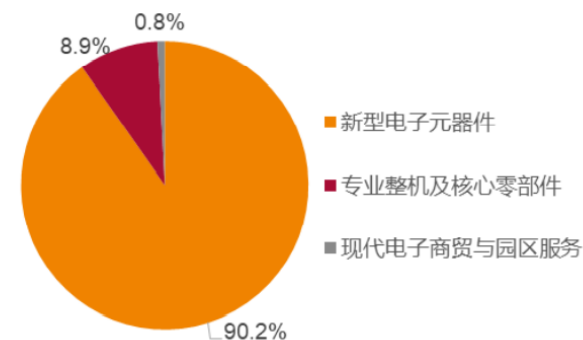
资料来源：wind，天风证券研究所

图 279：振华科技研发费用及占营收比例



资料来源：wind，天风证券研究所

图 280：振华科技 2019 年分产品营收结构



资料来源：wind，天风证券研究所

# 风险提示

1. 新冠疫情恢复不及预期：上海等地出现本土新增病例，国内疫情存在不确定性。
2. 全球贸易环境恶化：中美贸易摩擦存在加剧风险。
3. 电子终端需求不及预期：全球贸易环境变化可能引起电子终端需求下降。
4. 5G、新能源汽车等新应用发展速度不及预期：新冠疫情可能导致新应用发展速度趋缓。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                         | 评级   | 体系               |
|--------|----------------------------|------|------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益20%以上    |
|        |                            | 增持   | 预期股价相对收益10%-20%  |
|        |                            | 持有   | 预期股价相对收益-10%-10% |
|        |                            | 卖出   | 预期股价相对收益-10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅5%以上     |
|        |                            | 中性   | 预期行业指数涨幅-5%-5%   |
|        |                            | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下    |

THANKS