

军用 MLCC 领头羊，军民融合促发展

华泰研究

2021 年 3 月 24 日 | 中国内地

首次覆盖

工业/航天军工

投资评级(首评):

增持

目标价(人民币):

138.38

研究员

SAC No. S0570521020001

李聪

licong017951@htsc.com

研究员

SAC No. S0570518080001

胡剑

hujian@htsc.com

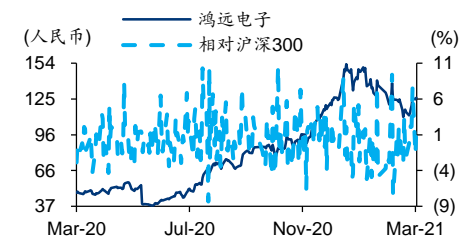
SFC No. BPX762

+86-21-28972072

基本数据

| | |
|----------------------|--------------|
| 目标价(人民币) | 138.38 |
| 收盘价(人民币 截至 3 月 23 日) | 125.67 |
| 市值(人民币百万) | 29,090 |
| 6 个月平均日成交额(人民币百万) | 315.63 |
| 52 周价格范围(人民币) | 37.48-153.28 |
| BVPS(人民币) | 10.45 |

股价走势图



资料来源: Wind

国内军用 MLCC 核心供应商，首次覆盖给予“增持”评级

公司是国内军用 MLCC (多层瓷介电容器) 核心供应商，业务涵盖以 MLCC 为核心的自产业务及以电子元器件经销为核心的代理业务。我们预计 20-22 年公司归母净利润分别为 4.87/7.63/11.06 亿元，分别同比增长 74.6%/56.7%/45.0%，对应 EPS 分别 2.10/3.29/4.78 元/股，对应当前股价 PE 分别为 60/38/26 倍。可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE 平均值为 34 倍，考虑到公司在 MLCC 领域的技术优势、未来高端民用 MLCC 领域及高可靠直流滤波器领域的良好发展前景，给予公司 2021 年 42 倍 PE 水平，目标价 138.38 元，首次覆盖给予“增持”评级。

受益电子元器件下游高景气度，公司业绩增长提速

公司 2020 年前三季度已实现营收及归母净利润分别为 11.41 亿元、3.20 亿元，分别同比增长 42.5%、34.9%，均已超过 2019 年全年营收 10.54 亿元及归母净利润 2.79 亿元。据公司预增公告，2020 年公司归母净利润预计为 4.62-4.93 亿元，同比增长 66%-77%。受益于光伏、汽车电子、5G 通讯等工业及消费电子元器件高景气度，公司代理业务营收增长迅猛；国防信息化建设的加速推进拉动公司自产业务业绩提速。在军工、民用电子元器件市场的高景气度加持下，公司业绩有望延续加速增长态势。

深耕 MLCC 细分行业，坚持技术创新

公司掌握从瓷粉配料到 MLCC 产品生产的全套技术，形成了从材料开发、产品设计、生产工艺到可靠性保障等一系列多层瓷介电容器生产的核心技术，截至 2020H1 共拥有 76 项专利，特别是在对材料的认定和高温负荷控制工艺中具有独特的成熟技术，并在进行高可靠产品的生产加工过程中拥有大量自有专利技术和技术秘密。公司还与清华大学、天津大学、北京航空航天大学、北京工业大学等建立了“产、学、研”合作关系，充分利用高校资源实现企业技术水平提升。

国防信息化建设提速，下游需求有望长期放量

据解放军和武警部队代表团新闻发言人吴谦，2021 年全国财政安排国防预算支出共 13795.44 亿元，较上年预算执行数增长 6.8%，增加的国防费将主要用于保障重大工程和重点项目启动实施以及加速武器装备升级换代，推进武器装备现代化建设等方面。我国武器装备仍有较大一部分是机械化、半机械化装备，信息化装备发展落后，军用 MLCC 等军用电子产品有望受益于武器装备的加速升级换代而长期放量，公司有望显著受益。

风险提示：军品需求不及预期；应收账款回款较大。

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入(人民币百万) | 923.43 | 1,054 | 1,579 | 2,159 | 2,901 |
| +/-% | 25.35 | 14.19 | 49.70 | 36.75 | 34.40 |
| 归属母公司净利润(人民币百万) | 218.36 | 278.67 | 486.58 | 762.66 | 1,106 |
| +/-% | 78.97 | 27.62 | 74.61 | 56.74 | 45.04 |
| EPS(人民币，最新摊薄) | 0.94 | 1.20 | 2.10 | 3.29 | 4.78 |
| ROE (%) | 22.13 | 17.47 | 19.37 | 22.93 | 25.96 |
| PE (倍) | 133.22 | 104.39 | 59.78 | 38.14 | 26.30 |
| PB (倍) | 26.19 | 13.99 | 9.88 | 7.85 | 6.04 |
| EV EBITDA (倍) | 94.05 | 82.85 | 49.14 | 32.77 | 21.55 |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

核心推荐逻辑

“自产+代理”双轮驱动，业绩增长驶入快车道

公司自产业务包括 MLCC 业务与直流滤波器业务，军用 MLCC 业务以稳固的市场占有率和高附加值属性，成为公司盈利的压舱石。公司 2017-2019 年营业收入及归母净利润 CAGR 分别为 17.4%和 33.2%，2020 年前三季度营业收入及归母净利润分别较 19 年同期增长 42.5%、34.9%，已实现的营收及归母净利润均已超过 2019 年全年相应数据。据公司预增公告，2020 年公司归母净利润预计为 4.62-4.93 亿元，同比增长 66%-77%。公司业绩增长正驶入快车道。

以军用 MLCC 业务为引擎，坚持核心产品技术创新

公司重视 MLCC 产品技术研发，具有多项核心技术专利。公司掌握从瓷粉配料到 MLCC 产品生产的全套技术，特别是在对芯片材料的认定、高温负荷控制、高可靠产品生产加工过程中拥有大量自有专利技术，能够保证产品使用的高可靠性和稳定性。2019 年，公司成功开发了金端多层瓷介电容器、模压表贴瓷介电容器、大功率直流滤波器新产品，重点开发射频微波电容器、脉冲储能多层瓷介电容器等系列化产品，快速推向射频微波电路应用、微组装应用等细分市场，为公司切入高端民用 MLCC 市场奠定基础。

国防信息化建设提速，军用 MLCC 需求有望放量

在国内军工电子领域，MLCC 被广泛应用于卫星、飞船、火箭、雷达、导弹、机载等武器装备。据解放军和武警部队代表团新闻发言人吴谦，2021 年全国财政安排国防支出预算 13795.44 亿元，较上年预算执行数增长 6.8%，增加的国防费将主要用于保障重大工程和重点项目启动实施以及加速武器装备升级换代，推进武器装备现代化建设等方面。公司为军用 MLCC 核心供应商，有望充分受益武器装备升级换代提速。

首次覆盖给予“增持”评级，目标价 138.38 元

我们预计公司 2020-2022 年将实现营收 15.79/21.59/29.01 亿，分别同比增长 49.7%/36.8%/34.4%。2020-2022 年公司归母净利润分别为 4.87/7.63/11.06 亿元，分别同比增长 74.6%/56.7%/45.0%，对应 EPS 分别 2.10/3.29/4.78 元/股，对应当前股价 PE 分别为 60/38/26 倍。我们选取火炬电子、振华科技、宏达电子作为可比公司，可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE 平均值为 34 倍，考虑到公司在 MLCC 领域的技术优势、未来高端民用 MLCC 领域及高可靠直流滤波器领域的良好发展前景，给予公司 2021 年 42 倍 PE 水平，目标价 138.38 元，首次覆盖给予“增持”评级。

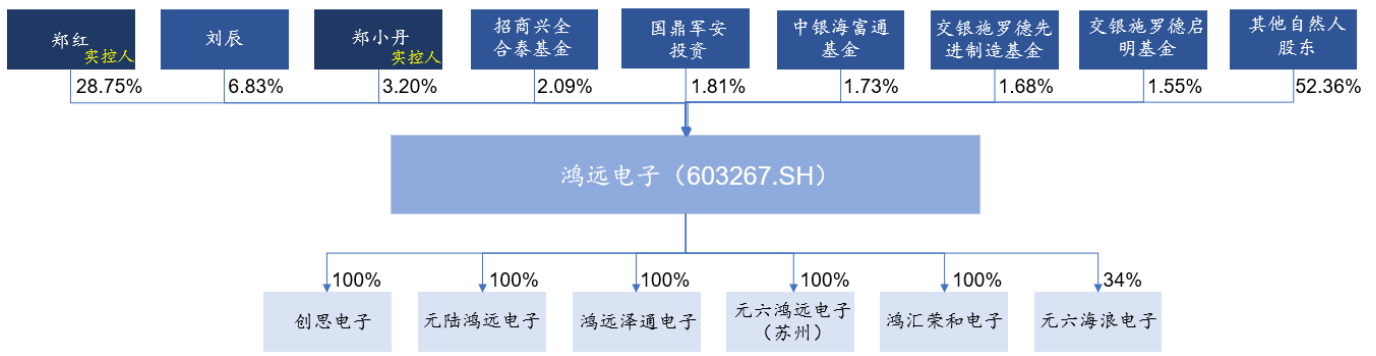
区别于市场的观点

市场对公司 MLCC 业务及成长性认知不足。公司 MLCC 业务目前主要的瓶颈在于产能不足。随着公司募投产线逐步达产，该项业务营业收入及毛利润有望迎来持续的快速增长，市场低估其增长速度。公司现以军用 MLCC 为主要产品，未来民用高可靠 MLCC 方向有潜在的广阔拓展空间，市场对此认识较弱。

“自产+代理”双轮驱动，业绩增长驶入快车道

公司深耕电子元器件领域二十载。公司前身为2001年成立的元六有限，由郑红等14名自然人共同出资设立。元六有限于2016年整体变更为股份有限公司，设立北京元六鸿远电子科技股份有限公司，并于2019年5月在上交所挂牌上市。公司实际控制人为郑红、郑小丹父女，二人合计持有公司32.0%的股份，其中郑红持有公司28.8%的股份，且为公司的最终受益人。

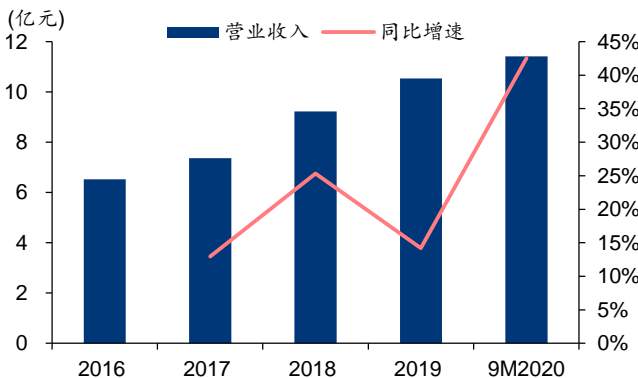
图表96：公司股权结构图（截至2020Q3）



资料来源：Wind，华泰研究

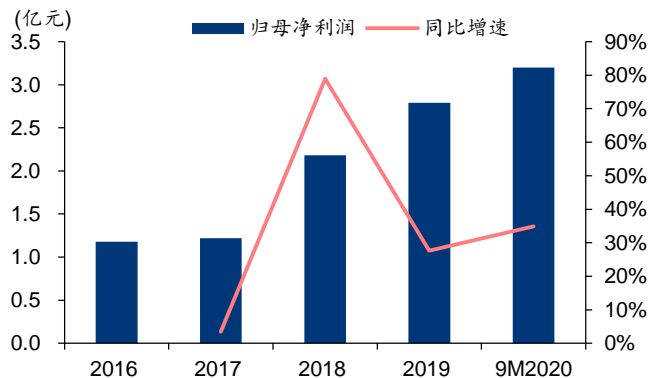
受益国防信息化建设拉动军工电子行业高景气度，公司营业收入及归母净利润呈现加速增长态势。公司营业收入从2016年的6.52亿元增长至2019年的10.54亿元，17-19年CAGR为17.4%；归母净利润从2016年的1.18亿元增长至2019年的2.79亿元，17-19年CAGR为33.2%。受益于军工产业链下游航天、航空、兵器等细分行业军用MLCC加速放量及5G手机、光伏发电、汽车电子等民用行业电子元器件加速放量，公司2020年前三季度营收及归母净利润实现迅猛增长，均已超过2019年全年水平，分别为11.41亿元、3.20亿元，分别同比增长42.5%、34.9%，均高于前三年相应指标CAGR。营收及归母净利润呈现加速增长态势。

图表97：营业收入及其增长率



资料来源：Wind，华泰研究

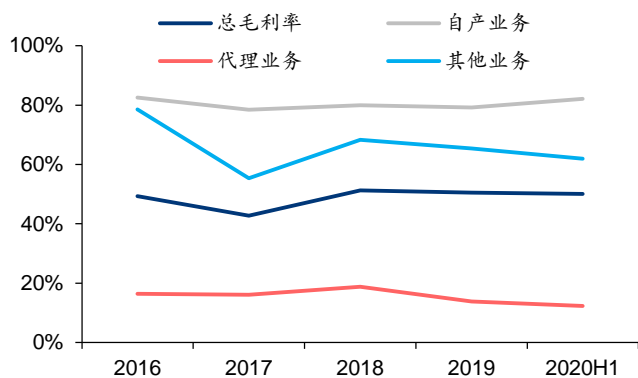
图表98：归母净利润及其增长率



资料来源：Wind，华泰研究

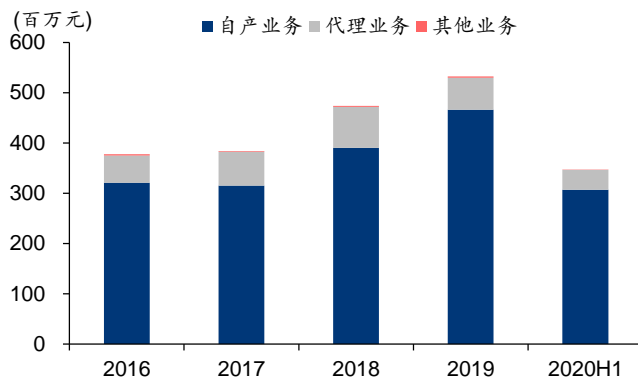
MLCC业务为公司业绩增长核心动能。2019年，来源于自产业务的营收占公司总营收的55.8%与总毛利的87.5%，其中MLCC产品营收占总收入的55.2%和总毛利的86.7%，直流滤波器营收占总营收的0.6%与总毛利的0.9%。代理业务占公司总营收的43.8%与总毛利的12.0%。MLCC业务以55%的营收贡献了87%的毛利，是公司业绩增长的压舱石。

图表99: 公司各业务毛利率



资料来源: Wind, 华泰研究

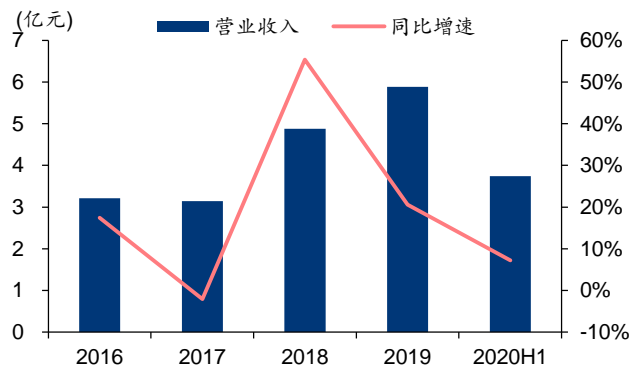
图表100: 公司毛利构成



资料来源: Wind, 华泰研究

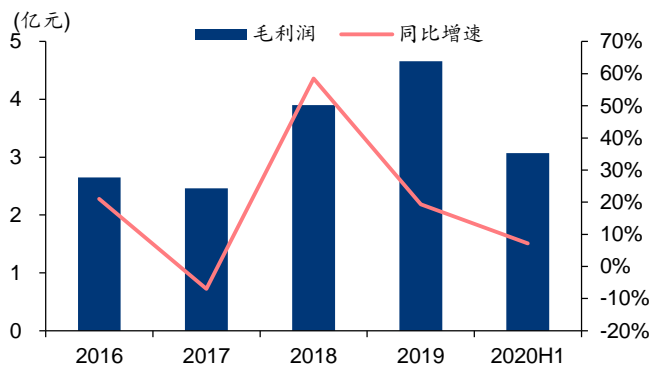
公司 MLCC 业务营业收入及毛利润总体稳步提升。该部分营业收入从 2016 年的 3.21 亿元提升至 2019 年的 5.89 亿元,毛利从 2016 年的 2.65 亿元提升至 2019 年的 4.66 亿元,17-19 年营收 CAGR 与毛利润 CAGR 分别为 22.4%、20.7%,均高于同期公司总体对应指标(公司总体营收 CAGR 为 17.4%,毛利润 CAGR 为 18.3%)。公司 MLCC 业务以军品为主,2017 年公司 MLCC 业务营收及毛利润均出现下滑或因为 2016 年实行军改造成军品需求放缓。随着军改落地,公司 MLCC 业务营收及毛利润恢复稳定增长态势。2020 年上半年该项业务营收及毛利润分别同比增长 7.2%、6.4%,增速放缓的主要原因为疫情影响产能。MLCC 业务是公司盈利的主要推动引擎。

图表101: MLCC 业务营业收入



资料来源: Wind, 华泰研究

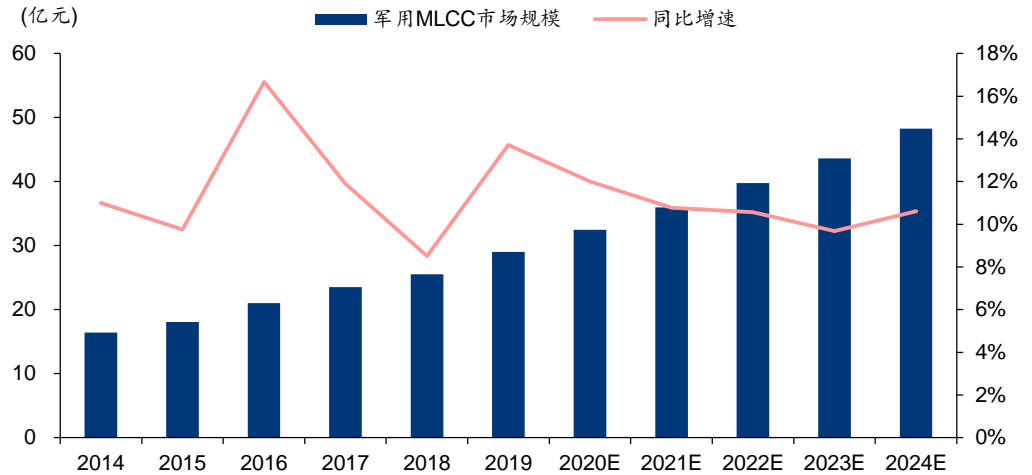
图表102: MLCC 业务毛利润



资料来源: Wind, 华泰研究

军用 MLCC 市场需求或伴随国防信息化建设加速而放量,公司有望充分受益。据中国电子元件行业协会,2015-2019 年中国军用 MLCC 市场规模 CAGR 为 12.1%,预计 2020 年中国军用 MLCC 市场规模达到 32.48 亿元,较 19 年同比增长 12.0%。根据《2020 年版中国 MLCC 市场竞争研究报告》(智多星顾问),预计 2020 年中国军工 MLCC 需求量将达到 3.5 亿只,到 2024 年需求量将达 5.2 亿只。按 2020 年预计的军用 MLCC 市场规模及需求量得出军用 MLCC 期望单价为 9.28 元/只,假设 2024 年军用 MLCC 期望单价维持在该水平,预计 2024 年我国军用 MLCC 市场规模将达到 48.26 亿元,2020-2024 年 CAGR 约为 10.7%。军用 MLCC 市场由于军工行业高壁垒及技术壁垒而处于有限竞争状态,据公司招股书,我国军用 MLCC 市场份额主要由鸿远电子、火炬电子、宏明电子三家公司占据。据中国产业信息网统计,2018 年鸿远电子、火炬电子、宏明电子分别占据军用 MLCC 市场份额约 24%、23%、17%,鸿远电子军用 MLCC 产品市场占有率领先。

图表103: 我国军用 MLCC 市场规模及同比增速

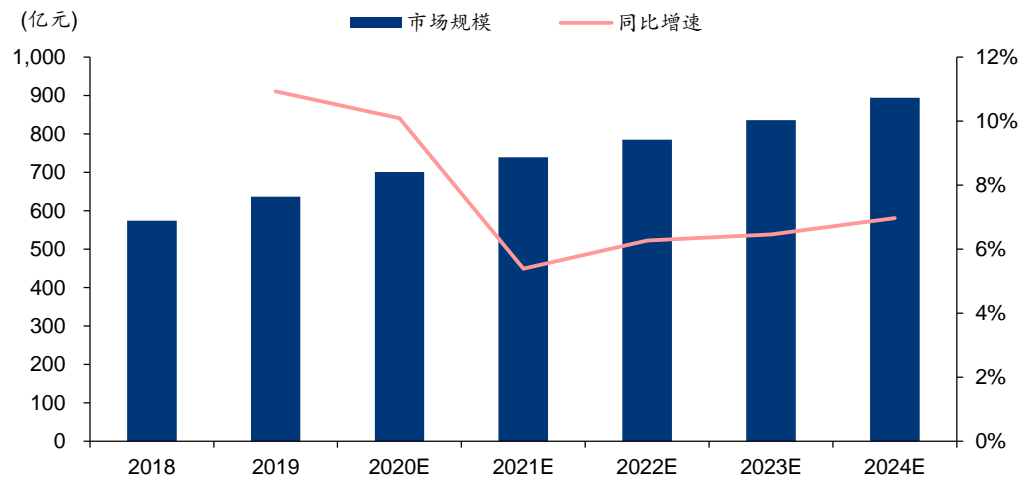


资料来源: 中国电子元件行业协会, 智多星顾问, 华泰研究预测

受益高端智能手机、5G 通讯、汽车电子、新能源发电等领域的持续高景气度, 预计我国 MLCC 市场规模将稳定增长, 公司民用 MLCC 领域或迎来拓展机遇。电容器下游的各类电子产品在一定程度上均有小型化趋势(如消费电子智能化、轻薄化; 军事装备轻型化、高性能化; 汽车电子集成化等), 而 MLCC 相较于薄膜电容器和铝电解电容器更易于小型化, 且相比钽电容具有成本优势。据中国产业信息网预测, 2024 年我国军用及民用 MLCC 市场规模合计将达 894.7 亿元, 20-24 年 MLCC 市场规模 CAGR 达到 7.0%。公司民用 MLCC 领域特别是高端民用 MLCC 领域或受益于下游民品放量, 迎来拓展机遇。

民用 MLCC 市场份额由外企垄断, 国产替代前景广阔。据前瞻产业研究院, 2019 年全球 MLCC 市场份额主要被村田、三星电机、太阳诱电三家外企所占据, 按销售口径分别占全球市场份额的 38.4%、20.5%、12.0%, 而我国民用 MLCC 龙头风华高科仅占据全球市场份额的 1.1%。据立鼎产业研究网, 2017-2019 年我国 MLCC 进口金额分别为 369.5 亿元、602.3 亿元、466.4 亿元, 年均进口 MLCC 数量为 2.4 万亿只。据公司 2019 年年报, 公司民品 MLCC 业务主要为中低端的通用型 MLCC, 正积极开发高端民用 MLCC 产品。公司或显著受益于广阔的国产化市场前景。

图表104: 我国 MLCC 市场规模及同比增速



资料来源: 中国产业信息网, 华泰研究

盈利预测及估值

自产业务规模：公司自产业务分为多层瓷介电容器业务及滤波器业务。据公司 2020 年 11 月 30 日公告，公司电子元器件生产基地项目已部分投产，预计该部分产线可新增高可靠及通用 MLCC 产能共 7 亿只/年，并预计 2021 年 12 月可全部投产，届时将再新增 MLCC 产能 13 亿只/年。据公司招股书，产线全部达产后，预计增加高可靠 MLCC 产能 0.75 亿只/年，增加通用 MLCC 产能 19.25 亿只/年。我们假设高可靠 MLCC 及通用型 MLCC 产能按全部达产后的新增产能比例同步增长，即假设高可靠 MLCC 及通用型 MLCC 产能 21 年分别增长 0.26 亿只、6.74 亿只，22 年分别增长 0.49 亿只、12.51 亿只。我们假设 21-22 年高可靠 MLCC 销售均价保持为前文预测值 9.28 元/片。公司招股书 2019 年预计通用 MLCC 产线产品销售均价为 0.008 元/只，考虑通用 MLCC 行业由于新冠疫情造成的供给紧张及 5G 通讯、汽车电子等加速发展带来的需求放量，通用型 MLCC 市场价格已出现上涨趋势，我们假设 21-22 年通用型 MLCC 销售均价增长至 0.011 元/只。我们预计此募投项目将于 2021 年新增 MLCC 业务营收约 2.51 亿元，2022 年新增营收约 4.66 亿元，合计约 7.17 亿元。17-19 年公司 MLCC 业务营业收入 CAGR 为 22.0%，考虑到军用电子元器件需求有望长期放量及募投产线逐步达产的助推作用，我们预计 2020-2022 年该项业务营收将加速增长，分别同比增长 38.2%/48.2%/49.6%。公司直流滤波器产品 2019 年已批量供货航空、航天等军工领域，直流滤波器业务营收 2017-2019 年分别同比增长 336.6%/70.2%/109.0%，考虑到直流滤波器募投项目将于 2021 年底达产并已于 2019 年取得军标，我们认为该细分业务具有非常好的成长性，预计 2020-2022 年仍将延续快速增长势头，分别同比增长 95.6%/90.6%/85.6%。

代理业务规模：公司 2017-2019 年代理业务营业收入分别同比增长 28.1%/2.9%/6.9%，由于新能源发电、汽车电子、5G 手机等下游行业的高景气度，2020 年上半年该项业务营收规模同比增长 63.7%。我们预计公司该项业务在 2020-2022 年仍将充分受益于新能源发电等下游行业高景气度，但营收增速将由于工业及消费用电子元器件市场的充分竞争而下降，预计 2020-2022 年该项业务营业收入分别同比增长 63.7%/23.7%/13.7%。

毛利率：公司 MLCC 业务以军品为主，2017-2019 年毛利率分别为 78.6%/80.2%/79.3%，自产业务大类 2020 年上半年毛利率为 82.1%，由于军工 MLCC 细分市场的有限竞争属性及公司在 MLCC 领域的技术优势，我们预计 2020-2022 年 MLCC 业务毛利率仍将稳定在较高水平，分别为 82.4%/82.5%/82.6%。直流滤波器业务 2017-2019 年毛利率分别为 57.9%/51.3%/70.1%，19 年毛利率大幅提升源于产品质量等级及型号构成改变。考虑军用直流滤波器的高技术壁垒、准入壁垒及公司产品型号构成及质量等级有望进一步高端化，我们预计该产品毛利率将稳中有升，预计 2020-2022 年该项业务毛利率分别为 70.1%/71.1%/72.1%。由于电子元器件上游供应商价格波动较大，而下游客户相对具有价格粘性，公司 2017-2019 年代理业务毛利率波动较大，分别为 16.1%/18.8%/13.8%。公司 2020 年上半年代理业务毛利率为 12.3%，考虑到消费及工业用电子元器件市场的充分竞争，我们预计该部分毛利率 2020-2022 年会持续小幅下降，分别为 12.3%/11.3%/10.3%。

费用率：由于 2020 上半年光伏发电、汽车电子、5G 通讯等工业及消费用电子元器件市场的高景气度拉动代理业务营收规模迅猛增长，公司 2020 前三季度销售、管理、研发费用率均有较大幅度下滑。公司 2017-2019 年销售费用率分别为 8.3%/7.6%/6.9%，2020 年前三季度销售费用率减少至 4.6%，随着销售结构优化的进一步推进与营收规模进一步扩张，我们预计 2020-2022 年公司销售费用率会延续下降势头，分别为 4.2%/3.7%/3.2%。公司 2017-2019 年管理费用率分别为 9.2%/8.2%/8.6%，2020 年前三季度管理费用率为 5.5%，我们预计管理费用率会随着公司经营质量提升及管理精细化的推进而进一步下降，预计 2020-2022 年管理费用率分别为 5.0%/4.5%/4.0%。公司 2017-2019 年研发费用率分别为 3.1%/3.2%/3.0%，2020 年前三季度研发费用率为 2.3%，前三季度研发费用同比 19 年同期增长 23.8%。预计公司仍将保持较高强度的研发支出，2020-2022 年研发费用率分别为 2.3%/2.4%/2.5%。

图表105: 公司盈利预测核心假设

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 多层瓷介电容器-营业收入 | 312.2 | 484.8 | 581.9 | 804.2 | 1191.8 | 1783.0 |
| YoY(%) | -2.6% | 55.3% | 20.0% | 38.2% | 48.2% | 49.6% |
| 多层瓷介电容器-营业成本 | 66.9 | 96.2 | 120.7 | 141.5 | 208.6 | 310.2 |
| YoY(%) | 19.9% | 43.7% | 25.5% | 17.3% | 47.4% | 48.7% |
| 多层瓷介电容器-毛利润 | 245.3 | 388.6 | 461.3 | 662.7 | 983.3 | 1472.7 |
| 多层瓷介电容器-毛利率 | 78.6% | 80.2% | 79.3% | 82.4% | 82.5% | 82.6% |
| 占公司收入比例 (%) | 42.4% | 52.5% | 55.2% | 50.9% | 55.2% | 61.5% |
| 直流滤波器-营业收入 | 1.9 | 3.2 | 6.6 | 12.9 | 24.6 | 45.7 |
| YoY(%) | 336.6% | 70.2% | 109.0% | 95.6% | 90.6% | 85.6% |
| 直流滤波器-营业成本 | 0.8 | 1.5 | 2.0 | 3.9 | 7.1 | 12.7 |
| YoY(%) | 275.5% | 96.5% | 28.3% | 95.7% | 84.2% | 79.2% |
| 直流滤波器-毛利润 | 1.1 | 1.6 | 4.6 | 9.0 | 17.5 | 32.9 |
| 直流滤波器-毛利率 | 57.9% | 51.3% | 70.1% | 70.1% | 71.1% | 72.1% |
| 占公司收入比例 (%) | 0.3% | 0.3% | 0.6% | 0.8% | 1.1% | 1.6% |
| 代理委托业务-营业收入 | 420.2 | 432.3 | 462.1 | 756.4 | 935.7 | 1063.8 |
| YoY(%) | 28.1% | 2.9% | 6.9% | 63.7% | 23.7% | 13.7% |
| 代理委托业务-营业成本 | 352.7 | 350.9 | 398.2 | 663.4 | 829.9 | 954.3 |
| YoY(%) | 28.7% | -0.5% | 13.5% | 66.6% | 25.1% | 15.0% |
| 代理委托业务-毛利润 | 67.5 | 81.4 | 63.9 | 93.0 | 105.7 | 109.6 |
| 代理委托业务-毛利率 | 16.1% | 18.8% | 13.8% | 12.3% | 11.3% | 10.3% |
| 占公司收入比例 (%) | 57.0% | 46.8% | 43.8% | 47.9% | 43.3% | 36.7% |
| 现有其他业务-营业收入 | 2.4 | 3.1 | 3.9 | 5.1 | 6.7 | 8.8 |
| YoY(%) | -22.5% | 28.0% | 24.2% | 30.3% | 31.3% | 32.3% |
| 现有其他业务-营业成本 | 1.1 | 1.0 | 1.3 | 1.9 | 2.5 | 3.2 |
| YoY(%) | 60.9% | -9.2% | 36.0% | 43.2% | 27.9% | 28.7% |
| 现有其他业务-毛利润 | 1.4 | 2.1 | 2.5 | 3.1 | 4.2 | 5.6 |
| 现有其他业务-毛利率 | 55.4% | 68.4% | 65.3% | 61.9% | 62.9% | 63.9% |
| 占公司收入比例 (%) | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 营业收入 | 736.7 | 923.4 | 1054.5 | 1578.6 | 2158.7 | 2901.3 |
| YOY-营业收入 (%) | 13.0% | 25.4% | 14.2% | 49.7% | 36.8% | 34.4% |
| 整体毛利率 (%) | 42.8% | 51.3% | 50.5% | 48.6% | 51.4% | 55.9% |
| 销售费用率 | 8.3% | 7.6% | 6.8% | 4.2% | 3.7% | 3.2% |
| 管理费用率 | 9.2% | 8.2% | 8.6% | 5.0% | 4.5% | 4.0% |
| 研发费用率 | 3.1% | 3.2% | 3.0% | 2.3% | 2.4% | 2.5% |
| 财务费用率 | 2.4% | 1.3% | -0.1% | -0.5% | -1.0% | -1.0% |
| 四项费用率 | 23.0% | 20.3% | 18.4% | 11.0% | 9.6% | 8.7% |
| 净利润 | 122.0 | 218.4 | 278.7 | 486.6 | 762.7 | 1106.2 |
| 归属母公司所有者净利润 | 122.0 | 218.4 | 278.7 | 486.6 | 762.7 | 1106.2 |

资料来源: Wind, 华泰研究预测

公司 2017-2019 年营业收入分别同比增长 13.0%/25.4%/14.2%，2020 年前三季度营收同比增长 42.5%。考虑到公司自产业务有望充分受益军工电子高景气度，代理业务有望充分受益于工业及消费用电子元器件需求放量，我们预计公司 2020-2022 年将实现营收 15.79/21.59/29.01 亿，分别同比增长 49.7%/36.8%/34.4%。公司 2017-2019 年归母净利润分别同比增长 3.5%/79.0%/27.6%，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 4.87/7.63/11.06 亿元，分别同比增长 74.6%/56.7%/45.0%，对应 EPS 分别 2.10/3.29/4.78 元/股，对应当前股价 PE 分别为 60/38/26 倍。我们选取火炬电子、振华科技、宏达电子作为可比公司，可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE 平均值为 34 倍，考虑到公司在 MLCC 领域的技术优势、未来高端民用 MLCC 领域及高可靠直流滤波器领域的良好发展前景，给予公司 2021 年 42 倍 PE 水平，目标价 138.38 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表106: 可比公司估值情况(截至 2021/03/23)

| 公司名称 | 股票代码 | 股价(元/股) | | 市值(mn) | | | 市盈率(x) | | | 市净率(x) | | | ROE(%) | | |
|------|-----------|-----------|-----------|--------|-----|-----|--------|-----|-----|--------|-----|-----|--------|--|--|
| | | 2021/3/23 | 2021/3/23 | 20E | 21E | 22E | 20E | 21E | 22E | 20E | 21E | 22E | | | |
| 火炬电子 | 603678 CH | 55.87 | 25,692 | 44 | 32 | 24 | 6.9 | 5.8 | 4.7 | 16% | 18% | 20% | | | |
| 振华科技 | 000733 CH | 52.30 | 26,924 | 52 | 32 | 24 | 4.6 | 3.9 | 3.4 | 9% | 13% | 15% | | | |
| 宏达电子 | 300726 CH | 63.76 | 25,510 | 54 | 38 | 28 | 11.8 | 9.3 | 7.2 | 22% | 25% | 27% | | | |
| 平均值 | | | 26,042 | 50 | 34 | 25 | 7.8 | 6.3 | 5.1 | 16% | 19% | 21% | | | |
| 鸿远电子 | 603267 CH | 125.67 | 29,090 | 60 | 38 | 26 | 9.9 | 7.9 | 6.0 | 19% | 23% | 26% | | | |

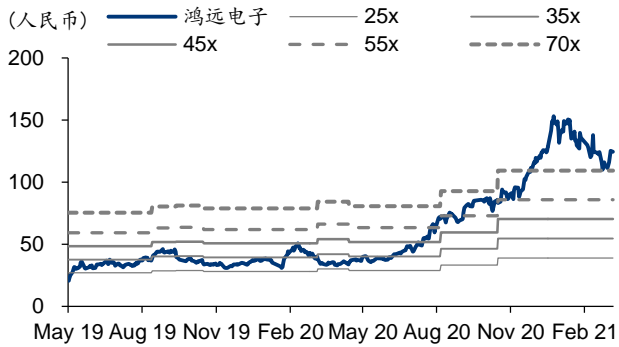
注: 除鸿远电子外, 盈利预测均来自 Wind 一致预期
资料来源: Wind, 华泰研究预测

风险提示

军品需求不及预期。若未来相关军工行业预算或行业整体增长不及预期, 将对公司自产业务增长及盈利能力产生不利影响。

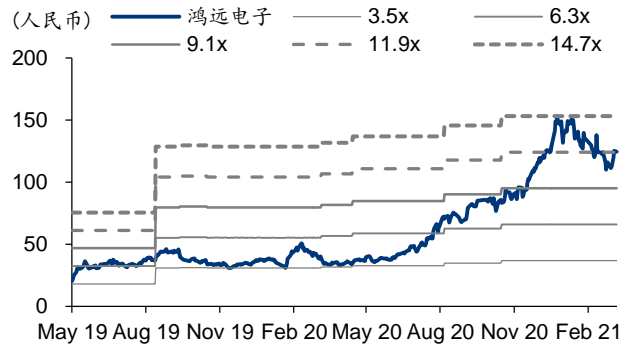
应收账款余额较大。公司客户付款周期较长, 导致公司应收账款规模较大。若应收账款无法收回, 将可能导致实际发生的坏账损失超过公司计提的坏账准备, 对公司经营产生不利影响。

图表107: 鸿远电子 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表108: 鸿远电子 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (人民币百万) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 1,240 | 2,075 | 2,988 | 3,733 | 4,818 |
| 现金 | 210.76 | 276.01 | 620.83 | 792.89 | 1,132 |
| 应收账款 | 481.56 | 583.11 | 872.95 | 1,152 | 1,549 |
| 其他应收账款 | 8.58 | 8.32 | 12.45 | 17.03 | 22.89 |
| 预付账款 | 13.19 | 6.50 | 10.09 | 13.04 | 15.93 |
| 存货 | 179.03 | 201.14 | 290.07 | 375.01 | 458.15 |
| 其他流动资产 | 347.08 | 999.64 | 1,182 | 1,383 | 1,641 |
| 非流动资产 | 212.81 | 284.91 | 339.55 | 438.84 | 558.83 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定投资 | 127.52 | 129.63 | 139.52 | 194.07 | 269.71 |
| 无形资产 | 25.46 | 25.38 | 26.29 | 27.19 | 27.70 |
| 其他非流动资产 | 59.83 | 129.90 | 173.74 | 217.58 | 261.42 |
| 资产总计 | 1,453 | 2,360 | 3,327 | 4,172 | 5,377 |
| 流动负债 | 341.99 | 230.70 | 333.24 | 415.19 | 513.78 |
| 短期借款 | 212.60 | 64.00 | 64.00 | 64.00 | 64.00 |
| 应付账款 | 70.94 | 97.88 | 151.96 | 196.46 | 240.01 |
| 其他流动负债 | 58.45 | 68.82 | 117.28 | 154.73 | 209.77 |
| 非流动负债 | 0.46 | 49.05 | 49.05 | 49.05 | 49.05 |
| 长期借款 | 0.00 | 28.00 | 28.00 | 28.00 | 28.00 |
| 其他非流动负债 | 0.46 | 21.05 | 21.05 | 21.05 | 21.05 |
| 负债合计 | 342.44 | 279.75 | 382.30 | 464.24 | 562.83 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 124.00 | 165.34 | 231.48 | 231.48 | 231.48 |
| 资本公积 | 570.84 | 1,303 | 1,303 | 1,303 | 1,303 |
| 留存公积 | 415.73 | 611.73 | 1,410 | 2,173 | 3,279 |
| 归属母公司股东权益 | 1,111 | 2,080 | 2,945 | 3,708 | 4,814 |
| 负债和股东权益 | 1,453 | 2,360 | 3,327 | 4,172 | 5,377 |

现金流量表

| 会计年度 (人民币百万) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 52.64 | 175.09 | 32.14 | 269.52 | 454.01 |
| 净利润 | 218.36 | 278.67 | 486.58 | 762.66 | 1,106 |
| 折旧摊销 | 17.66 | 18.88 | 16.63 | 19.82 | 25.37 |
| 财务费用 | 11.70 | (0.95) | (7.23) | (21.64) | (30.18) |
| 投资损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | (256.18) | (171.24) | (463.84) | (491.31) | (647.37) |
| 其他经营现金 | 61.10 | 49.73 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资活动现金 | (22.91) | (638.19) | (71.26) | (119.11) | (145.37) |
| 资本支出 | 22.92 | 68.67 | 70.99 | 118.84 | 145.09 |
| 长期投资 | 0.00 | 577.96 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | (0.01) | (8.44) | 0.27 | 0.27 | 0.27 |
| 筹资活动现金 | (19.47) | 528.35 | 383.95 | 21.64 | 30.18 |
| 短期借款 | 1.80 | (148.60) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 28.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 0.00 | 41.34 | 66.14 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 28.91 | 732.57 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (50.18) | (124.96) | 317.81 | 21.64 | 30.18 |
| 现金净增加额 | 10.25 | 65.25 | 344.82 | 172.06 | 338.82 |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

| 会计年度 (人民币百万) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 923.43 | 1,054 | 1,579 | 2,159 | 2,901 |
| 营业成本 | 449.65 | 522.16 | 810.69 | 1,048 | 1,280 |
| 营业税金及附加 | 10.63 | 10.68 | 19.70 | 27.01 | 34.77 |
| 营业费用 | 69.97 | 72.22 | 66.30 | 79.87 | 92.84 |
| 管理费用 | 75.72 | 90.30 | 78.93 | 97.14 | 116.05 |
| 财务费用 | 11.70 | (0.95) | (7.23) | (21.64) | (30.18) |
| 资产减值损失 | (30.57) | (6.54) | (21.47) | (30.83) | (43.05) |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.58 | 11.70 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 258.53 | 332.95 | 564.21 | 888.37 | 1,293 |
| 营业外收入 | 3.03 | 2.00 | 7.24 | 6.87 | 5.32 |
| 营业外支出 | 0.29 | 0.58 | (1.00) | (2.00) | (3.00) |
| 利润总额 | 261.27 | 334.37 | 572.45 | 897.24 | 1,301 |
| 所得税 | 42.91 | 55.70 | 85.87 | 134.59 | 195.21 |
| 净利润 | 218.36 | 278.67 | 486.58 | 762.66 | 1,106 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 218.36 | 278.67 | 486.58 | 762.66 | 1,106 |
| EBITDA | 304.70 | 345.89 | 583.21 | 874.58 | 1,330 |
| EPS (人民币, 基本) | 0.94 | 1.20 | 2.10 | 3.29 | 4.78 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 25.35 | 14.19 | 49.70 | 36.75 | 34.40 |
| 营业利润 | 84.02 | 28.79 | 69.46 | 57.45 | 45.56 |
| 归属母公司净利润 | 78.97 | 27.62 | 74.61 | 56.74 | 45.04 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 51.31 | 50.48 | 48.64 | 51.45 | 55.87 |
| 净利率 | 23.65 | 26.43 | 30.82 | 35.33 | 38.13 |
| ROE | 22.13 | 17.47 | 19.37 | 22.93 | 25.96 |
| ROIC | 24.65 | 18.04 | 22.30 | 26.56 | 32.72 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 23.57 | 11.86 | 11.49 | 11.13 | 10.47 |
| 净负债比率 (%) | 62.08 | 33.60 | 24.07 | 19.82 | 16.35 |
| 流动比率 | 3.63 | 8.99 | 8.97 | 8.99 | 9.38 |
| 流动比率 | 3.10 | 8.12 | 8.10 | 8.09 | 8.49 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.70 | 0.55 | 0.56 | 0.58 | 0.61 |
| 应收账款周转率 | 2.08 | 1.98 | 2.17 | 2.13 | 2.15 |
| 应付账款周转率 | 6.58 | 6.19 | 6.49 | 6.02 | 5.87 |
| 每股指标 (人民币) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.94 | 1.20 | 2.10 | 3.29 | 4.78 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.23 | 0.76 | 0.14 | 1.16 | 1.96 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.80 | 8.99 | 12.72 | 16.02 | 20.80 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 133.22 | 104.39 | 59.78 | 38.14 | 26.30 |
| PB (倍) | 26.19 | 13.99 | 9.88 | 7.85 | 6.04 |
| EV EBITDA (倍) | 94.05 | 82.85 | 49.14 | 32.77 | 21.55 |