

自产代理双景气，品类扩张+自主可控再上台阶

鸿远电子(603267)

事件概述

公司发布 2020 年报，实现收入 (17.00 亿元，+61.22%)，归母净利润 (4.86 亿元，+74.43%)；2020 年度利润分配预案：每股派发现金红利 0.37 元 (含税)。

分析判断：

▶ 自产景气度高，产品扩展效果显著

公司自产业务主要产品为面向军用客户的高端 MLCC，全年实现收入 8.86 亿元，同比增长 50.58%，充分显示下游航空航天高景气度。2020 年公司持续研发投入，成功开发单层瓷介电容器、宽带电容器、小尺寸高可靠滤波器、高能混合钽电容器等新产品，进一步丰富了公司产品品类，公司近年来推出的新产品直流滤波器销售收入持续迅速增长，连续三年增长幅度超过 60%，目前销售额占自产业务收入比例已超过 1%，后续也将持续提升。军用 MLCC 行业格局稳定，武器装备放量将持续拉动公司相关产品需求，景气度有望贯穿整个十四五期间；我们认为拓展品类是公司在传统业务迅速发展基础上进一步做大做强必经之路，公司注重新品开发，并且已取得显著进展，在国产替代要求愈发强烈的背景下，公司将从单一的军用 MLCC 厂商转变为综合的军用基础元器件厂商。

▶ 代理业务持续发展，新兴领域多点布局

公司代理产品主要为多种系列的电子元器件，主要面向工业类及消费类民用市场，销售集中在新能源、消费电子、轨道交通等民用领域。全年实现收入 8.08 亿元，同比增长 74.87%。公司在现有代理品牌稳定合作的基础上，新增与比亚迪、东微电子等品牌的合作，持续拓展新品牌和丰富品类，并进一步加强核心客户合作，在与新能源、消费电子、轨道交通、智能电网、工控、医疗电子等领域客户合作的基础上，重点布局 5G 通讯、汽车电子、物联网等新兴工业领域。我们认为公司代理业务将充分受益于客户数量拓展和下游需求增长而持续健康发展。

▶ 瓷料研制取得突破，自主可控再上台阶

2020 年公司瓷料的研制取得了突破性进展，成功应用于射频微波电容器和单层瓷介电容器的生产，通过瓷料的研发生产，加强了公司在瓷介电容器领域的技术深度，进一步提高了自主可控能

评级及分析师信息

| | |
|--------------|-------------|
| 评级： | 买入 |
| 上次评级： | 首次覆盖 |
| 目标价格： | |
| 最新收盘价： | 134.29 |
| 股票代码： | 603267 |
| 52 周最高价/最低价： | 157.5/36.93 |
| 总市值(亿) | 310.85 |
| 自由流通市值(亿) | 211.52 |
| 自由流通股数(百万) | 157.51 |



分析师：陆洲
邮箱：luzhou@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520110001

分析师：孙远峰
邮箱：sunyf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080005

研究助理：朱雨时
邮箱：zhuys@hx168.com.cn

华西军工&电子联合覆盖

相关研究

力。我们认为随着公司自主可控程度的进一步提升，有望获进入国内对自主可控要求更高客户的供应商目录，进一步提升在军用关键元器件领域的市场份额和地位。

投资建议

我们预计公司 21-23 年分别实现营收 25.99 亿元，37.13 亿元和 48.44 亿元，分别实现归母净利润 8.02 亿元，11.66 亿元和 15.30 亿元，对应 EPS 分别为 3.46 元，5.04 元和 6.61 元，对应 PE 分别为 36X、24X 和 19X。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

1) 公司自产产品主要应用方向为国防军工方向，客户采购计划性强，存在客户订单不及预期的风险；2) 公司瓷料研制能够帮助公司自主可控程度进一步提升，但瓷料研发技术难度高，存在研发进展不及预期的风险；3) 公司代理业务受国际 MLCC 价格影响大，存在产品价格和利润率水平下降的风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,054 | 1,700 | 2,599 | 3,713 | 4,844 |
| YoY (%) | 14.2% | 61.2% | 52.9% | 42.9% | 30.4% |
| 归母净利润(百万元) | 279 | 486 | 802 | 1,166 | 1,530 |
| YoY (%) | 27.6% | 74.4% | 64.9% | 45.5% | 31.2% |
| 毛利率 (%) | 50.5% | 46.7% | 47.8% | 48.6% | 48.9% |
| 每股收益 (元) | 1.20 | 2.10 | 3.46 | 5.04 | 6.61 |
| ROE | 13.4% | 18.8% | 23.4% | 25.1% | 24.5% |
| 市盈率 | 102.42 | 58.72 | 35.60 | 24.48 | 18.66 |

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1. 老牌军工企业，业绩稳定增长 | 4 |
| 2. 军用 MLCC 行业进入爆发式增长周期 | 6 |
| 2.1. 武器装备放量，带动 MLCC 整体放量 | 7 |
| 2.2. 装备信息化水平提升拉动 MLCC 用量提升 | 7 |
| 2.3. 国产化替代需求创造额外增量市场 | 9 |
| 2.4. 军用 MLCC 市场格局稳定，头部企业充分享受行业红利 | 10 |
| 3. 公司核心竞争力分析 | 10 |
| 3.1. 聚焦于 MLCC 主业进行纵向、深度布局 | 11 |
| 3.2. 积极研发陶瓷浆料核心技术 | 11 |
| 3.3. 募投项目快速拉高公司产能，规模效应可期 | 11 |
| 4. 投资建议 | 12 |
| 5. 风险提示 | 13 |

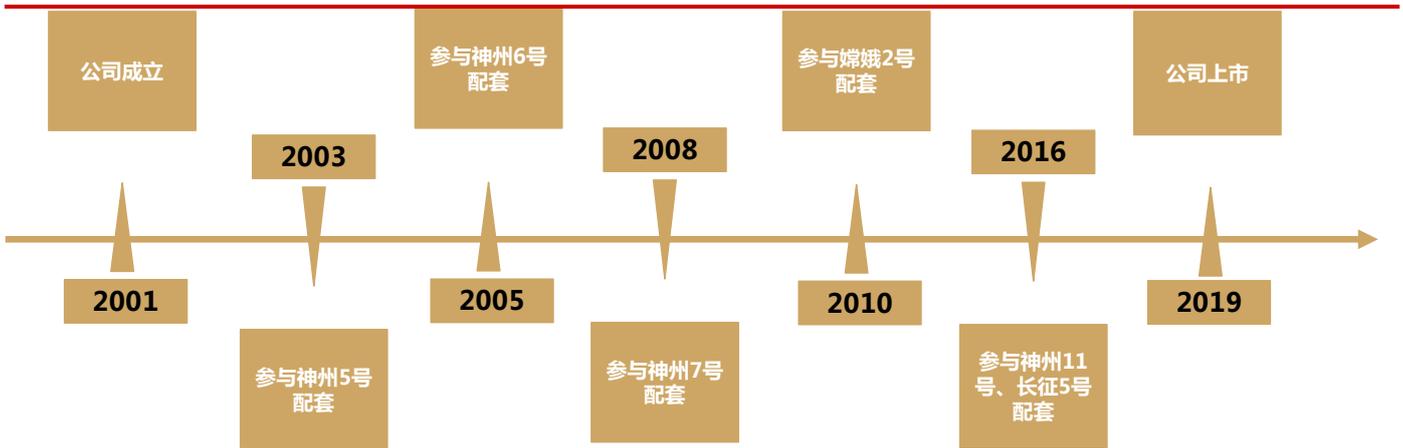
图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1 公司发展历程 | 4 |
| 图 2 公司产品类别和应用场景 | 4 |
| 图 3 公司营业收入情况 | 5 |
| 图 4 公司归母净利润情况 | 5 |
| 图 5 公司收入结构 | 5 |
| 图 6 公司主要产品毛利率情况 | 5 |
| 图 7 公司部分自产业务产品种类 | 6 |
| 图 8 各类型电容器市场占比 | 6 |
| 图 9 各类型陶瓷电容器市场占比 | 6 |
| 图 10 公司业务拆分情况 | 13 |
| 表 1 主机厂 2021 年公告预计关联交易情况 | 7 |
| 表 2 航空电子系统成本占比不断提升 | 8 |
| 表 3 精确制导武器在战争中的使用比例显著提升 | 9 |
| 表 4 几种典型导弹武器的成本中各分系统所占比例 | 9 |
| 表 5 MLCC 成本构成 | 10 |
| 表 6 公司募投项目情况 | 12 |
| 表 7 可比公司估值表（对比公司预测数据采用 wind 一致性预期） | 13 |

1. 老牌军工企业，业绩稳定增长

2001年北京元六鸿远电子技术有限公司成立，公司主要高管出自原北京无线电元件六厂。成立至今，公司参与了我国一系列重大航天任务，于2019年5月15日在上海证券交易所挂牌上市，是名副其实的“老牌”民营军工企业。

图1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华西证券研究所

公司主要从事以片式多层瓷介电容器（MLCC）为主的电子元器件的技术研发、产品生产和销售。公司主营业务包括自产业务和代理业务两大类，其中自产业务的主要产品包括片式多层瓷介电容器、有引线多层瓷介电容器、金属支架多层瓷介电容器以及直流滤波器等，广泛应用于航空航天和国防军工领域；公司代理业务的主要产品为多种系列的电子元器件，主要面向工业类及消费类民用市场，行业分布广泛，覆盖了汽车电子、轨道交通、新能源、智能电网、通讯、消费电子、医疗设备等多个领域。

图2 公司产品类别和应用场景

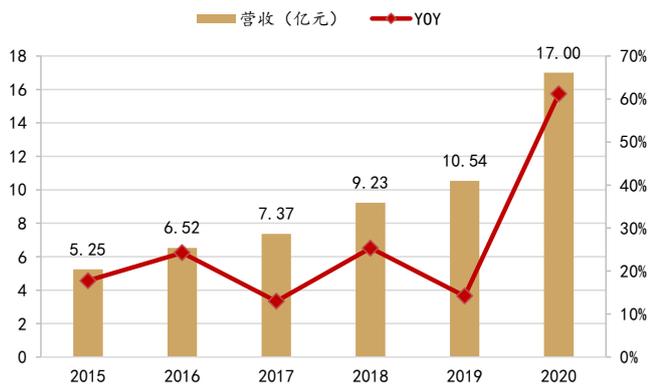


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司营收和净利润整体稳定增长，2015年至2020年营业收入年复合增长率约为22%，净利润年复合增长率约为36%。2020年公司实现营收17亿元，同比增长61.22%，实现归母净利润4.86亿元，同比增长74.43%。

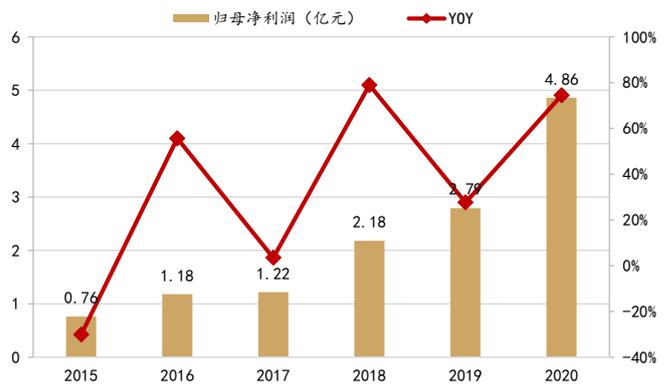
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图3 公司营业收入情况



资料来源：wind，华西证券研究所

图4 公司归母净利润情况



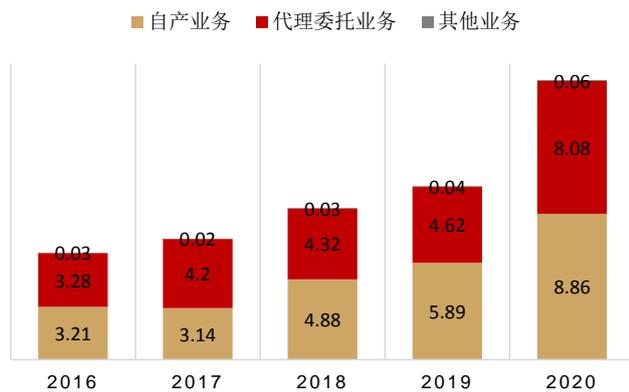
资料来源：wind，华西证券研究所

其中面向高端军用市场的自产业务全年实现收入 8.86 亿元，同比增长 50.58%，充分显示下游航空航天高景气度；面向工业类及消费类民用市场的代理业务全年实现收入 8.08 亿元，同比增长 74.87%，主要系公司在现有代理品牌稳定合作的基础上，新增与比亚迪、东微电子等品牌的合作，持续拓展新品牌并丰富品类，进一步加强核心客户合作，在与新能源、消费电子、轨道交通、智能电网、工控、医疗电子等领域客户合作的基础上，重点布局 5G 通讯、汽车电子、物联网等新兴工业领域。

产品结构方面，公司主要收入来源于自产业务和代理委托业务两大类产品。其中自产业务主要由高端 MLCC 和直流滤波器两种产品构成，主要应用方向为军用；代理委托业务则包含多种系列的电子元器件，包括陶瓷电容、电解电容、薄膜电容、超级电容、贴片电阻、压敏电阻、热敏电阻、传感器、电感变压器、滤波器、断路器、继电器、连接器、电源模块、放电管、磁材、二/三极管、MOS 管等。

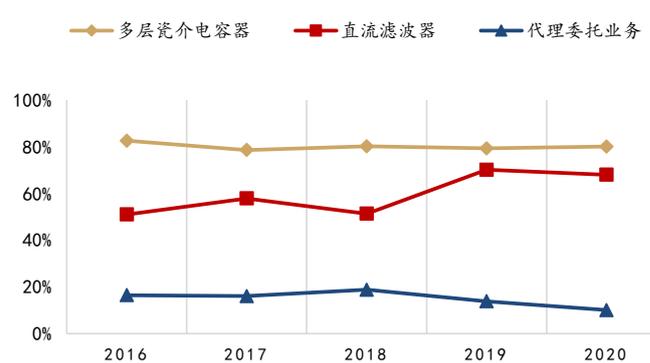
目前公司共有拥有 4 条通过认证的国军标生产线，能够生产宇航级、国军标和多个军用质量等级的产品，是本行业中为数不多拥有持续向用户提供高质量等级产品的元器件生产厂家，为军工客户提供高稳定性和一致性的产品保障，在下游客户中形成了产品质量高可靠的口碑。

图5 公司收入结构



资料来源：wind，华西证券研究所

图6 公司主要产品毛利率情况



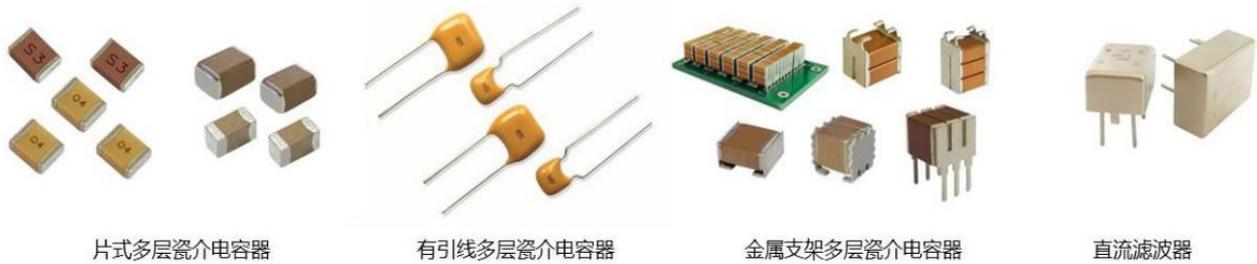
资料来源：wind，华西证券研究所

毛利率方面，自产业务毛利率始终维持高位为公司贡献利润，代理业务毛利率较低为公司拉高产值。公司自产业务目前形成一定收入规模的产品可分为多层瓷介电容器（MLCC）和直流滤波器，其中自产 MLCC 毛利率基本在 80%左右小幅波动，直流滤波器近年来略有提升，2020 年毛利率为 68.01%；代理业务毛利率 2020 年下降至 10.08%，主要系新的会计准则下运输费用等计入成本所致。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

公司近年来产品品类扩张迅速。公司自成立以来始终致力于电容器领域的研发与生产，持续进行研发投入，报告期内研发投入 4,513.13 万元，较上年同期增长 40.82%。2020 年公司成功开发了单层瓷介电容器、宽带电容器、小尺寸高可靠滤波器、高能混合钽电容器等新产品，进一步丰富了公司产品品类；同时，公司在射频微波电容器、脉冲储能电容器、交流滤波器、陶瓷材料、电极浆料、低温共烧陶瓷等方面持续进行研发投入和技术储备，其中高性能镍电极用电容器陶瓷材料技术已经达到批量生产能力。

图 7 公司部分自产业务产品种类

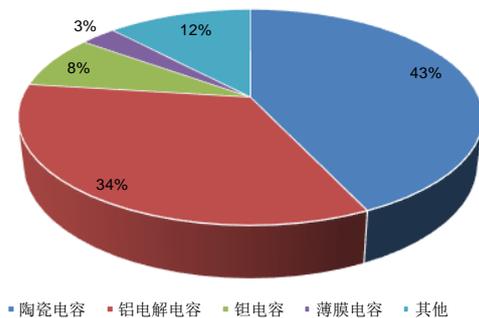


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 军用 MLCC 行业进入爆发式增长周期

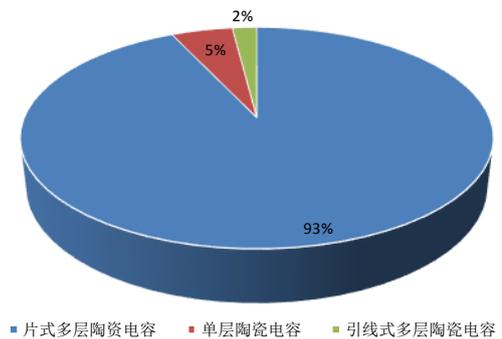
电容器是电子线路中必不可少的基础电子元件，几乎所有的电子设备中都需要规模化的配置。根据介质不同，电容器产品可分为陶瓷电容器、铝电解电容器、钽电解电容器和薄膜电容器等，其中陶瓷电容器在前述四类主要电容器中市场份额占比最高，达到 40%左右。陶瓷电容器可分为单层陶瓷电容器（SLCC）和多层瓷介电容器（MLCC），其中 MLCC 的市场规模占整个陶瓷电容器的 90%以上。

图 8 各类型电容器市场占比



资料来源：产业信息网，华西证券研究所

图 9 各类型陶瓷电容器市场占比



资料来源：产业信息网，华西证券研究所

目前我国周边局势日益紧张，并且我国的国防力量与经济规模和国际地位不匹配，多种因素致使我国武器装备处于补偿式发展阶段，十四五期间各主战装备进入大规模列装阶段。同时随着军事工业信息化、数字化的发展，武器等系统装备均开始大量的装备电子信息系统。以 MLCC 为代表的军用电容器作为必不可少及大量使用的基础电子元件，在军工电子产业中用量规模化，需求持续增长。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

军用 MLCC 行业呈现爆发式增长的三大驱动因素在于：1) 各型主战装备武器装备进入大规模列装周期；2) 新型武器装备信息化水平提升带动 MLCC 等电子器件用量大幅增长；3) 国产化替代需求拉动自产 MLCC 快速发展。

2.1. 武器装备放量，带动 MLCC 整体放量

目前我国武器装备建设处于快速发展周期，十四五期间各型主战装备都将呈现快速放量趋势，可从航发动力、中航沈飞等主机厂披露的 2021 年关联交易金额大幅增长中得到初步印证，此外中航沈飞 2021 年预计关联方存款大幅增长至 500 亿元或也将是战机放量的证据之一。

表 1 主机厂 2021 年公告预计关联交易情况

| 主机厂 | 关联交易项 | 2021 年预计关联交易金额 (亿元) | 2020 年关联交易额 (亿元) | 同比增长 |
|------|-------|------------------------|---------------------|---------|
| 洪都航空 | 销售商品 | 105.22 | 46.15 | 128.00% |
| 中直股份 | 采购原材料 | 138.46 | 76.62 | 80.71% |
| 中航沈飞 | 采购原材料 | 191.63 | 124.78 | 53.57% |
| 航发动力 | 销售商品 | 142.03 | 99.57 | 42.64% |

资料来源：各公司公告，华西证券研究所

公司军品配套方向主要为导弹和航天方向。公司军品 MLCC 最主要客户为航天科技集团和航天科工集团，2021 年公司向两者合计销售额占自产业务比重超过 40%，两大集团均为我国各类型导弹的主要供应商。

从产品属性来看，导弹属于一次性耗材，使用即消失，为了应对战争需求，需要维持一定规模的安全库存；同时导弹一直是国际军火巨头的主要收入来源，也是国际军贸上的最主要的贸易品种之一。目前导弹的消耗方式除正常战争需求外，还有实弹演练以及日常因老化等原因的销毁等，当前我国的导弹消耗集中在后两者。例如我国近年来加强实弹演练，据《解放军报》相关报道披露，东部战区陆军某旅 2018 年全旅枪弹、炮弹、导弹消耗分别达到 2017 年的 2.4 倍、3.9 倍、2.7 倍。此外近期我国南海、东海地区军演频繁，导弹消耗量巨大，除训练作战能力外，也充分对旧型号导弹进行去库存、抽检，对新型号进行实战演练等。

针对我国周边地区的不稳定因素，提升导弹的安全库存和作战值班规模是最好且最实际的选择。我国导弹在技术水平方面已与世界一流军队相差不大，东风、鹰击、长剑、霹雳等各系列导弹已成体系，基本能够满足我国积极防御的国防政策需求。因此十四五期间导弹需求的放量将直接拉动公司军用 MLCC 业务快速增长。

2.2. 装备信息化水平提升拉动 MLCC 用量提升

除武器装备数量规模增长外，随着武器装备的信息化率提升，单个武器装备对 MLCC 的用量也在提升。根据十九大报告，国防和军队建设规划可分为近、中、远期三个阶段：1) 近期：提高建设质量和效益，确保到 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升；2) 中期：力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化；3) 远期：到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。同时根据国防部发言人任国强对《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和

二〇三五年远景目标的建议》解读中，也明确强调“实现建军百年奋斗目标，要求加快机械化信息化智能化融合发展。通过长期努力，我军已经基本实现机械化，信息化建设也已取得重大进展。随着战争形态加速演变，建设智能化军事体系已成为世界军事发展重大趋势。战争形态演变和我军自身发展实际，决定了我们需要准确把握国防和军队现代化的时代内涵，加快机械化信息化智能化融合发展，抢占世界军事变革先机主动。”

可以看出当前我国武器装备信息化建设尚处于早期阶段，整体信息化水平还存在着巨大的提升空间，展望未来 10-15 年，装备信息化程度的提升将对作为基础功能电子元器件的电容需求带来巨大拉动。

以战斗机为例，能够代表信息化水平航空电子系统在制造成本中的占比不断提升，从 20 世纪 60 年代 F-4 的 10%，70 年代 F-15C 的 21%，80 年代中期 F-16C 的 30%，到 90 年代 EF-2000 和 F-22 的 40-50%。根据《航空知识》统计，F-35 航电成本已经占到 60%。

表 2 航空电子系统成本占比不断提升

| 型号 | 年代 | 航空电子系统成本占比 |
|--------------|-------------|------------|
| F-4 | 20 世纪 60 年代 | 10% |
| F-15C | 20 世纪 70 年代 | 21% |
| F-16C | 20 世纪 80 年代 | 30% |
| EF-2000、F-22 | 20 世纪 90 年代 | 40-50% |
| F-35 | 21 世纪初 | 60% |

资料来源：中国产业信息网，华西证券研究所

导弹方面，精确制导导弹使用比例的提升也将拉动相关包括 MLCC 在内的电子元器件用量上升。现代实战数据表明，精确制导武器已成为高技术战争的主要杀伤工具，并扮演着越来越重要的角色。海湾战争中以美国为首的多国部队用 8% 的精确制导武器击毁了 80% 的敌方目标，各军事强国均看到了精确制导武器的发展潜力和重要性，并大力推进。此后，精确制导武器在战争中的使用量不断上升，科索沃战争已升至 35%、阿富汗战争升至 60%，伊拉克战争升至 68%。从目前的发展趋势可以看出，随着武器装备技术水平的不断提高，精确制导武器的占比将会继续提升，而制导技术则是决定精确制导武器作战性能的关键因素。

表 3 精确制导武器在战争中的使用比例显著提升

| 年份 | 战争名称 | 精确制导武器使用比例 |
|------|-------|------------|
| 1991 | 海湾战争 | 8% |
| 1999 | 科索沃战争 | 35% |
| 2001 | 阿富汗战争 | 60% |
| 2003 | 伊拉克战争 | 68% |
| 2011 | 利比亚战争 | 91% |

资料来源：《光学制导技术发展综述》，华西证券研究所

导弹的制导与控制系统是电子元器件使用量最多的部分，根据《防空导弹成本与防空导弹武器装备建设》一文，大部分导弹中的制导分系统和稳定控制分系统（自动驾驶仪和舵机系统）成本占导弹总成本的 40%-60%。其中便携式防空导弹的制导分系统成本占比最高可达 60%；对精度要求极高的如防空导弹和巡航导弹，制导系统成本占比甚至达到 70%；对射程要求高的如弹道导弹等，动力系统占比最高，能达到 60%以上，其与控制制导系统合并成本占导弹总成本的 80%。

表 4 几种典型导弹武器的成本中各分系统所占比例

| 分系统 | | 制导与控制 (%) | 推进 (%) | 再入飞行器 (%) | 其他部分 (%) |
|--------------|-------|-----------|--------|-----------|----------|
| 弹道导弹 | MX | 21.7 | 25.4 | 33.4 | |
| | 潘兴-1 | 33.1 | 26.9 | 17.9 | |
| 反导拦截弹 | PAC-3 | ≥47 | | - | |
| | THAAD | 43 | 11 | - | 46 |
| AGM-130 空地导弹 | | 41 | 19 | | |
| 先进中程空空导弹 | | 77 | | | 17 |

资料来源：《导弹武器的低成本化研究》，华西证券研究所

2.3. 国产化替代需求创造额外增量市场

随着我国关键行业对核心元器件国产化率要求的进一步提升，国内自主的 MLCC 行业迎来了额外的增量市场。目前我国军用 MLCC 还未实现基础资料到成品的自主可控，部分原材料和高端 MLCC 产品仍需进口。

从 MLCC 成本结构来看，原材料占比根据产品不同，成本比重约为 30%-65%，其中陶瓷粉末成本占比从 20%-45%，越是高端的产品，陶瓷粉末的价值量越高。

表 5 MLCC 成本构成

| 成本结构 | 成本比重 | |
|-----------|---------|---------|
| | 低容 MLCC | 高容 MLCC |
| 陶瓷粉末 | 20%-25% | 35%-45% |
| 内电极（镍/银钯） | 5% | 5%-10% |
| 外电极（铜/银） | 5% | 5%-10% |
| 包装材料 | 20%-30% | 1%-5% |
| 设备折旧 | 20%-35% | 20%-30% |
| 人工成本 | 10%-20% | 10%-20% |

资料来源：中国产业信息网，华西证券研究所

公司近年来积极投入瓷料等上游关键原材料的研制，目前瓷料研制取得突破，自主可控再上台阶。2020 年公司瓷料的研制取得了突破性进展，成功应用于射频微波电容器和单层瓷介电容器的生产，通过瓷料的研发生产，加强了公司在瓷介电容器领域的技术深度，进一步提高了自主可控能力。随着公司自主可控程度的提升，有望获得航天五院等对自主可控要求更高的客户，进一步提升在军用关键元器件领域的市场份额和地位，同时高端 MLCC 瓷料成本占比高，公司实现瓷料的自主可控也有望进一步降本增效，提升产品毛利率。

2.4. 军用 MLCC 市场格局稳定，头部企业充分享受行业红利

军用 MLCC 市场格局较为稳定，鸿远电子、火炬电子和成都宏明三家占据了大部分市场，格局较为稳定。军用客户在选用 MLCC 产品时，均将配套厂家的产品使用可靠性历史作为其至关重要的必备条件，同时三者分别有各自的核心客户，交叉较少，导致了 MLCC 军品市场格局相对稳定。随着我国国防事业的发展，装备现代化进程加快，特别是装备电子化、信息化、智能化、国产化持续推进，高性能、高品质的军用 MLCC 作为基础单元，其用量规模庞大，需求增长趋势明显。

军用 MLCC 技术和资质门槛高，新厂家难以介入。MLCC 是电阻电容电感三大元器件里的“皇冠”，技术难度最大，壁垒最高。射频 MLCC 需要达到特定的性能适应高频率，包括尺寸、容值、温度和等效串联电阻（ESR）等指标。另外，军用 MLCC 在生产技术中工艺质控难度更大，专项检测技术要求更高。军用客户在选用 MLCC 时，将厂家的产品使用可靠性历史作为必备条件，采用严格的供应商目录管理模式。军工重点工程的配套信息通过专用渠道传达交流，保密要求高。这些对行业外潜在竞争对手进入该市场形成较大障碍。

由于市场格局非常稳定，可以从公司自产业务的增长推断出军用 MLCC 行业的增长情况。根据公司招股说明书，通过三者的销售额简单计算可得出 2019 年我国军用 MLCC 市场空间约为 20 亿元。2020 年公司自产业务增长 50.58%，假设公司所占市场份额不变，可以推断出军用 MLCC 行业整体增长了 50%，参考十四五期间部分核心装备有数倍的增长空间，军用 MLCC 行业规模还将持续增长。

3. 公司核心竞争力分析

3.1. 聚焦于 MLCC 主业进行纵向、深度布局

鸿远深耕军用 MLCC 行业，取得竞争优势：军用 MLCC 在军品采购里面属于竞争性采购，虽然各个军工集团采购具备单一企业持续性，但是预计整个行业平均价格呈下降趋势。在未来 3-5 年军用 MLCC 竞争逐渐加剧的情况下，只有深耕军用 MLCC 行业的公司才能取得竞争优势，形成护城河保证价格不降低。鸿远电子采用纵向一体化战略，向上游拓展陶瓷浆料，向下游拓展滤波器等电容衍生元器件产品，前向后均与 MLCC 高度相关。从招股说明书与财务报表可以看出，鸿远电子的 MLCC 单价远高于国内其他企业，其原因可能产品结构原因，公司以航天军用客户为主。鸿远电子军品新产品包括军用射频 MLCC、单层电容器、金端 MLCC、脉冲储能 MLCC 等，在市场中具有较大竞争优势。

新品开发方面，2020 年公司成功开发了单层瓷介电容器、宽带电容器、小尺寸高可靠滤波器、高能混合钽电容器等新产品，进一步丰富了公司产品品类；同时，公司在射频微波电容器、脉冲储能电容器、交流滤波器、陶瓷材料、电极浆料、低温共烧陶瓷等方面持续进行研发投入和技术储备，其中高性能镍电极用陶瓷材料技术已经达到批量生产能力，并实现了单层瓷介电容器、射频微波电容器、金端电容器以及小尺寸高可靠滤波器等产品的量产和销售。**同时公司近年来的新产品直流滤波器营收同比增长 65.01%，已连续三年增长超过 60%，占自产业务收入比例首次超过 1%，新品推广效果显著。**

3.2. 积极研发陶瓷浆料核心技术

材料研发帮助公司提升自主可控能力：以村田为例，掌握以材料配方及分散技术、薄层化技术及烧制技术为代表的核心技术，是其产品强大竞争力的内涵。而其中，MLCC 所用电子陶瓷粉料的微细度、均匀度和可靠性直接决定了下游 MLCC 产品的尺寸、电容量和性能的稳定。为此，鸿远电子建立了瓷料研究中心，围绕核心产品开展相应支持材料的研究开发，重点围绕高可靠 MLCC 瓷料、射频微波瓷料、LTCC 瓷料及生膜带、以及与瓷料相匹配的电极浆料。

材料研发帮助公司逐步加强在瓷介电容器领域的技术深度和自主可控能力，同时可以降低公司产品的成本且提高毛利率。公司已经成功开发了低介电常数低温共烧陶瓷材料、多层瓷介电容器银端电极浆料、高可靠 BY 特性瓷料，为公司开发高可靠 MLCC 奠定基础。2019 年在美国波特兰市召开的国际材料科学与技术大会上，由公司与林业大学合作的超宽温 MLCC 瓷料论文荣获美陶最佳论文奖，也是唯一电子元器件类学术奖励。

上游核心原材料方面，2020 年公司瓷料的研制取得了突破性进展，成功应用于射频微波电容器和单层瓷介电容器的生产，通过瓷料的研究生产，加强了公司在瓷介电容器领域的技术深度，进一步提高了自主可控能力。

3.3. 募投项目快速拉高公司产能，规模效应可期

公司于 2017 年 6 月开始建设苏州生产基地，上市募集资金大部分也将投入该基地的生产建设。通过项目的实施，公司将扩大大层瓷介电容器的生产规模，军用 MLCC 产品将新增产能 7,500 万只/年，通用 MLCC 产品新增产能 192,500 万只/年。

表 6 公司募投项目情况

| 项目名称 | 项目主要产品 | 募投项目投产前后产能变化 | |
|-------------|------------|--------------|--------------|
| | | 投产前现有产能 | 投产后新增产能 |
| 电子元器件生产基地项目 | 高可靠多层瓷介电容器 | 5000 万只/年 | 7,500 万只/年 |
| | 通用多层瓷介电容器 | 30,000 万只/年 | 192,500 万只/年 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

根据公司 2020 年年报披露，电子元器件生产基地项目和直流滤波器项目预计 2021 年底将整体达到预定可使用状态。届时军品产能达到 1.25 亿只，较 2018 年增加 7500 万只，复合增长率约为 25.74%。按照军品市场目前发展趋势，新增产能或将完全被市场消化，且将产生一定的规模效应，结合公司瓷料研发进展顺利，有望在降价大趋势下保持甚至进一步提升产品毛利率。

募投项目中规划的通用产品产能达 22.25 亿只，该产品的市场接近大宗商品化，相关产品单价较低，利润空间较小。但军用产品的质量一致性和可靠性需要以通用产品大批量生产为依托和保障，因此通用产品的产能是保证军用产品的基础。此外公司军用和通用型 MLCC 生产前道设备基本通用，差异主要来源于后道检测、质控等设备，军民品产量具备弹性，可根据市场需求进行调节。

根据公司年报，2020 年公司电子元器件生产基地项目及直流滤波器项目基建主体工程已竣工启用，部分产线已投产，预计可实现多层瓷介电容器产能 7 亿只/年，能较好地满足日益增长的客户订单需求。

4. 投资建议

公司是我国军用 MLCC 的核心企业，目前自产 MLCC 业务受到航空航天等军用领域的拉动持续增长，行业空间远未到天花板，景气度有望贯穿整个十四五期间，MLCC 行业格局稳定，公司作为行业龙头将充分享受行业红利；品类拓展方面，公司近年来取得了显著成效，后续直流滤波器等新产品将持续增厚公司收入利润；自主可控方面，公司还积极向上游瓷料拓展，进一步提升自身在 MLCC 行业的自主可控水平，随着公司自主可控程度的提升，有望获得航天五院等对自主可控要求更高的客户，进一步提升在军用关键元器件领域的市场份额和地位；代理业务反面，当前现有客户稳定且不断横向拓展，未来有望为公司贡献新业绩增量。

我们预计公司 21-23 年分别实现营收 25.99 亿元，37.13 亿元和 48.44 亿元，分别实现归母净利润 8.02 亿元，11.66 亿元和 15.30 亿元，对应 EPS 分别为 3.46 元，5.04 元和 6.61 元，对应 PE 分别为 36X、24X 和 19X。首次覆盖给予“买入”评级。

图 10 公司业务拆分情况

| 单位：百万元 | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 多层瓷介电容器 (MLCC) | | | | | | |
| 收入 | 484.82 | 581.91 | 875.26 | 1356.65 | 1967.15 | 2557.29 |
| (+/-) | 55.29% | 20.03% | 50.41% | 55.00% | 45.00% | 30% |
| 成本 | 96.17 | 120.65 | 174.62 | 271.33 | 393.43 | 511.46 |
| 毛利 | 388.65 | 461.26 | 700.64 | 1085.32 | 1573.72 | 2045.83 |
| 毛利率 | 80.16% | 79.27% | 80.05% | 80.00% | 80.00% | 80.00% |
| 直流滤波器 | | | | | | |
| 收入 | 3.16 | 6.60 | 10.89 | 18.51 | 30.55 | 50.40 |
| (+/-) | 69.89% | 108.86% | 65.00% | 70.00% | 65.00% | 65% |
| 成本 | 1.54 | 1.97 | 3.48 | 5.37 | 8.86 | 15.12 |
| 毛利 | 1.62 | 4.63 | 7.41 | 13.14 | 21.69 | 35.28 |
| 毛利率 | 51.27% | 70.15% | 68.04% | 71.00% | 71.00% | 70.00% |
| 委托代理业务 | | | | | | |
| 收入 | 432.32 | 462.06 | 808.03 | 1212.05 | 1696.86 | 2205.92 |
| (+/-) | 2.89% | 6.88% | 120.00% | 50.00% | 40.00% | 30.00% |
| 成本 | 350.95 | 398.18 | 726.56 | 1078.72 | 1501.72 | 1941.21 |
| 毛利 | 81.37 | 63.88 | 81.47 | 133.32 | 195.14 | 264.71 |
| 毛利率 | 18.82% | 13.83% | 10.08% | 11.00% | 11.50% | 12.00% |
| 其他主营业务 | | | | | | |
| 收入 | 3.13 | 3.89 | 5.85 | 11.70 | 18.72 | 29.95 |
| (+/-) | 27.76% | 24.28% | 50.39% | 100.00% | 60.00% | 60.00% |
| 成本 | 0.99 | 1.35 | 0.64 | 2.34 | 3.74 | 5.99 |
| 毛利 | 2.14 | 2.54 | 5.21 | 9.36 | 14.98 | 23.96 |
| 毛利率 | 68.37% | 65.30% | 89.06% | 80.00% | 80.00% | 80.00% |
| 总收入 | 923.43 | 1054.46 | 1700.03 | 2598.91 | 3713.28 | 4843.57 |
| 总成本 | 449.65 | 522.15 | 905.30 | 1357.76 | 1907.76 | 2473.78 |
| 综合毛利率 | 51.31% | 50.48% | 46.75% | 47.76% | 48.62% | 48.93% |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

估值方面，2019 年公司估值高于行业平均水平，主要原因为公司于 2019 年上市，作为新股估值偏高，2020 年公司估值已处于行业平均水平以下，基本合理。2021 年我们预测的公司估值水平略高于行业平均水平，但考虑到风华高科主要为民品 MLCC 供应商，公司产品主要面向军品，毛利率更高；且军品具有较强的计划性，公司业绩的增长确定性更强，因此能够享受一定水平的估值溢价，综合看 35.60 倍的市盈率水平依然属于合理区间。

表 7 可比公司估值表（对比公司预测数据采用 wind 一致性预期）

| 股票代码 | 股票简称 | EPS (元) | | | | PE | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| | | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
| 603678.SH | 火炬电子 | 0.74 | 0.84 | 1.28 | 1.76 | 30.15 | 31.17 | 46.06 | 33.58 |
| 300726.SZ | 宏达电子 | 0.56 | 0.73 | 1.21 | 1.72 | 36.20 | 47.22 | 98.80 | 39.88 |
| 000636.SZ | 风华高科 | 1.14 | 0.38 | 0.40 | 1.27 | 38.95 | 13.11 | 89.03 | 24.04 |
| 平均值 | | | | | | 35.10 | 30.50 | 77.96 | 32.50 |
| 603267.SH | 鸿远电子 | 1.76 | 1.20 | 2.10 | 3.35 | - | 102.42 | 58.72 | 35.60 |

资料来源：wind，华西证券研究所（截至 2021/4/7）

5. 风险提示

1) 公司自产产品主要应用方向为国防军工方向，客户采购计划性强，存在客户订单不及预期的风险；2) 公司资料研制能够帮助公司自主可控程度进一步提升，但

瓷料研发技术难度高，存在研发进展不及预期的风险；3) 公司代理业务受国际 MLCC 价格影响大，存在产品价格和利润率水平下降的风险。

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 1,700 | 2,599 | 3,713 | 4,844 | 净利润 | 486 | 802 | 1,166 | 1,530 |
| YoY (%) | 61.2% | 52.9% | 42.9% | 30.4% | 折旧和摊销 | 20 | 27 | 34 | 42 |
| 营业成本 | 905 | 1,358 | 1,908 | 2,474 | 营运资金变动 | -383 | -611 | -797 | -792 |
| 营业税金及附加 | 16 | 25 | 35 | 46 | 经营活动现金流 | 153 | 217 | 403 | 781 |
| 销售费用 | 61 | 91 | 130 | 170 | 资本开支 | -164 | -160 | -190 | -215 |
| 管理费用 | 88 | 130 | 186 | 242 | 投资 | 520 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -9 | -12 | -10 | -9 | 投资活动现金流 | 365 | -160 | -190 | -215 |
| 资产减值损失 | -11 | 0 | 0 | 0 | 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 债务募资 | 142 | -132 | 0 | 41 |
| 营业利润 | 574 | 943 | 1,372 | 1,800 | 筹资活动现金流 | 33 | -132 | 0 | 40 |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 现金净流量 | 551 | -75 | 213 | 607 |
| 利润总额 | 574 | 943 | 1,372 | 1,800 | 主要财务指标 | | | | |
| 所得税 | 88 | 141 | 206 | 270 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 486 | 802 | 1,166 | 1,530 | 营业收入增长率 | 61.2% | 52.9% | 42.9% | 30.4% |
| 归属于母公司净利润 | 486 | 802 | 1,166 | 1,530 | 净利润增长率 | 74.4% | 64.9% | 45.5% | 31.2% |
| YoY (%) | 74.4% | 64.9% | 45.5% | 31.2% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 2.10 | 3.46 | 5.04 | 6.61 | 毛利率 | 46.7% | 47.8% | 48.6% | 48.9% |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 净利率率 | 28.6% | 30.8% | 31.4% | 31.6% |
| 货币资金 | 827 | 752 | 965 | 1,572 | 总资产收益率 ROA | 15.4% | 19.9% | 21.3% | 20.8% |
| 预付款项 | 25 | 41 | 57 | 74 | 净资产收益率 ROE | 18.8% | 23.4% | 25.1% | 24.5% |
| 存货 | 215 | 279 | 366 | 441 | 偿债能力 | | | | |
| 其他流动资产 | 1,627 | 2,316 | 3,241 | 4,179 | 流动比率 | 4.95 | 5.95 | 5.78 | 5.80 |
| 流动资产合计 | 2,694 | 3,388 | 4,629 | 6,266 | 速动比率 | 4.50 | 5.39 | 5.25 | 5.32 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 现金比率 | 1.52 | 1.32 | 1.20 | 1.45 |
| 固定资产 | 234 | 298 | 420 | 594 | 资产负债率 | 18.0% | 14.8% | 15.1% | 15.0% |
| 无形资产 | 26 | 36 | 51 | 66 | 经营效率 | | | | |
| 非流动资产合计 | 462 | 636 | 848 | 1,087 | 总资产周转率 | 0.54 | 0.65 | 0.68 | 0.66 |
| 资产合计 | 3,156 | 4,024 | 5,478 | 7,353 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 132 | 0 | 0 | 41 | 每股收益 | 2.10 | 3.46 | 5.04 | 6.61 |
| 应付账款及票据 | 304 | 417 | 585 | 759 | 每股净资产 | 11.18 | 14.82 | 20.10 | 26.99 |
| 其他流动负债 | 108 | 153 | 216 | 280 | 每股经营现金流 | 0.66 | 0.94 | 1.74 | 3.37 |
| 流动负债合计 | 544 | 570 | 801 | 1,081 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 24 | 24 | 24 | 24 | PE | 58.72 | 35.60 | 24.48 | 18.66 |
| 非流动负债合计 | 24 | 24 | 24 | 24 | PB | 11.52 | 8.32 | 6.13 | 4.57 |
| 负债合计 | 568 | 594 | 826 | 1,105 | | | | | |
| 股本 | 231 | 231 | 231 | 231 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 股东权益合计 | 2,588 | 3,430 | 4,652 | 6,248 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 3,156 | 4,024 | 5,478 | 7,353 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，10年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

朱雨时：华西证券研究所军工行业研究助理，电子科技大学学士、中央财经大学硕士，2020年加入华西证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。