

# 鸿远电子 (603267.SH)

## 中报业绩高增长，景气龙头成长可期

### 核心观点：

- **事件：**公司公告 2021 年半年度报告，实现营业收入 12.51 亿元，同比增长 80.56%；实现归母净利润 4.54 亿元，同比增长 121.25%。
- **点评：**盈利能力提升，核心产品品类进一步拓展，看好公司中长期稳健发展。营收端，自产业务实现收入 7.58 亿元，较上年同期增长 102.65%，主要系军工行业延续去年下半年的高景气度，下游客户需求持续旺盛所致；代理业务实现收入 4.92 亿元，较上年同期增长 54.73%，主要系公司与核心客户的合作范围扩大导致销售收入增长较多，同时下游客户 2021 年上半年需求旺盛所致。报告期内，自产业务高可靠领域，公司产品线进一步拓展并在部分新领域实现供货，同时积极实现高可靠与高端民用的技术融合与共享，稳步向高端民用如光通信、5G/通信等领域推广。**净利润增速快于营收，主要系 (1) 高毛利率自产业务占比提升下整体毛利率有所提高。**报告期内，自产业务毛利率较去年同期略微下滑，由去年的 82.14% 下降至本期的 81.94%，但由于该高毛利率业务占整体收入比重上升，自产业务收入占比由去年同期的 53.96% 提升至本报告期的 60.56%，公司整体毛利率较去年同期增长 4.19pct 至本期的 54.26%。**(2) 期间费用率的降低，**本期期间费用率为 8.55%，比去年同期减少 3.17 个 pct。
- **盈利预测与投资建议：** 考虑其为成长股赛道、有望逐步掌握底层核陶瓷工艺并基于此扩品类，及航天装备采购核心受益的  $\beta$ +扩品类、国产化替代的  $\alpha$ （射频微波多层瓷介电容器、单层瓷介电容器，可能的下游组件级配套等）加成，我们预计 2021-23 年 EPS 分别为 3.83/5.45/7.41 元，我们认为适合给予公司 21 年 50 倍 PE 估值，对应合理价值 191.62 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 疫情发展超预期，装备需求及交付低预期，政策调整等。

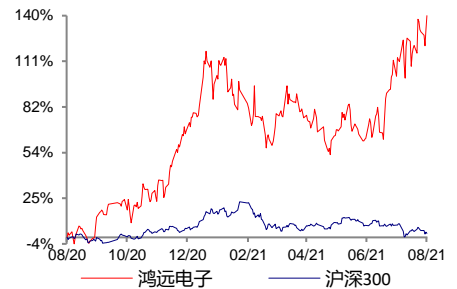
### 盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,054	1,700	2,579	3,393	4,434
增长率 (%)	14.2	61.2	51.7	31.6	30.7
EBITDA (百万元)	346	605	1,052	1,481	1,996
归母净利润 (百万元)	279	486	887	1,262	1,715
增长率 (%)	27.6	74.4	82.5	42.3	35.9
EPS (元/股)	1.69	2.10	3.83	5.45	7.41
市盈率 (P/E)	30.44	61.32	43.99	30.92	22.75
ROE (%)	13.4	18.8	25.2	26.0	25.9
EV/EBITDA	24.00	48.08	36.28	25.47	18.53

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	168.58 元
合理价值	191.62 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-19

### 相对市场表现



### 分析师：

孟祥杰



SAC 执证号：S0260521040002

SFC CE No. BRF275



010-59136693



mengxiangjie@gf.com.cn

### 相关研究：

鸿远电子 (603267.SH) :同 2021-04-27  
比高增长、环比加速，股权激励显信心

### 联系人：

吴坤其 020-59136728

wukunqi@gf.com.cn

## 一、2021 中报点评

**事件：**2021年8月19日下午，鸿远电子公布2021年半年报。2021年上半年合并口径实现营业收入12.51亿元，同比增长80.56%；实现归母净利润4.54亿元，同比增长121.25%；实现扣非归母净利润4.48亿元，同比增长125.45%。

**1.点评：盈利能力提升，核心产品品类进一步拓展，看好公司中长期稳健发展。**

**(1) 营收实现较快增长，归母净利润增长121.25%。**营收端，2021年上半年实现营业收入12.51亿元，同比增长80.56%，其中，公司自产业务实现收入7.58亿元，较上年同期增长102.65%，主要系军工行业延续去年下半年的高景气度，下游客户需求持续旺盛所致。分产品看，本期瓷介电容器销售额为7.42亿元，占自产业务收入的97.99%，较上年同期增长100.45%。本期直流滤波器销售额为0.13亿元，占自产业务销售额的1.69%，较上年同期增长266.77%，主要得益于公司前期推广成效开始显现。其他自营产品销售额为242.95万元，占本期销售额的0.32%；代理业务实现收入4.92亿元，较上年同期增长54.73%，主要系公司与核心客户的合作范围扩大导致销售收入增长较多，同时下游客户2021年上半年需求旺盛所致。

**利润端，**报告期内实现归母净利润4.54亿元，相比去年同期2.05亿元实现大幅增长。**归母净利润实现同比大幅增长且高于营收增速，主要系(1)受高毛利率自产业务占比提升下毛利率提高。**报告期内，自产业务毛利率较去年同期略微下滑，由去年的82.14%下降至本期的81.94%，但由于该高毛利率业务占整体收入比重上升，自产业务收入占比由去年同期的53.96%提升至报告期的60.56%，公司整体毛利率较去年同期增长4.19pct至本期的54.26%。**(2)期间费用率的降低，**本期期间费用率为8.55%，比去年同期减少3.17个pct。其中，销售费用为0.31亿元，同比减少5.62%，销售费用减少主要系公司当期将依据销售收入计算的销售人员提成及合同履行过程中发生的运输费用计入公司营业成本项目，而上年同期该等费用在销售费用项目；管理费率为4.00%，比去年同期减少1.85个pct；研发费用为0.24亿元，研发费用率为1.95%，比去年同期减少0.14个pct，主要系非研发投入重点的代理业务收入规模扩大所致。

**(2)资产负债表端，**公司本期末预付账款为0.27亿元，较去年同期增加505.95万元。应收账款由去年同期的9.41亿元提高至今年的15.13亿元，主要由于公司自产业务收入以及代理业务收入均大幅增长所致，尤其自产业务客户平均回款期较长，报告期末自产业务项下的应收账款余额较上年度末增加较多。固定资产由去年年中的1.31亿元提高至今年年中的2.83亿元，主要系鸿远苏州部分生产线投产使得相关的机器设备由在建工程转入固定资产所致。存货端，本期末存货账面价值2.73亿元，较去年同期增长14.02%，存货增长主要由于公司收入规模扩大以及鸿远苏州的瓷介电容器生产线投产，所需的原材料等相应备货增加所致。

**(3)从盈利质量看，**2021年上半年销售商品收到现金流为8.54亿元，同比增长64.68%；收到的现金流占收入占比为68.23%。2021年上半年经营性现金流入为8.66亿元，同比增长63.57%。

2. 核心自产业务前五大客户收入保持较快增长，持续的研发投入、核心产品品类进一步扩张、瓷料自主可控、加快产线规模化投资等有望为公司α赋能。(1) 自产业务与主要客户保持良好稳定的合作关系。多年来公司与航天科技、航天科工、电子科技集团等保持良好、稳定的客户关系。在报告期内，自产业务前五大客户实现收入5.27亿元，较上年同期增长84.78%，占本期自产业务收入比例的69.57%。(2) 持续加大研发投入储备技术水平。报告期内，公司持续加大研发投入，研发费用较上年同期增长68.88%，考虑代理业务技术对研发储备的需求较弱，公司整体研发费用增长与自产业务增速102.65%较为接近，技术储备水平进一步提升。(3) 自产业务高可靠领域，公司产品线进一步拓展并在部分新领域实现供货。公司自主研发了大功率射频微波多层瓷介电容器、交流滤波器、滤波器组件等产品，进一步丰富了公司产品品类，其中，大功率射频微波多层瓷介电容器已实现小批量供货。同时，公司研发的射频干扰滤波器正在开展宇高技术攻关，多型号定制化滤波器已实现小批量生产。(4) 积极实现高可靠与高端民用的技术融合与共享，稳步向高端民用如光通信、5G/通信等领域推广。报告期内，自产民用领域产品品类增加，完成了民用高Q多层瓷介电容器的开发；积极打通高可靠领域与高端民用的技术融合与共享，在军用单层瓷介电容器、金端多层瓷介电容器的技术基础上开发了民用芯片瓷介电容器。通过这些产品组合，可提供整体的射频微波类电容器应用的解决方案，主要应用于射频功放设备、氮化镓芯片匹配、光模块、射频微波组件等领域，下半年将重点向光通信、5G/通信基站、轨道通信、核磁医疗等领域推广。(5) 持续开展上游关键材料研发实现自主可控。报告期内，公司已有多种具有自主知识产权的瓷料用于自有的瓷介电容器产品中，进一步提升了核心产品的自主保障能力，并有利于实现产品成本的可控及盈利能力的企稳。(6) 加快产线布局建设。公司现已逐渐形成以北京、苏州、成都三个产业基地为区域核心，聚焦各自产业资源及优势，加大北京生产基地特种瓷介电容器新品的开发力度，加速苏州生产基地核心产品瓷介电容器从材料到产品的全面系列化、国产化、产业化建设进度，加快成都产业基地新产品线的布局及建设。

3. 代理业务方面扩大与核心客户的合作范围，并受益于下游市场的高景气度。报告期内，公司代理业务实现销售收入4.92亿元，较上年同期增长54.73%。代理业务收入的增长，源自于公司持续加大与京东方、锦浪科技、北京三合兴电子、大豪科技、中国西电集团等主要客户的合作力度，并得益于此类客户所处行业景气度高、自身业务发展较快等。长期看，在碳中和及新一代信息技术升级周期等大行业趋势下，公司代理业务有望基于当前的知名客户基础，受益于新能源、消费电子、轨交、电网等细分行业的持续向好发展。

## 二、盈利预测和投资建议

**盈利预测和投资建议：**我们预计2021-23年公司营业收入分别为25.79/33.93/44.34亿元，分别同比增长51.7%/31.6%/30.7%；预计归母净利润分别为8.87/12.62/17.15亿元，分别同比增长82.5%/42.3%/35.9%，对应2021-23年EPS分别为3.83/5.45/7.41元。(1) 航天MLCC配套龙头企业，弹性大、格局好；**强调**宇航级等的质量等级分类是按照失效率或者不可替换的难度界定，不是按照持续使用时间，宇航、航天配

套要求会明显更高，格局更佳、价格也一般更高；**判断MLCC等元器件**因下游企业“两金”占用考核压力、多品类多规格小批量兼顾存储环境&时间要求高等因素，显著受益于短期备货采购的可能性低；**(2)** 考虑其为成长股赛道、有望逐步掌握底层核心陶瓷工艺并基于此扩品类，及航天装备采购核心受益的 $\beta$ +扩品类、国产化替代的 $\alpha$ （射频微波多层瓷介电容器、单层瓷介电容器，可能的下游组件级配套等）加成，我们认为适合给予公司21年50倍PE估值，对应合理价值191.62元/股，给予“买入”评级。

### 三、风险提示

#### (一) 疫情发展超出预期

军工上市企业生产地较为集中（鸿远电子生产地集中于北京、苏州），同时多数公司重资产属性特征明显、且所需人力成本较高，疫情反复对相关企业影响较大。

#### (二) 重点装备列装需求及交付不及预期

军工行业买方具有唯一性特征，且越往下游军工企业的垄断性越为明显，部分规模较小企业或配套装备型号较为单一，若此类型号生产及需求计划发生改变，则对相关客户需求单一的企业影响较大。

#### (三) 重大行业政策调整的风险

军工行业属于典型的To G行业，考虑生产计划的保密性、战略性等，无论是需求端还是供给端均受政府政策影响较大。因此若相关政策发生调整（如影响较大的定价政策、采购政策）等，则易对板块产生一定系统性冲击。

单位：百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>2,075</b>	<b>2,694</b>	<b>3,702</b>	<b>5,189</b>	<b>7,183</b>
货币资金	276	827	983	1,518	2,318
应收及预付	956	1,474	2,235	3,011	3,980
存货	201	215	300	468	681
其他流动资产	642	178	184	193	204
<b>非流动资产</b>	<b>285</b>	<b>462</b>	<b>537</b>	<b>623</b>	<b>735</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	130	234	287	353	449
在建工程	88	104	126	145	162
无形资产	25	26	26	26	26
其他长期资产	42	98	98	98	98
<b>资产总计</b>	<b>2,360</b>	<b>3,156</b>	<b>4,239</b>	<b>5,812</b>	<b>7,919</b>
<b>流动负债</b>	<b>231</b>	<b>544</b>	<b>690</b>	<b>942</b>	<b>1,269</b>
短期借款	64	132	132	204	283
应付及预收	99	304	414	547	731
其他流动负债	67	108	143	191	255
<b>非流动负债</b>	<b>49</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>24</b>
长期借款	28	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	24	24	24	24
<b>负债合计</b>	<b>280</b>	<b>568</b>	<b>714</b>	<b>966</b>	<b>1,293</b>
股本	165				
资本公积	1,303	1,261	1,261	1,261	1,261
留存收益	612	1,096	2,034	3,354	5,134
归属母公司股东权益	2,080	2,588	3,525	4,846	6,625
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,360</b>	<b>3,156</b>	<b>4,239</b>	<b>5,812</b>	<b>7,919</b>

单位：百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,054</b>	<b>1,700</b>	<b>2,579</b>	<b>3,393</b>	<b>4,434</b>
营业成本	522	905	1,199	1,561	2,040
营业税金及附加	11	16	26	34	45
销售费用	72	61	103	112	115
管理费用	90	88	143	149	163
研发费用	32	45	77	81	102
财务费用	-1	-9	-5	-11	-23
资产减值损失	-7	-11	0	0	0
公允价值变动收益	1	-1	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>333</b>	<b>574</b>	<b>1,051</b>	<b>1,489</b>	<b>2,021</b>
营业外收支	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>334</b>	<b>574</b>	<b>1,051</b>	<b>1,489</b>	<b>2,021</b>
所得税	56	88	164	227	306
<b>净利润</b>	<b>279</b>	<b>486</b>	<b>887</b>	<b>1,262</b>	<b>1,715</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>279</b>	<b>486</b>	<b>887</b>	<b>1,262</b>	<b>1,715</b>
EBITDA	346	605	1,052	1,481	1,996
EPS (元)	1.69	2.10	3.83	5.45	7.41

单位：百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>175</b>	<b>153</b>	<b>206</b>	<b>522</b>	<b>804</b>
净利润	279	486	887	1,262	1,715
折旧摊销	19	20	22	25	27
营运资金变动	-142	-383	-707	-771	-947
其它	19	30	4	6	9
<b>投资活动现金流</b>	<b>-638</b>	<b>365</b>	<b>-47</b>	<b>-52</b>	<b>-74</b>
资本支出	-69	-164	-47	-52	-74
投资变动	-578	520	0	0	0
其他	8	9	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>528</b>	<b>33</b>	<b>-4</b>	<b>65</b>	<b>71</b>
银行借款	115	142	0	71	80
股权融资	760	0	0	0	0
其他	-346	-109	-4	-6	-9
<b>现金净增加额</b>	<b>65</b>	<b>551</b>	<b>156</b>	<b>535</b>	<b>800</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>211</b>	<b>276</b>	<b>827</b>	<b>983</b>	<b>1,518</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>276</b>	<b>827</b>	<b>983</b>	<b>1,518</b>	<b>2,318</b>

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	14.2%	61.2%	51.7%	31.6%	30.7%
营业利润增长	28.8%	72.3%	83.2%	41.7%	35.7%
归母净利润增长	27.6%	74.4%	82.5%	42.3%	35.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	50.5%	46.7%	53.5%	54.0%	54.0%
净利率	26.4%	28.6%	34.4%	37.2%	38.7%
ROE	13.4%	18.8%	25.2%	26.0%	25.9%
ROIC	12.5%	18.2%	23.8%	24.4%	24.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	11.9%	18.0%	16.8%	16.6%	16.3%
净负债比率	13.5%	22.0%	20.3%	19.9%	19.5%
流动比率	8.99	4.95	5.37	5.51	5.66
速动比率	8.09	4.50	4.88	4.96	5.08
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.45	0.54	0.61	0.58	0.56
应收账款周转率	1.81	1.90	1.89	1.88	1.86
存货周转率	5.24	7.92	8.60	7.26	6.52
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.69	2.10	3.83	5.45	7.41
每股经营现金流	1.06	0.66	0.89	2.25	3.47
每股净资产	12.58	11.18	15.23	20.93	28.62
<b>估值比率</b>					
P/E	30.44	61.32	43.99	30.92	22.75
P/B	4.08	11.52	11.07	8.05	5.89
EV/EBITDA	24.00	48.08	36.28	25.47	18.53

## 广发军工行业研究小组

孟祥杰：首席分析师，清华大学机械工程博士、哈佛大学访问学者，航天科工实业背景，曾任方正证券军工首席分析师，主要从事军工信息化、新材料及军工高端制造领域研究。

吴坤其：研究助理，对外经济贸易大学精算本科、金融学硕士，曾任方正证券军工研究员，主要覆盖军工新材料、军工电子。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10%~+10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。  
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5%~+5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。