



中航证券研究所

分析师：张超

证券执业证书号：S0640519070001

分析师：宋子豪

证券执业证书号：S0640520080002

分析师：刘琛

证券执业证书号：S0640520050001

邮箱：songzh@avicsec.com

鸿远电子（603267）2021年中报点评： 自产与代理业务双丰收，需求景气持续

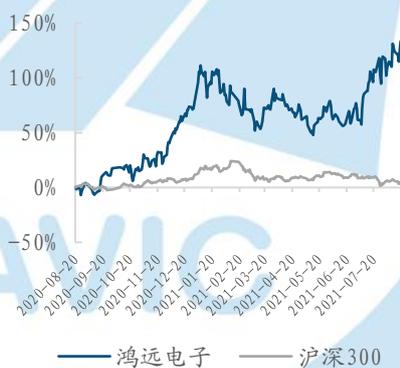
行业分类：军工

2021年8月21日

公司投资评级	买入
当前股价（2021.8.20）	175.50
目标价格	202.46

基础数据（2021.8.20）	
上证指数	3,427.33
总股本（亿股）	232.40
流通A股（亿股）	157.51
资产负债率（2021H1）	21.66
ROE（2021H1 摊薄）	15.54
PE（TTM）	55.49
PB（LF）	13.95

公司近一年与沪深300走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

➤ **事件：**公司发布2021年中报，2021年上半年公司实现营业收入（12.51亿元，+80.56%），归母净利润（4.54亿元，+121.25%），扣非后归母净利润（4.48亿元，+125.45%），毛利率（54.26%，+4.20pcts）。

➤ **投资要点：**

● **下游需求提升驱动公司主业营收规模大幅上涨，归母净利润同比+121.25%**

2021年上半年公司实现营业收入（12.51亿元，+80.56%），归母净利润（4.54亿元，+121.25%），扣非后归母净利润（4.48亿元，+125.45%），毛利率（54.26%，+4.20pcts）。分业务看：

① **自产业务营收**（7.58亿元，+102.65%）延续了2020年7月以来快速增长的态势，占总营收比重的60.59%。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，助推公司自产业务收入规模的不断扩大。公司的自产业务核心产品瓷介电容器营收（7.42亿元，+100.45%）实现翻倍。另外，由于推广力度的不断加大，直流滤波器（0.13亿元，+266.77%）收入规模扩张显著，目前占自产业务收入的1.69%，预计未来占比有望进一步提升

② **代理业务营收**（4.92亿元，+54.73%）快速上升，占总营收比重的39.33%。公司与核心客户合作范围的扩大促进了代理业务销售收入的快速增长，前五名客户销售收入（3.06亿元，+79.64%）实现大幅增长。

公司综合毛利率（54.26%，+4.20pcts）上升主要由于收入结构的调整，毛利率较高的自产业务（81.94%，-0.20pcts）营收的同比增长比毛利率较低的代理业务（11.61%，-0.73pcts）高47.92pcts，公司营收比例更加侧重与自产业务。另外，相比去年年末，双业务毛利率均实现上升，自产业务毛利率提升2.04pcts，代理业务毛利率提升1.53pcts，综合毛利率提升7.51pcts。

我们认为“十四五”期间军工行业下游需求上升明确，在我国军工信息化不断发展的战略下，信息化装备数量和单位

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中

航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59562524

传真：010-59562637

装备价值有望进一步提升，军工元器件作为信息化发展中的主要载体，业绩增长确定性较强。

● 公司研发费用快速上升，产品品类进一步丰富

费用方面，公司销售费用为（0.31 亿元，-5.62%），管理费用为（0.50 亿元，+23.41%），财务费用为（0.02 亿元，去年同期为-0.06 亿元）。销售费用的下降主要由于公司将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导致，管理费用的增加一方面系鸿远苏州投入生产后人工费用、办公楼折旧费用、一次性宣传费用以及办公电脑等低值易耗品领用增加，另一方面系公司业绩增长较快，计提的绩效奖金增加。公司 2021 年新增多项研发项目叠加鸿远苏州投产开展项目研发工作，研发费用（0.24 亿元，+68.88%）上升明显。公司在军用大功率射频微波多层瓷介电容器、交流滤波器、滤波器组件等产品和民用高 Q 多层瓷介电容器的开发均实现产品突破，进一步丰富了公司产品品类。

● 公司规模扩大，备货积极，但应收账款增加，现金流承压

公司存货（2.73 亿元，+14.23%）的提升主要由于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。另一方面，公司应收票据及应收账款（19.60 亿元，+67.38%）的上升成为公司 2021 年上半年经营性活动现金流净额（-0.17 亿元，去年同期为 0.13 亿元）承压的主要原因。

● 自产业务在军、民领域产品研发均出现突破

公司自产业务产品主要包括多层瓷介电容器以及直流滤波器，其中多层瓷介电容器包括片式多层瓷介电容器、有引线多层瓷介电容器以及金属支架多层瓷介电容器等。产品聚焦高端领域，广泛应用于航天、航空、电子信息、兵器、船舶、智能电网等行业，满足高可靠及工业控制领域对产品的应用要求。

①自产业务军用领域：报告期内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。

②自产业务民用领域：报告期内公司完成了民用高 Q 多层瓷介电容器的开发，并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。公司通过产品组合提供整体的射频微波类电容器应用的解决方案，并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。未来公司将重点向光通信、5G/通信基站、轨道交通、核磁医疗、广播电台等领域推广。

● 代理业务与客户合作范围不断扩大

公司代理多个国际知名厂商的多条产品线，产品品类主要为电容、电阻、电感、射频器件、分立器件、功率器件、存储器件、连接器、集成电路等多种系列的电子元器件，以被动电子元器件为主。产品主要面向工业类及消费类民用市场，覆盖了汽车电子、轨道交通、新能源、智能电网、5G 通讯、消费电子、医疗电子、工业/人工智能、物联网等领域。公司近年来通过不断增加行业内优质电子元器件生产商代理经营资质，合作范围不断扩大，从源头保障产品品质，帮助生产厂商迅速将产品导入市场。

● 公司顺应国家信息化、数字化和智能化的发展大势，加快募投项目和其他项目的投资与建设

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。报告期内，公司加快已部分投产的电子元器件生产线产能爬坡速度，实现多层瓷介电容器产量 50,609.60 万只。同时加速电子元器件生产基地项目、直流滤波器项目、营销网络及信息系统升级项目的建设。截至报告期末，公司电子元器件生产基地项目及直流滤波器项目投入募集资金 3.16 亿元，营销网络及信息系统升级项目投入募集资金 2,831.26 万元，补充流动资金 1.51 亿元，已累计投入募集资金 4.95 亿元。

● **股权激励激发企业内在活力，股票回购增强投资者信心。**

报告期内，公司实施了上市后的第一期限限制性股票激励计划，以定向发行的形式向公司（含子公司）的董事、高级管理人员、核心管理人员/核心技术（业务）骨干共 99 人合计授予 92.80 万股 A 股普通股限制性股票，约占总股本的 0.40%，授予价格为每股 61.34 元。激励计划的解除限售考核年度为 2021-2023 年三个会计年度，公司层面业绩考核要求为：以 2020 年度营业收入或净利润为基数，三年营业收入增长率分别不低于 30%、69%、120%或净利润增长率分别不低于 35%、76%、128%。我们认为股权激励将充分激发企业内在活力，稳固优秀人才。另一方面，公司以自有资金通过集中竞价交易方式对公司股份进行了回购。截至 2021 年 7 月 31 日，公司通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式累计回购股份 335,066 股，占公司总股本 232,404,000 股的比例为 0.14%，回购成交最高价为 115.00 元/股，最低价为 112.82 元/股，支付的资金总额为人民币 3,825.50 万元（不含交易佣金等交易费用），均价约为 114.17 元/股。公司股票回购进一步完善公司长效激励机制的同时增强投资者对公司的信心。

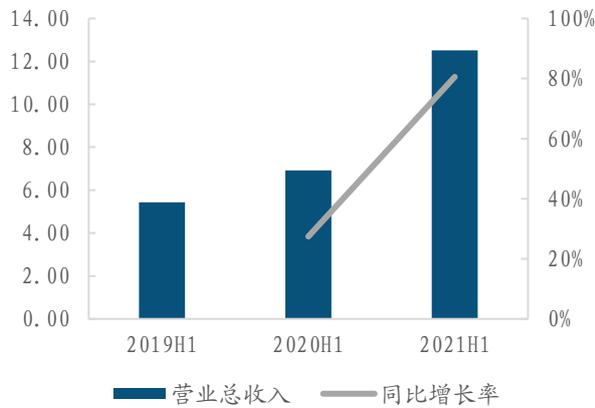
➤ **投资建议：**

公司作为国内高可靠 MLCC 主要的生产厂家之一，在产业链、技术研发、产能、核心客户等方面具备一定行业优势，已连续八年入围中国电子元件行业百强。我们认为“十四五”期间军工行业下游需求上升明确，在我国军工信息化不断发展的战略下，信息化装备数量和单位装备价值有望进一步提升，军工元器件作为信息化发展中的主要载体，业绩增长确定性较强。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 8.88 亿元，11.80 亿元和 14.98 亿元，EPS 分别为 3.82 元，5.08 元和 6.45 元，对应 PE 分别为 45.9、34.6、27.2 倍。基于公司所处行业地位以及产品未来发展前景，我们维持“买入”评级，目标价 202.46 元/股，分别对应 2021-2023 年 PE 53.0、39.9、31.4 倍。

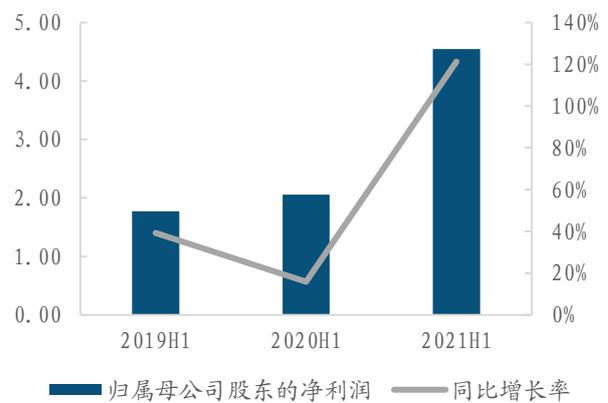
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	17.00	25.41	34.59	44.40
增长率	61.22%	49.48%	36.12%	28.37%
归属母公司净利润（亿元）	4.86	8.88	11.80	14.98
增长率	74.43%	82.77%	32.77%	27.04%
每股收益 EPS（元）	2.10	3.82	5.08	6.45
净资产收益率 ROE	18.78%	25.56%	25.37%	24.40%
PE	83.6	45.9	34.6	27.2
PB	15.7	11.7	8.8	6.6

资料来源：Wind，中航证券研究所

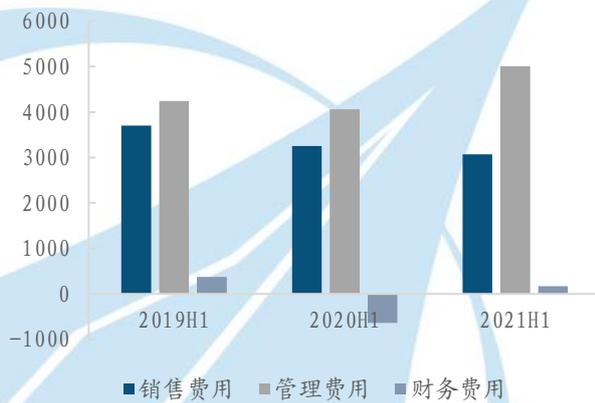
➤ **风险提示：**自产军用产品降价的风险；应收账款余额较大的风险。

图 1: 2019H1-2021H1 营业总收入及增速 (单位: 亿元, %)


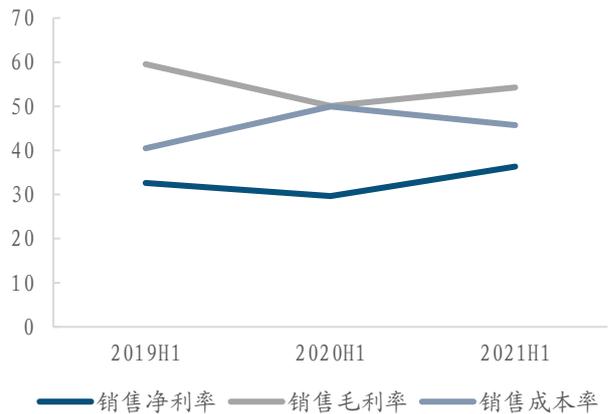
数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 2: 2019H1-2021H1 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)


数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 3: 2019H1-2021H1 三费情况 (单位: 万元)


数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 4: 2019H1-2021H1 销售毛利率、净利率、成本率 (%)


数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 5: 2019H1-2021H1 研发投入情况 (单位: 万元)


数据来源: Wind, 中航证券研究所

图表 6: 财务报表预测 (单位: 亿元)

利润表					现金流量表				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	17.00	25.41	34.59	44.40	净利润	4.86	8.88	11.80	14.98
营业成本	9.05	12.01	16.22	20.43	折旧与摊销	0.20	0.65	0.75	0.82
营业税金及附加	0.16	0.23	0.36	0.48	财务费用	-0.09	0.62	0.67	0.71
销售费用	0.61	0.57	1.03	1.77	资产减值损失	-0.11	-0.10	-0.10	-0.10
管理费用	0.88	1.61	2.49	3.44	经营营运资本变动	1.73	-5.67	-7.20	-7.73
财务费用	-0.09	0.62	0.67	0.71	其他	-5.06	0.10	0.10	0.10
资产减值损失	-0.11	-0.10	-0.10	-0.10	经营性现金流净额	1.53	4.48	6.01	8.78
投资收益	0.01	0.01	0.01	0.01	资本支出	-1.11	-0.31	-0.32	-0.28
公允价值变动损益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	其他	4.76	-0.67	-0.67	-0.67
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	3.65	-0.98	-0.99	-0.95
营业利润	5.74	10.49	13.92	17.68	短期借款	0.68	-1.32	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	-0.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	5.74	10.48	13.92	17.68	股权融资	0.24	0.01	0.00	0.00
所得税	0.88	1.60	2.12	2.70	支付股利	-0.02	-0.03	-0.05	-0.07
净利润	4.86	8.88	11.80	14.98	其他	-0.30	-0.61	-0.67	-0.71
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	0.33	-1.95	-0.72	-0.78
归属母公司股东	4.86	8.88	11.80	14.98	现金流量净额	5.51	1.56	4.31	7.05
资产负债表					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	8.27	9.83	14.13	21.19	成长能力				
应收和预付款项	14.87	22.18	30.19	38.74	销售收入增长率	61.22%	49.48%	36.12%	28.37%
存货	2.15	2.93	4.04	5.15	营业利润增长率	72.32%	82.74%	32.77%	27.03%
其他流动资产	1.66	0.59	0.59	0.59	净利润增长率	74.43%	82.77%	32.77%	27.04%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	66.63%	101.08%	30.51%	25.21%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建	3.27	2.90	2.45	1.89	毛利率	46.75%	52.74%	53.12%	53.98%
无形资产和开发	0.26	0.29	0.31	0.34	三费率	8.19%	10.99%	12.13%	13.32%
其他非流动资产	1.09	1.76	2.43	3.10	净利率	28.59%	34.96%	34.10%	33.75%
资产总计	31.56	40.47	54.13	70.98	ROE	18.78%	25.56%	25.37%	24.40%
短期借款	1.32	0.00	0.00	0.00	ROA	15.40%	21.95%	21.79%	21.11%
应付和预收款项	4.07	5.45	7.36	9.29	ROIC	24.29%	40.73%	40.57%	40.09%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.39%	46.27%	44.36%	43.27%
其他负债	0.30	0.27	0.27	0.28	营运能力				
负债合计	5.68	5.72	7.64	9.57	总资产周转率	0.62	0.71	0.73	0.71
股本	2.31	2.32	2.32	2.32	固定资产周转率	9.35	10.52	14.70	22.48
资本公积	12.61	12.61	12.61	12.61	应收账款周转率	2.30	2.27	2.19	2.13
留存收益	10.96	19.82	31.56	46.47	存货周转率	3.95	4.32	4.35	4.23
归属母公司股东	25.88	34.75	46.50	61.41	销售商品提供劳务收到现金/营业	74.94%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	25.88	34.75	46.50	61.41	资产负债率	18.01%	14.12%	14.10%	13.49%
负债和股东权益	31.56	40.47	54.13	70.98	带息债务/总负债	23.22%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					流动比率	4.95	6.49	6.62	7.04
	2020A	2021E	2022E	2023E	速动比率	4.56	5.96	6.07	6.49
EBITDA	5.85	11.76	15.34	19.21	股利支付率	0.34%	0.32%	0.45%	0.47%
PE	83.58	45.91	34.58	27.22	每股指标				
PB	15.70	11.74	8.77	6.64	每股收益	2.10	3.82	5.08	6.45
PS	23.90	16.05	11.79	9.19	每股净资产	11.18	14.95	20.01	26.42
EV/EBITDA	68.005	33.657	25.464	19.936	每股经营现金	0.662	1.928	2.588	3.777
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	每股股利	0.007	0.012	0.023	0.030

数据来源: Wind, 中航证券研究所

注: 表中管理费用中均包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

宋子豪, SAC 执业证书号: S0640520080002, 美国印第安纳凯利商学院金融学学士、数学辅修, 福特汉姆大学金融学硕士, 从事军工行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。