

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：方晓明

证券执业证书号：S0640120120034

邮箱：songzh@avicsec.com

鸿远电子（603267）2021 年年报点评： 公司盈利能力进一步增强，项目竣工产能 扩充

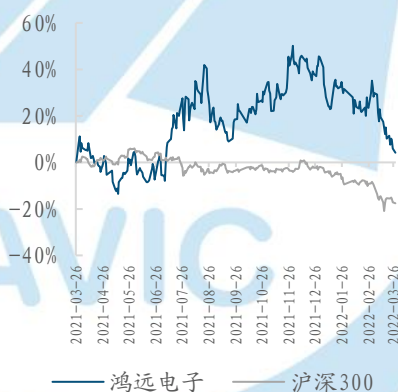
行业分类：军工

2022 年 3 月 29 日

公司投资评级	买入
当前股价（2022.3.28）	128.74 元
目标价格	172.09 元

基础数据（2022.3.28）	
上证指数	3,214.50
总股本（百万股）	232.40
流通 A 股（百万股）	157.51
资产负债率	23.53%
ROE（摊薄）	24.98%
PE（TTM）	36.19
PB（LF）	9.04

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 年年报，2021 年公司实现营业收入（24.03 亿元，+41.36%），归母净利润（8.27 亿元，+70.09%），扣非后归母净利润（8.12 亿元，+72.50%），毛利率（51.51%，+4.76pcts）。

➤ **投资要点：**

● **公司盈利能力进一步增强，项目竣工产能扩充**

2021 年公司实现营业收入（24.03 亿元，+41.36%），归母净利润（8.27 亿元，+70.09%），扣非后归母净利润（8.12 亿元，+72.50%），毛利率（51.51%，+4.76pcts）。公司 2021 年第四季度单季实现营业收入（5.23 亿元，-6.49%），归母净利润（1.70 亿元，+2.34%）。2021 年公司自产高可靠瓷介电容器、滤波器产品及代理电子元器件产品需求旺盛，并伴随着公司产业基地布局的实施，实现了产能的提升与产品品类的扩充，保障了快速增长的订单交付，使整体营业收入、净利润实现增长。公司 ROE（摊薄）（24.98%，+6.20pcts）快速提升，盈利能力进一步增强。

目前公司布局自产和代理两大业务。2021 年，公司自产业务实现营收（13.48 亿元，+52.07%），毛利率（80.83%，+0.93pcts），占比（56.10%，+3.98pcts）；代理业务实现营收（10.43 亿元，+29.13%），毛利率（13.14%，+3.06pcts），占比（43.40%，-4.13pcts），高毛利率业务占比提升，收入结构优化。

公司三费费用率（10.76%，-0.09pcts）下降，其中销售费用率（2.90%，-0.66pcts），管理费用率（7.48%，-0.35pcts），财务费用率（0.37%，+0.93pcts）。财务费用方面，本期公司为财务费用，而上年同期为财务净收益，主要由于公司当期利息费用和汇票费用随着银行借款和银行承兑汇票的增多而增加，同时公司当期利息收入由于日均银行存款余额下降及银行理财产品收益率走低而减少。公司研发费用率（3.36%，+0.70pcts）上升，研发费用（0.81 亿元，+78.68%）的增长主要用于公司研发项目持续性投入，助力产品品类的扩充和产品性能的提升。报告期内，已有多项具有自主知识产权的资料研发完成并逐步用于公司的瓷介电容器产品中，进一步提升了核

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

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

心产品的自主保障能力。同期，公司新取得专利 34 项、软件著作权 4 项、集成电路布图设计 5 项。

公司存货（4.15 亿元，+93.25%）大幅增加主要由于业务规模的扩大叠加苏州募投项目的竣工，公司备货大幅增加所致，其中库存商品（2.14 亿元，相比期初+106.19%）及原材料（1.53 亿元，相比期初+84.80%）快速增长，瓷介电容器的生产量同比增长 137.72%。由于目前公司自产业务前五大客户均为军工集团，收入比例达到 71.00%，且均采用以销定产的模式，因此项目竣工后库存的提升可更好地满足高可靠产品快速增长的需求。另外，公司经营活动产生的现金流量净额（5.33 亿元，+247.82%）大幅向好，回款显著增加。

● 公司产业化能力建设不断加强，巩固重点领域配套能力

公司深耕电子元器件多年，并已连续九年入围中国电子元件企业经济指标综合排序前 100 名（原中国电子元件百强企业）并获得历年最高排名（第 31 名），且被评为“北京市专精特新中小企业”及“北京市专精特新‘小巨人’企业”。2021 年，公司加速推进北京、苏州、成都三大基地整体布局的实施进程，进一步加大产业化能力建设投入，巩固提升关键和重点领域的配套能力。

①自产业务：公司自产电子元器件主要为瓷介电容器、滤波器等电子元器件产品，广泛应用于航天、航空、电子信息、兵器、船舶等高可靠领域，以及 5G 通信、轨道交通、医疗电子等民用高端领域。2021 年，公司延续了 2020 年以来快速增长的态势，坚持以高可靠电子元器件产品为主线，持续加大科研投入，不断提升产品产能并扩充产品品类。目前在高可靠领域，公司单层片式瓷介电容器通过了 QPL 生产线认证，且射频干扰滤波器宇高技术攻关项目已进入验证阶段；在民用领域，公司完成了民用高 Q 多层瓷介电容器的开发，并在高可靠单层瓷介电容器、金端多层瓷介电容器的技术基础上开发了民用单层芯片电容器、多层芯片电容器。我们认为伴随着军工信息化及国产化的持续推进，上游元器件需求量将维持较高水平，与此同时，公司民用产品的多样化发展叠加下游应用的不断推广，有助于业绩的进一步增厚。

②代理业务：公司代理产品主要为国内国际知名厂商生产的电子元器件产品，销售集中在新能源、消费电子等民用领域。2021 年，公司持续增进与核心客户的合作，销售收入进一步增长，同时公司深耕的新能源光伏行业及新能源汽车行业景气度高，市场规模扩大，对电子元器件需求旺盛。由于公司与生产厂商建立良好、稳定的合作关系，保障了代理产品交期及配额。

2021 年，我国可再生能源新增装机 1.34 亿千瓦，占全国新增发电装机的 76.1%。其中光伏发电新增 5488 万千瓦，占全国新增装机的 31.1%，为历年以来年投产最多。另外，根据《以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地规划布局方案》，到 2030 年，规划建设风光基地总装机约 4.55 亿千瓦，需求空间广阔。公司代理多个国际和国内知名品牌的多条产品线，产品规格丰富，且在北京、上海、合肥三地设立仓储物流中心，可及时响应客户需求，实现本地化服务、快速物流和价格成本上的相对优势。我们认为下游高景气将持续带动上游需求的高增长。公司有望在优势中不断扩大收入规模。

● 股权激励激发企业内在活力，推动可持续发展

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，向公司的董事、高管、核心技术（业务）骨干共 99 人合计授予了 92.80 万股 A 股普通股限制性股票，授予价格为 61.34 元/股。本次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，推动公司可持续发展。

➤ **投资建议：**

①**客户粘性较强，行业地位稳固。**军用电子元器件对产品的性能、可靠性以及供货有着更高或更特殊的要求，行业集中度较高，竞争格局较为稳定。我们认为随着我国国防事业的发展，装备现代化进程加快，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 MLCC 作为基础单元需求将被不断释放。公司作为国内高可靠 MLCC 主要的生产厂家之一，已与多数军工企事业单位等建立了良好的合作关系，客户粘性较强。我们判断公司未来业绩增长确定性较强。

②**产能扩充，加速满足下游需求。**公司首次公开发行股票募投项目完成建设，增强了公司的核心竞争力。“电子元器件生产基地项目和直流滤波器项目”的完成，生产能力达到预期可使用状态，为实现核心产品从材料到产品的全面系列化、国产化、产业化奠定基础，产能的扩充将进一步增厚公司业绩。

③**新能源光伏市场快速铺开，公司代理业务规模有望不断扩大。**2021 年，我国可再生能源新增装机中光伏发电占比最大，为历年以来年投产最多，且到 2030 年，规划建设风光基地总装机量需求空间广阔。公司代理多个国际和国内知名品牌，且在北京、上海、合肥三地设立仓储物流中心，可及时响应客户需求，实现本地化服务、快速物流和价格成本上的相对优势。我们认为下游高景气将持续带动上游需求的高增长，公司有望在优势中不断扩大收入规模。

④**股权激励激发企业内在活力，推动公司可持续发展。**

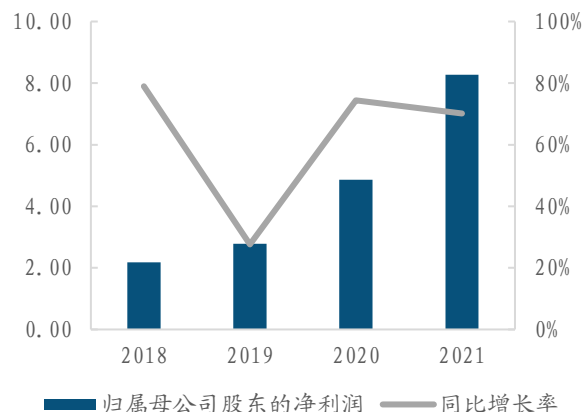
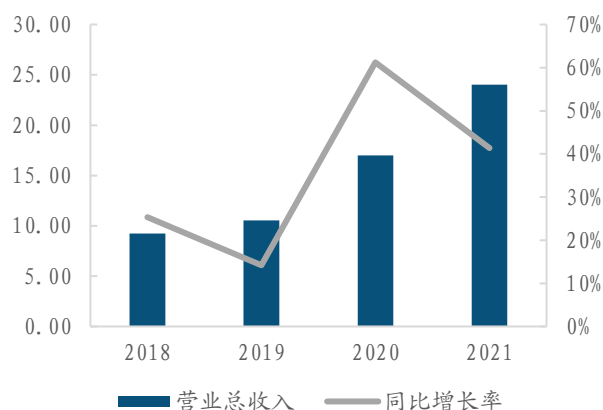
我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 10.86 亿元、13.61 亿元和 16.21 亿元，EPS 分别为 4.67 元、5.86 元和 6.97 元，对应 PE 分别为 27.5、22.0、18.5 倍。基于公司所处行业地位以及产品未来发展前景，我们维持“买入”评级，目标价 172.09 元/股，分别对应 2022-2024 年 PE 37.7、29.4、24.7 倍。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	24.03	32.13	40.50	48.40
增长率	41.36%	33.69%	26.06%	19.52%
归属母公司净利润（亿元）	8.27	10.86	13.61	16.21
增长率	70.09%	31.37%	25.32%	19.07%
每股收益 EPS（元）	3.56	4.67	5.86	6.97
净资产收益率 ROE	24.98%	24.70%	23.64%	21.96%

资料来源：Wind，中航证券研究所

➤ **风险提示：**MLCC 价格下降，下游民品市场需求变动风险。

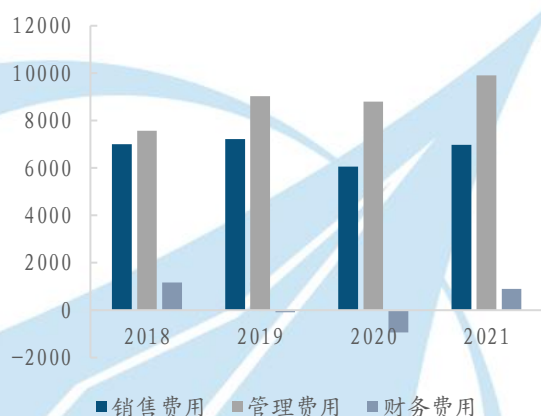
图 1：2018-2021 营业总收入及增速（单位：亿元，%） 图 2：2018-2021 归母净利润及增速（单位：亿元，%）



数据来源：Wind，中航证券研究所

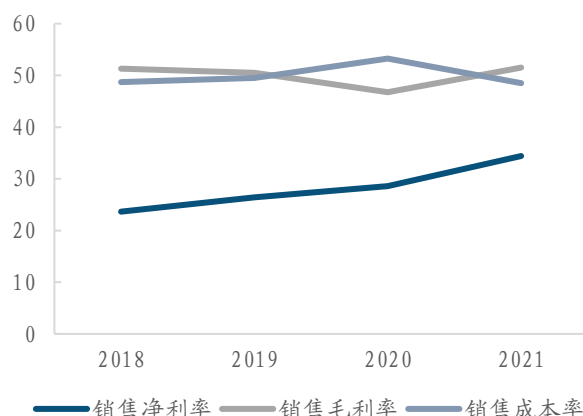
数据来源：Wind，中航证券研究所

图 3：2018-2021 三费情况（单位：万元）



数据来源：Wind，中航证券研究所

图 4：2018-2021 销售毛利率、净利率、成本率（%）



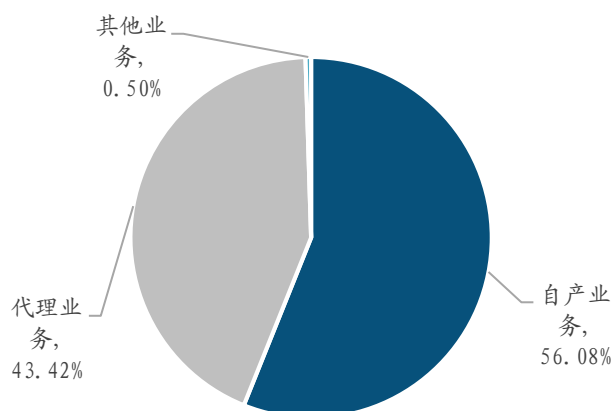
数据来源：Wind，中航证券研究所

图 5：2018-2021 研发投入情况（单位：万元）



数据来源：Wind，中航证券研究所

图 6：公司收入结构



数据来源：Wind，中航证券研究所

图表 7：财务报表预测（单位：亿元）

利润表					现金流量表				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	24.03	32.13	40.50	48.40	净利润	8.27	10.86	13.61	16.21
营业成本	11.65	16.39	20.97	25.32	折旧与摊销	0.33	0.79	0.87	0.92
营业税金及附加	0.22	0.29	0.36	0.43	财务费用	0.09	0.62	0.67	0.71
销售费用	0.70	0.91	1.13	1.29	资产减值损失	-0.02	-0.05	-0.05	-0.05
管理费用	0.99	1.29	1.53	1.78	经营营运资本变动	-3.06	-3.95	-5.38	-5.09
财务费用	0.09	0.62	0.67	0.71	其他	-0.29	0.04	0.04	0.04
资产减值损失	-0.02	-0.05	-0.05	-0.05	经营性现金流净额	5.33	8.31	9.76	12.74
投资收益	0.01	0.01	0.01	0.01	资本支出	-1.70	-0.23	-0.29	-0.34
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1.75	-0.19	-0.19	-0.19
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-3.45	-0.42	-0.48	-0.53
营业利润	9.66	12.69	15.90	18.93	短期借款	1.59	-2.91	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	9.66	12.69	15.90	18.93	股权融资	0.76	0.00	0.00	0.00
所得税	1.39	1.83	2.29	2.72	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	8.27	10.86	13.61	16.21	其他	-1.54	-0.32	-0.37	-0.41
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	0.81	-3.24	-0.37	-0.41
归属母公司股东净利	8.27	10.86	13.61	16.21	现金流量净额	2.69	4.65	8.91	11.80

资产负债表					财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11.03	15.68	24.59	36.40	成长能力				
应收和预付款项	18.18	24.34	30.69	36.69	销售收入增长率	41.36%	33.69%	26.06%	19.52%
存货	4.15	5.83	7.46	9.01	营业利润增长率	68.36%	31.37%	25.32%	19.07%
其他流动资产	3.12	1.59	1.67	1.74	净利润增长率	70.09%	31.37%	25.32%	19.07%
长期股权投资	0.08	0.08	0.08	0.08	EBITDA 增长率	72.38%	39.94%	23.68%	17.91%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	5.00	4.31	3.58	2.83	毛利率	51.51%	48.98%	48.22%	47.69%
无形资产和开发支出	0.29	0.44	0.62	0.81	三费率	7.40%	8.76%	8.21%	7.82%
其他非流动资产	1.43	1.60	1.77	1.94	净利率	34.40%	33.81%	33.61%	33.48%
资产总计	43.27	53.87	70.46	89.50	ROE	24.98%	24.70%	23.64%	21.96%
短期借款	2.91	0.00	0.00	0.00	ROA	19.10%	20.16%	19.32%	18.11%
应付和预收款项	6.35	8.91	11.38	13.74	ROIC	36.52%	40.60%	42.84%	43.44%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	41.94%	43.90%	43.07%	42.50%
其他负债	0.92	1.00	1.50	1.98	营运能力				
负债合计	10.18	9.90	12.88	15.72	总资产周转率	0.64	0.66	0.65	0.61
股本	2.32	2.32	2.32	2.32	固定资产周转率	7.23	7.68	10.75	15.48
资本公积	13.36	13.36	13.36	13.36	应收账款周转率	2.45	2.58	2.52	2.46
留存收益	18.37	29.23	42.84	59.05	存货周转率	3.57	3.28	3.15	3.07
归属母公司股东权益	33.09	43.97	57.58	73.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.15%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	33.09	43.97	57.58	73.79	资产负债率	23.53%	18.38%	18.28%	17.56%
负债和股东权益合计	43.27	53.87	70.46	89.50	带息债务/总负债	28.61%	0.00%	0.00%	0.00%

业绩和估值指标						2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	10.08	14.10	17.44	20.57	流动比率	3.68	5.09	5.36	5.77
PE	36.19	27.55	21.98	18.46	速动比率	3.26	4.46	4.74	5.15
PB	9.04	6.80	5.20	4.05	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PS	12.45	9.31	7.39	6.18	每股指标				
EV/EBITDA	28.621	19.901	15.568	12.620	每股收益	3.56	4.67	5.86	6.97
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	每股净资产	14.24	18.92	24.78	31.75
					每股经营现金	2.292	3.576	4.200	5.483
					每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000

数据来源：Wind，中航证券研究所

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送发或为任何就送发、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、内容或其复印本给予任何其他人。

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。