

# 中长期景气度旺盛，22年业绩有望逐季攀升

## 鸿远电子(603267)

评级:	买入	股票代码:	603267
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	191.09/100.5
目标价格:		总市值(亿)	276.56
最新收盘价:	119.00	自由流通市值(亿)	187.44
		自由流通股数(百万)	157.51

### 事件概述

公司发布2022年一季报，实现营业收入7.03亿元，同比增长18.63%，环比增长34.36%；归母净利润2.59亿元，同比增长18.72%，环比增长52.41%；扣非归母净利润2.57亿元，同比增长21.02%，环比增长58.54%。

### 分析判断:

#### ► 纵向深耕MLCC产业链，疫情影响有限，22Q1环比高增

公司深耕MLCC关键领域，上游布局材料（MLCC资料、LTCC资料及生膜带、电极浆料），下游发展滤波器和集成电路器件。受军工高确定性和下游高景气加持，公司业绩受疫情影响有限，高可靠产品生产、订单、交付保持正常，22Q1营收及归母净利润均创历史单季度新高：营收7.03亿元，同比+18.63%，环比+34.36%；归母净利润2.59亿元，同比+18.72%，环比+52.41%。分产品来看，自产业务实现收入4.29亿元，同比+18%，环比+71%；代理业务实现收入2.72亿元，同比+19%，环比+4%。公司盈利能力持续提升，22Q1毛利率56.75%，同比+2.09 pcts，主要原因是自产和代理业务毛利率均略有上升。

#### ► 20亿只MLCC产能就位，下游扩产即将完成，静待新一轮大规模采购开启

公司苏州基地已于去年12月投产，能够提供20亿只MLCC产能，我们判断现有产能足以保障整个十四五期间的军工需求。当前正处于中下游扩产即将完成的节点，公司积极备产备料，一季度末存货4.9亿元，较去年末增长18%，其中自产业务存货约3.4亿元。通过加大现货储备，公司生产交付周期持续缩短，最快可以在一周内完成交付。我们认为，一旦新一轮的大规模武器装备采购开启，公司即能迅速响应需求保证交付，快速释放业绩；而随着下游产能陆续到达高位，公司全年业绩有望逐季攀升。

#### ► 滤波器业务开始放量，贡献业绩新增长点

2021年公司在原有直流滤波器的基础上，加大研制力度丰富产品品类，自主研发了交流滤波器、滤波器组件、定制化滤波器等新产品，已基本覆盖目前电源用抗干扰滤波器的类型。公司多款滤波器产品可以替代进口产品，并实现量产和供货，2021年实现收入1979.77万元，同比+81.79%。公司后续将持续推进小型贴片滤波器的研制定型，针对交流滤波器、滤波器组件产品进行系列化扩展。同时，公司加快电磁兼容实验室建设，进一步提升电磁兼容技术能力，为滤波器业务赋能。预计随在研型号陆续批产放量，滤波器产品将成为公司新的业绩增长点。

#### ► 行业景气度旺盛，多重因素驱动成长

当前新型号战机和导弹快速放量，装备电子化、信息化、智能化、国产化持续推进，军用MLCC行业中长期景气度持续旺盛，十四五末有望达到百亿级市场规模。同时，和军用光电器件和军用芯片相比，被动元器件“单价低、筛选测试复杂、可靠性要求高”的产品特点演化形成了稳固而平衡的企业竞争格局，

头部企业将充分享受行业红利。我们认为，公司的高增长模式具有至少 3 年的持续性，将随着下游武器装备质和量的双升在业绩中充分体现。

### ► 两次回购股份，用于后续股权激励

2021 年 5 月，公司实施了第一期限制性股票激励计划；2021 年 6 月，公司公告回购股份用于后续股权激励，12 月期限届满，累计回购 33.51 万股股份（占总股本的 0.14%），回购金额为 3825.50 万元，均价为 114.17 元/股；2022 年 4 月，公司再公告拟以 4500 万元至 9000 万元回购股份，拟回购价格不超过 150 元/股；截至目前，公司已回购 3.788 万股股份（占总股本的 0.02%），回购金额为 445.97 万元，成交价在 117.49~118.17 元/股之间。预计后续公司会有节奏、有计划地开展股权激励计划，吸引人才巩固竞争力。

### 投资建议：

近年来的高增长为公司提供了较充裕的资金支持，行业本身的增长+公司产品线扩张=持续可靠的成长。预计今年接单呈现“前低后高”态势，未来三年可保持 35%-40%的复合增速，是军工板块不可多得的确定性成长的公司，可给予一定溢价。维持盈利预测不变，预计公司 2022-2024 年实现营业收入 32.78 亿元、43.09 亿元、53.91 亿元，归母净利润 11.59 亿元、15.86 亿元、20.51 亿元，EPS 为 4.99 元、6.82 元、8.83 元，对应 2022 年 5 月 9 日 119.00 元/股收盘价，PE 分别为 23.87 倍、17.44 倍、13.48 倍，维持买入评级。

### 风险提示：

1) 公司自产产品主要应用于军工领域，客户采购计划性较强，存在客户订单不及预期的风险；2) 公司代理业务受国际 MLCC 价格影响较大，存在产品价格和利润率水平下降的风险；3) 公司下游客户覆盖面较广，部分客户扩产进度的限制因素较多，存在下游需求释放节奏不及预期的风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,700	2,403	3,278	4,309	5,391
YoY (%)	61.2%	41.4%	36.4%	31.5%	25.1%
归母净利润(百万元)	486	827	1,159	1,586	2,051
YoY (%)	74.4%	70.1%	40.2%	36.9%	29.3%
毛利率 (%)	46.7%	51.5%	52.9%	54.3%	55.4%
每股收益 (元)	2.09	3.56	4.99	6.82	8.83
ROE	18.8%	25.0%	25.7%	25.8%	24.8%
市盈率	56.90	33.45	23.87	17.44	13.48

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

华西军工&电子联合覆盖

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,403	3,278	4,309	5,391	净利润	827	1,159	1,586	2,051
YoY(%)	41.4%	36.4%	31.5%	25.1%	折旧和摊销	36	22	25	29
营业成本	1,165	1,544	1,969	2,404	营运资金变动	-337	-401	-465	-630
营业税金及附加	22	33	43	54	经营活动现金流	533	797	1,165	1,471
销售费用	70	98	129	162	资本开支	-225	-161	-141	-116
管理费用	99	164	215	270	投资	-122	-22	-32	-42
财务费用	9	-20	-41	-70	投资活动现金流	-345	-183	-173	-158
研发费用	81	115	151	189	股权募资	57	0	0	0
资产减值损失	-2	-5	-8	-10	债务募资	306	-91	0	0
投资收益	1	0	0	0	筹资活动现金流	81	-102	-9	-9
营业利润	966	1,356	1,856	2,400	现金净流量	269	512	983	1,304
营业外收支	0	-1	-1	-1	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
利润总额	966	1,355	1,855	2,399	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	139	197	269	348	营业收入增长率	41.4%	36.4%	31.5%	25.1%
净利润	827	1,159	1,586	2,051	净利润增长率	70.1%	40.2%	36.9%	29.3%
归属于母公司净利润	827	1,159	1,586	2,051	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY(%)	70.1%	40.2%	36.9%	29.3%	毛利率	51.5%	52.9%	54.3%	55.4%
每股收益	3.56	4.99	6.82	8.83	净利率	34.4%	35.4%	36.8%	38.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	总资产收益率 ROA	19.1%	20.7%	21.2%	20.8%
货币资金	1,103	1,615	2,597	3,901	净资产收益率 ROE	25.0%	25.7%	25.8%	24.8%
预付款项	39	46	59	72	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	415	465	540	659	流动比率	3.68	4.44	4.93	5.57
其他流动资产	2,092	2,617	3,258	4,031	速动比率	3.22	3.95	4.46	5.09
流动资产合计	3,648	4,743	6,453	8,663	现金比率	1.11	1.51	1.99	2.51
长期股权投资	8	10	12	14	资产负债率	23.5%	19.6%	17.9%	16.1%
固定资产	431	499	579	667	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	29	37	49	60	总资产周转率	0.56	0.59	0.58	0.55
非流动资产合计	680	858	1,027	1,178	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	4,327	5,601	7,481	9,841	每股收益	3.56	4.99	6.82	8.83
短期借款	291	200	200	200	每股净资产	14.24	19.39	26.44	35.54
应付账款及票据	495	634	809	988	每股经营现金流	2.29	3.43	5.01	6.33
其他流动负债	204	233	299	367	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	991	1,068	1,308	1,555	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	33.45	23.87	17.44	13.48
其他长期负债	27	27	27	27	PB	12.60	6.14	4.50	3.35
非流动负债合计	27	27	27	27					
负债合计	1,018	1,095	1,336	1,582					
股本	232	232	232	232					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,309	4,506	6,145	8,259					
负债和股东权益合计	4,327	5,601	7,481	9,841					

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，11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行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

### 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。

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。