

# 回购股份用于后续激励，彰显长期发展信心

## 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)	275.91
最新收盘价:	118.72	自由流通市值(亿)	275.25
		自由流通股数(百万)	231.85

### 事件概述

2022年8月1日，公司发布公告，截至7月31日，公司以集中竞价交易方式累计回购股份42.96万股，占公司总股本的0.18%，回购成交最高价为130.00元/股，最低价为112.50元/股，回购总额为人民币5,348.96万元，均价约124.5元/股。

### 分析判断:

#### ▶ 回购用于后续股权激励，坚定长期发展信心

2022年4月，公司公告拟以4500万元至9000万元回购30~60万股公司股份，拟回购价格不超过150元/股；2022年7月，公司以集中竞价交易方式累计回购股份39.18万股（占总股本的0.17%），回购成交最高价为130.00元/股，最低价为112.50元/股，回购总额为4,902.99万元，均价约125.1元/股；截至2022年7月31日，公司累计回购42.96万股（占总股本的0.18%），回购总额为5,348.96万元，均价约124.5元/股。一方面，本次回购体现了公司对中长期持续、稳健发展的信心，将对市场信心有很好的提振作用；另一方面，回购股份后续将用于实施公司股权激励，将有利于进一步调动团队积极性，将企业、员工、股东利益统一和绑定。

#### ▶ 军用MLCC具有刚性需求，预计下半年交付将提速

公司自产元器件下游集中在以航天、航空、电子信息、兵器等为核心的高可靠领域，军品具有保任务、抓节点的要求，当前疫情已经平稳，下游客户将以最大能力保障院科研生产任务按时完成，预计上半年因疫情延迟、暂缓的订单将于下半年加速交付。另一方面，下游产能将于下半年至明年陆续释放至高位。作为最上游的普适性元器件，特种MLCC生产节奏快，出货量弹性较大。一旦下游需求启动，业绩增长立竿见影。公司去年Q3和Q4净利润分别为2亿元和1.7亿元，基数偏低，预计下半年同比增速将明显提高，公司全年业绩有望呈现“前低后高”的走势。

#### ▶ 公司毛利率稳中有升

MLCC具有小批量、多批次的特点，在客户需求大幅增长的情况下，集采目的在于“以量换价”。近年武器装备大规模放量，集采常态化，而公司自有审计数据以来，自产业务毛利率一直维持在80%左右。原因有二：1) 体量巨大产生规模效应；2) 武器装备升级换代提升了产品的质量等级，产品质量等级越高，产品单价会越高。从实际效果看，“老字号降价，新牌号涨价”——总需求的增加和高端产品需求量的增加远远超过降价2%-3%的影响。

#### ▶ 坚定看好鸿远电子

从行业角度看，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。“不难做，真做好也难”——这是国产替代最有利突破的领域。

从公司个体看，鸿远战略较前瞻。几乎所有的MLCC企业都在进行横向一体化或者多元化发展，只有鸿远在深耕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，力争在技术上实现差异化。内部治理上，类“全员持股”机制是显著亮点。

从新产品角度看，军用射频 MLCC 下游主要是导弹与雷达，需求旺盛；民用高频段射频 MLCC 在毫米波频段基站上必不可少。公司在成都的布局则开辟了集成电路元器件新增长点。公司还在民用高端 MLCC 和射频滤波器等高端领域发力。

### 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 8 月 1 日 118.72 元/股收盘价，PE 分别为 23.81 倍、17.40 倍、13.45 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	56.76	33.37	23.81	17.40	13.45

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

分析师: 孙远峰

邮箱: sunyf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080005

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)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		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					
利润总额	966	1,355	1,855	2,399	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	139	197	269	348	<b>成长能力</b>				
净利润	827	1,159	1,586	2,051	营业收入增长率	41.4%	36.4%	31.5%	25.1%
归属于母公司净利润	827	1,159	1,586	2,051	净利润增长率	70.1%	40.2%	36.9%	29.3%
YoY (%)	70.1%	40.2%	36.9%	29.3%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	3.56	4.99	6.82	8.83	毛利率	51.5%	52.9%	54.3%	55.4%
					净利率	34.4%	35.4%	36.8%	38.0%
					总资产收益率 ROA	19.1%	20.7%	21.2%	20.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	净资产收益率 ROE	25.0%	25.7%	25.8%	24.8%
货币资金	1,103	1,615	2,597	3,901	<b>偿债能力</b>				
预付款项	39	46	59	72	流动比率	3.68	4.44	4.93	5.57
存货	415	465	540	659	速动比率	<b>3.22</b>	<b>3.95</b>	<b>4.46</b>	<b>5.09</b>
其他流动资产	2,092	2,617	3,258	4,031	现金比率	1.11	1.51	1.99	2.51
流动资产合计	3,648	4,743	6,453	8,663	资产负债率	23.5%	19.6%	17.9%	16.1%
长期股权投资	8	10	12	14	<b>经营效率</b>				
固定资产	431	499	579	667	总资产周转率	0.56	0.59	0.58	0.55
无形资产	29	37	49	60	<b>每股指标 (元)</b>				
非流动资产合计	680	858	1,027	1,178	每股收益	3.56	4.99	6.82	8.83
资产合计	4,327	5,601	7,481	9,841	每股净资产	14.24	19.39	26.44	35.54
短期借款	291	200	200	200	每股经营现金流	2.29	3.43	5.01	6.33
应付账款及票据	495	634	809	988	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	204	233	299	367	<b>估值分析</b>				
流动负债合计	991	1,068	1,308	1,555	PE	33.37	23.81	17.40	13.45
长期借款	0	0	0	0	PB	12.60	6.12	4.49	3.34
其他长期负债	27	27	27	27					
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。

孙远峰：华西证券研究所副所长&电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年新财富上榜分析师（第3名），2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师（第5名），2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员。

### 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。