

中信证券研究部



付宸硕
首席军工分析师
S1010520080005



联系人：陈卓

核心观点

公司是国内军用 MLCC 核心供应商，业务包含自产与代理两大类，以自产军品 MLCC 为主。受益军工信息化的持续推进，军用 MLCC 市场增长迅速，公司研发力度高于可比公司，力争掌握包括瓷粉在内全产线核心技术，同时积极拓展新型电容器和直流滤波器业务。我们看好公司长期成长性，预计公司 2020/21/22 年 EPS 为 1.58/2.18/3.01 元，给予公司 2021 年 55 倍 PE，对应目标市值约 277 亿元，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 120 元。

■ 军用 MLCC 核心供应商，业绩快速增长盈利能力稳健。鸿远电子是军用 MLCC 核心供应商，主要从事以 MLCC 为主的电子元器件技术研发、产品生产和销售，主营业务包括自产业务和代理业务两大类，其中自产业务长年稳定供货国内主要军工集团，而代理业务主要面向工业及消费市场。受益于国防装备信息化建设，公司业绩增长较快，2019 年实现营业收入 10.54 亿，同比增长 14.19%；实现归母净利润 2.79 亿，同比增长 27.62%。2019 年公司自产业务收入占比 87.52%，毛利率占比 87.52%，2015 年至 2020 年上半年公司的自产业务板块一直保持 80%左右的高毛利率，具备较强的盈利能力。

■ 国防信息化建设驱动，MLCC 市场有望持续高景气。MLCC 具有容量范围宽、频率特性好等优良特性，广泛应用于各类军事、工业和消费领域。我国 MLCC 市场规模约占全球 7 成，2020 年我国 MLCC 市场空间或超 700 亿，其中军品市场在信息化建设驱动下或超 30 亿。在 MLCC 领域目前日本处于全球领先地位，大陆厂商位于第三梯队；国内军品市场由于军工产品准入门槛高，行业外潜在竞争对手较难进入，公司和成都宏明、福建火炬电子份额相近，形成三足鼎立的格局。

■ 技术实力增强产业链关系稳固，公司竞争优势明显。与可比公司相比，公司持续高研发投入，力求掌握全产线核心技术。2019 年公司成功开发低介电常数低温共烧陶瓷材料、MLCC 银端电极浆料等，将业务向产业链上游进行拓展，为开发高端 MLCC 奠定基础，未来有望做到原材料自主可控，长期看有望成长为中国“村田”。需求端军用 MLCC 下游客户需求稳定；供给端面向瓷料、电极材料、芯片等原材料供应商，市场竞争充分价格相对稳定，公司产业链上下游关系稳固，行业地位突出，具备较强的竞争实力。

■ 新型电容开始批产，滤波器业务发展可期。公司依托自身在传统 MLCC 领域长期技术积累，在电容领域进一步拓展产品范围，研制成功了单层瓷介电容器、射频微波多层瓷介电容器、金端多层瓷介电容器等系列化产品，并实现了产品的量产和销售。同时公司瞄准军用直流滤波器广阔的市场前景，横向拓展市场助力公司成长，2019 年直流滤波器收入规模近 700 万，同比+109%。公司不断拓宽业务代理的产品种类及行业领域，受光伏发电等新能源行业 2020H1 高景气度影响，公司代理业务收入实现了较快增长，同时在“产业政策潮”推动下代理业务有望保持稳健增长。

■ 风险因素：自产军用产品降价风险，应收账款余额较大回款不佳的风险，下游市场需求变动风险，产品质量控制风险。

■ 盈利预测、估值及投资评级。考虑到公司军用 MLCC 的行业地位，稳增长、高毛利、充分竞争的市场格局态势，代理业务下游客户景气度有望较去年改善，预测公司 2020/21/22 年 EPS 分别为 1.58/2.18/3.01 元。公司目前股价 87.25 元，分别对应 2020/21/22 年 PE 为 55/40/29 倍。参考可比公司估值水平并考虑到公司在细分领域的行业地位，2021 年给予公司 55 倍 PE，合理目标市值为 277 亿元。首次覆盖，给予公司“买入”评级，目标价 120 元。

鸿远电子	603267
评级	买入（首次）
当前价	87.25 元
目标价	120 元
总股本	231 百万股
流通股本	158 百万股
52 周最高/最低价	87.25/38.63 元
近 1 月绝对涨幅	2.29%
近 6 月绝对涨幅	16.44%
近 12 月绝对涨幅	7.44%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	923.43	1,054.46	1,346.41	1,767.51	2,352.56
营业收入增长率	25%	14%	28%	31%	33%
净利润(百万元)	218.36	278.67	365.92	503.70	696.05
净利润增长率	79%	28%	31%	38%	38%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.76	1.88	1.58	2.18	3.01
毛利率%	51%	50%	51%	52%	53%
净资产收益率 ROE%	19.66%	13.40%	14.97%	17.75%	20.57%
每股净资产(元)	4.80	8.99	10.56	12.26	14.61
PE	50	46	55	40	29
PB	18	10	8	7	6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 16 日收盘价

目录

军用 MLCC 核心供应商，业绩快速增长盈利能力稳健	1
业务以军用 MLCC 为主，布局自产与代理两大板块	1
受益军工电子景气上行，业绩实现快速增长	2
国防信息化建设驱动，MLCC 市场有望持续高景气	5
MLCC 性能优异，在消费工业军事等各领域应用广泛	5
军用 MLCC 强调高可靠性，行业资质壁垒较高	6
2020 年中国 MLCC 市场或破 700 亿，信息化建设驱动军用市场超 30 亿	7
国际市场日本领先，军品市场寡头格局稳定	8
技术实力增强产业链关系稳固，公司竞争优势明显	10
向上拓展掌握瓷粉核心技术，利于原材料成本端自主可控	10
自产军用产品对可靠性要求较高，公司军用 MLCC 存在资质壁垒优势	12
自产业务占比更高，盈利能力强于可比公司	13
新型电容开始批产，滤波器业务发展可期	14
拓展电容器品类，顺应行业趋势或为公司新增长点	14
向下延伸产业链，自产直流滤波器助力公司成长	16
不断拓宽品类及应用领域，代理业务有望保持稳健增长	17
风险因素	18
盈利预测、假设及估值	19
盈利预测假设	19
相对估值	21
结论	21

插图目录

图 1：公司发展历史	1
图 2：公司股权结构	2
图 3：公司主要产品	2
图 4：2015~2020H1 公司收入及增速（单位：亿元）	3
图 5：2015~2020H1 公司净利及增速（单位：亿元）	3
图 6：2015~2020H1 公司分业务收入变化（单位：亿元）	3
图 7：2015~2020H1 公司分业务毛利变化（单位：亿元）	3
图 8：2015~2020H1 公司分业务毛利率变化	4
图 9：2015~2020H1 公司净利率变化	4
图 10：公司近 5 年应收账款情况	4
图 11：2015~2020H1 公司存货变化（单位：亿元）	4
图 12：公司近 5 年经营性净现金流情况（单位：亿元）	5
图 13：公司近 5 年经营性现金流与营业收入净利润比例	5
图 14：电容器产品分类	5
图 15：不同等级 MLCC 应用领域不同	7
图 16：中国 MLCC 市场规模（单位：亿元）	8
图 17：2017 年中国 MLCC 市场需求分布	8
图 18：预计 2020 年中国军用 MLCC 市场规模将达到 32 亿元	8
图 19：MLCC 产业的三梯队格局	9
图 20：MLCC 产业链由日、韩、中国台湾主导	9
图 21：2018 年鸿远电子军用 MLCC 营收规模第一（单位：亿元）	10
图 22：2015~2019 鸿远电子与火炬电子自产业务收入增速对比	10
图 23：鸿远电子与火炬电子研发费用及增长情况（单位：亿元）	11
图 24：鸿远电子与火炬电子研发费用占营业收入比重	11
图 25：中国电子陶瓷行业市场规模（单位：亿元）	12
图 26：全球电子陶瓷市场份额	12
图 27：前五名客户合计销售收入及所占比例（单位：万元）	13
图 28：2018 年前五名客户所占比例	13
图 29：鸿远电子与火炬电子的自产业务收入比例对比	14
图 30：鸿远电子与火炬电子的毛利率、净利率对比	14
图 31：单层瓷介电容器的基本结构	14
图 32：单层瓷介电容器市场规模（单位：亿元）	15
图 33：微波多层瓷介电容器产品外形图	15
图 35：近 5 年公司直流滤波器收入及增速情况（单位：万元）	17
图 36：近 5 年公司直流滤波器收入占自产收入比重	17
图 37：2015~2020H1 公司代理业务收入及增速情况（单位：亿元）	18
图 38：2015~2020H1 公司代理业务占营业收入比重	18

表格目录

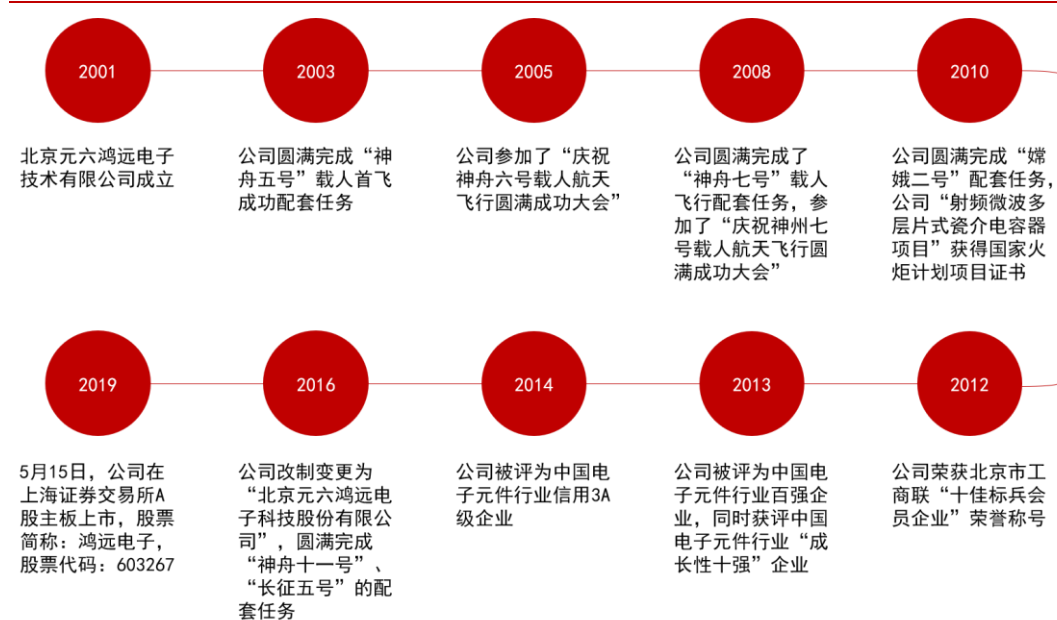
表 1：MLCC 产品应用范围	6
表 2：国军标元器件质量分级	7
表 3：军用 MLCC 领域可比公司介绍	10
表 4：陶瓷电容器根据介质材料按容量的温度稳定性划分可以分为两类	10
表 5：鸿远电子陶瓷材料技术研发情况	12
表 6：鸿远电子自产业务前五大客户各年销售收入占自产业务收入比例	13
表 7：射频微波多层瓷介电容器与传统 MLCC 的对比	16
表 8：鸿远电子直流滤波器产品、产品特点及所处阶段	16
表 9：鸿远电子代理业务产品信息	17
表 10：鸿远电子分业务收入和盈利预测（单位：百万元）	20
表 11：可比公司估值	21
表 12：盈利预测结果	21

■ 军用 MLCC 核心供应商，业绩快速增长盈利能力稳健

业务以军用 MLCC 为主，布局自产与代理两大板块

军用 MLCC 核心供应商，战略布局“自产与代理”两大板块。鸿远电子前身是成立于 2001 年的北京元六鸿远电子科技有限公司，2016 年完成股份制改革，2019 年在上交所上市。公司主要从事以多层瓷介电容器（MLCC）为主的电子元器件的技术研发、产品生产和销售，主营业务包括自产业务和代理业务两大类。自产业务方面，公司长年稳定供货国内主要军工集团，是军用 MLCC 细分赛道核心供应商；代理业务方面，公司代理爱普科斯、村田等国际知名厂商多种系列的电子元器件，主要面向工业类及消费类民用市场，供应商渠道优势明显，代理电子元器件谱系完备。

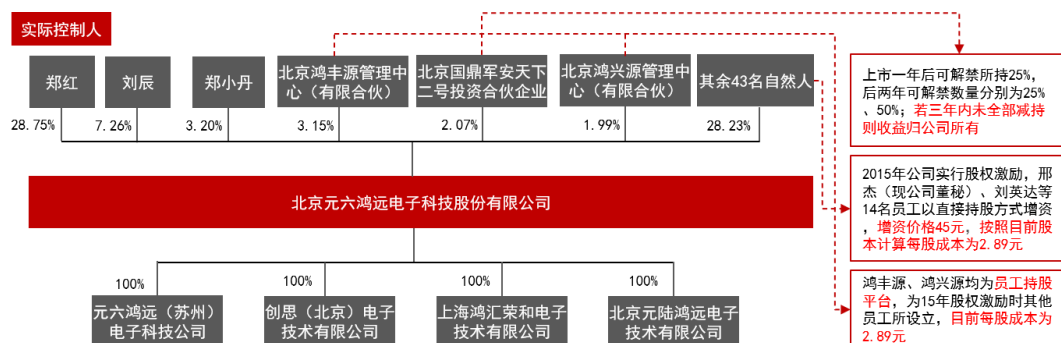
图 1：公司发展历史



资料来源：鸿远电子公司官网，中信证券研究部

郑氏父女为实控人，核心高管团队技术背景雄厚。目前公司实际控制人为郑红、郑小丹父女，合计持股比例 31.95%。公司包括董事长郑红、副董事长郑小丹在内的核心高管团队主要来自原北京市无线电元件六厂，技术背景雄厚，公司实控人、高管与核心技术人员重叠，利于公司产品稳定可靠发展，形成技术壁垒，产品定位“精、专、强”。公司目前持有或间接持有元陆鸿远、鸿汇荣和、创思电子、元六苏州和创思香港 100% 股权，子公司均从事电子元器件相关业务，深度契合公司主营业务。

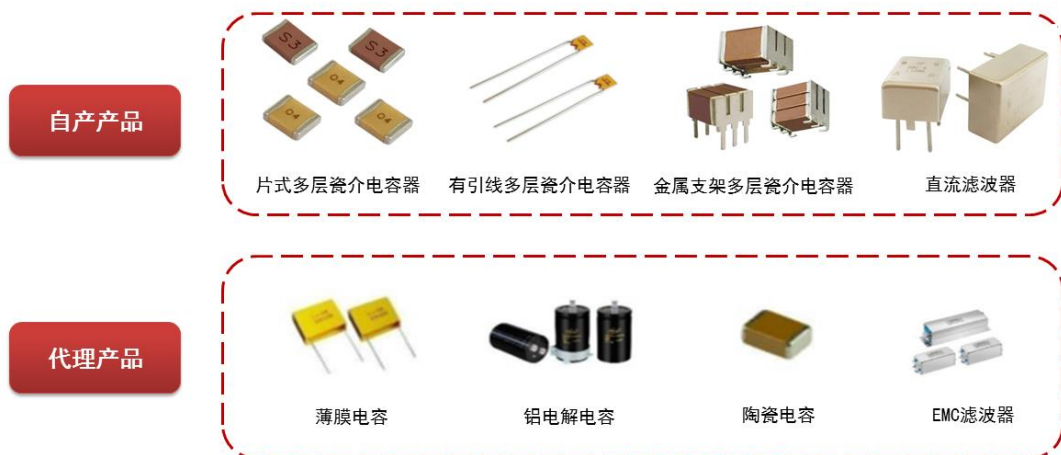
图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，中信证券研究部

公司从事以 MLCC 为主的电子元器件技术研发、产品生产和销售。公司主营业务包括自产业务和代理业务两大类，其中自产产品有片式多层瓷介电容器（MLCC）、有引线多层瓷介电容器、金属支架多层瓷介电容器以及直流滤波器等，广泛应用于航天、航空、船舶、兵器、电子信息、轨道交通、新能源等行业，主要提供给航天科技集团、航天科工集团、电子科技集团、航空工业集团和兵器工业集团等军工企业集团。代理产品为多种系列的电子元器件，包括陶瓷电容、电解电容、薄膜电容、超级电容等，主要面向工业类及消费类民用市场，合作企业数量达到千余家，覆盖汽车电子、轨道交通、新能源、智能电网、通讯、消费电子、医疗设备等多个领域。

图 3：公司主要产品



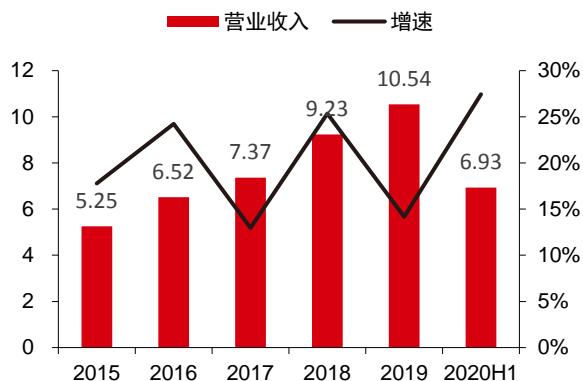
资料来源：鸿远电子公司官网，中信证券研究部

受益军工电子景气上行，业绩实现快速增长

受益于国防装备信息化建设，高毛利自产业务保证盈利能力。受军工电子行业景气度拉动，公司主营业务发展较快，营业收入从 2015 年 5.25 亿增长至 2019 年 10.54 亿，复合增长率 19.06%。公司 2019 年实现营业收入 10.54 亿，同比增长 14.19%；实现归母净利润 2.79 亿，同比增长 27.62%。2020 年上半年受益于光伏发电等新能源行业景气度较

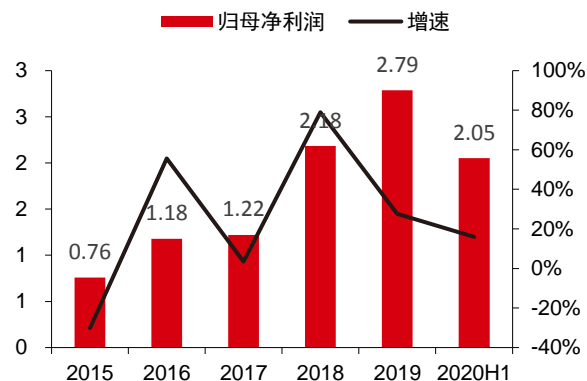
高，公司实现营收 6.93 亿，同比增长 27.44%，归母净利润 2.05 亿，同比增长 15.90%。公司的自产业务为第一大板块，产品主要为军品，包括瓷介电容器和直流滤波器，核心产品是多层瓷介电容器（MLCC）。公司自产业务为其利润主要贡献端，2015 年至 2020 年上半年，自产业务占整体收入比例在 51%以上，毛利端占比 84%以上。

图 4：2015~2020H1 公司收入及增速（单位：亿元）



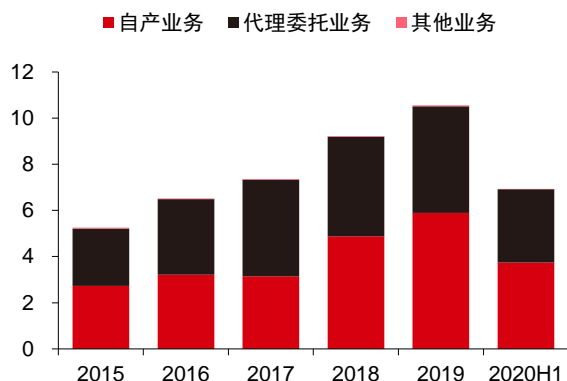
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：2015~2020H1 公司净利及增速（单位：亿元）



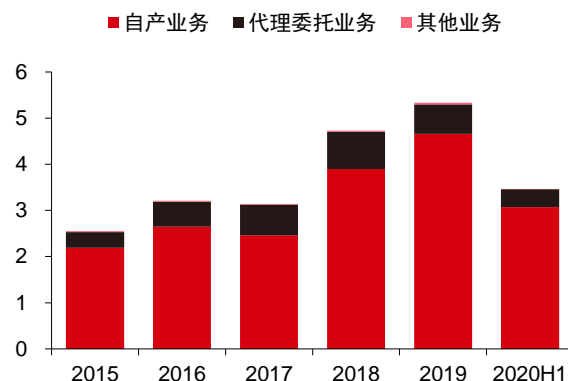
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：2015~2020H1 公司分业务收入变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

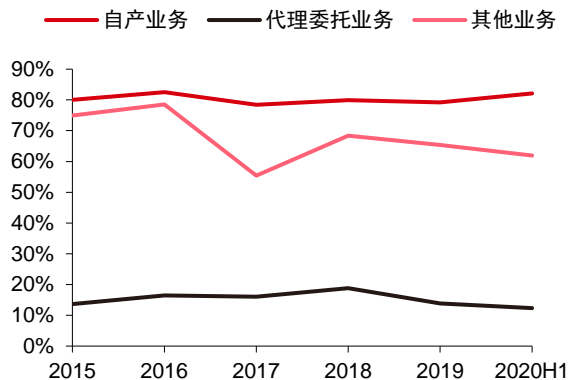
图 7：2015~2020H1 公司分业务毛利变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

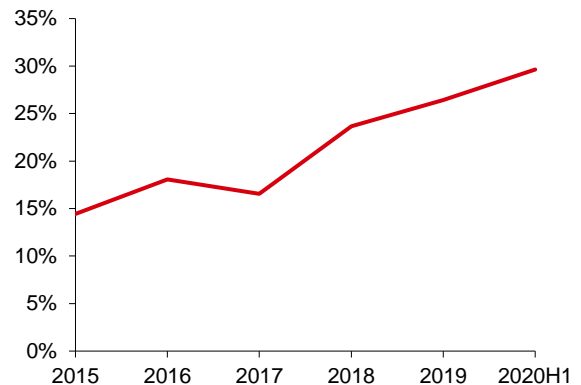
高毛利奠定高净利，公司盈利能力稳步提升。2019 年公司成功开发了低介电常数低温共烧陶瓷材料、MLCC 银端电极浆料等，不仅为开发高端 MLCC 奠定了基础，也利于成本可控。利润端自产业务 2015 至 2019 年的平均毛利率高达 80.04%，代理业务 2015 至 2019 年的平均毛利率为 15.76%，不及自产业务的 1/4，但覆盖行业广泛，能够减少单一市场景气度变化对毛利率的影响，且期间费用率由 2015 年的 30.17%持续降低至 2019 年的 18.36%，综合影响净利率水平呈总体上升趋势，盈利能力逐年提升。

图 8：2015~2020H1 公司分业务毛利率变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

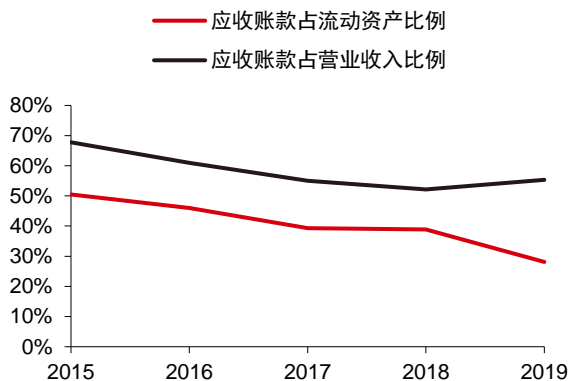
图 9：2015~2020H1 公司净利率变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

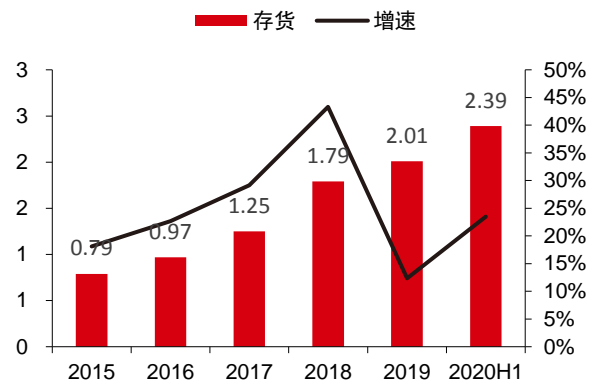
应收账款与存货持续增加，公司业绩规模逐步扩大。公司的自产业务占比重较高，而军工类客户回款集中在第四季度，平均账期较长，因此应收账款的回款在年内呈现周期性特点，2019 年公司应收账款同比增长 21.09%，由于客户主要为军工集团，最终客户为军方，预计回收风险较小。且随着自产业务的扩大持续增长，存货逐年增长预示行业景气，2019 年公司存货同比增长 12.35%，其中为了增加自产业务的原材料和产成品备货，原材料同比增长 28.40%，在产品同比增长 28.79%。20H1 存货同比增长 23.50%，其中库存商品同比增长 36.46%，以满足代理业务下游客户的电子元器件需求。

图 10：公司近 5 年应收账款情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

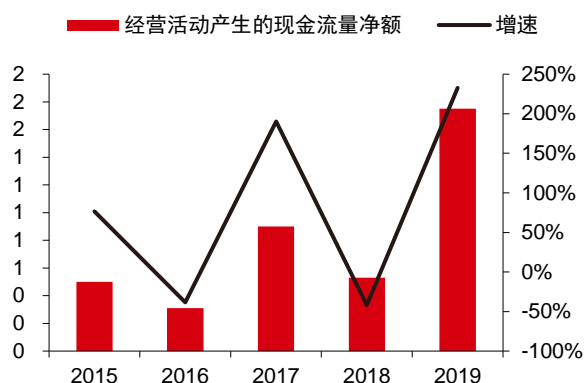
图 11：2015~2020H1 公司存货变化（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

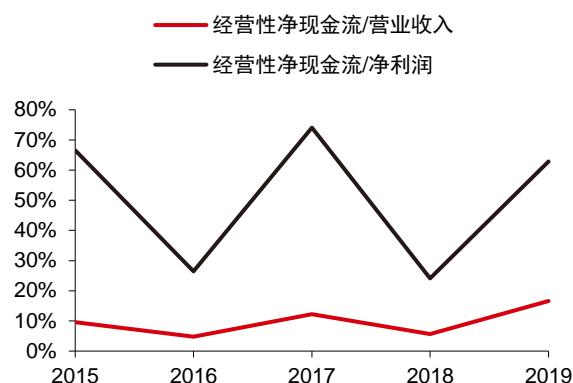
受益于经营业绩持续向好，2019 年公司经营性净现金流大幅增加。近 5 年公司经营活动产生的现金流量净额为正，收入结构良好，且 2019 年公司实现经营活动产生的现金流量净额 1.75 亿元，为近 5 年以来最高，同比大幅增长 232.64%，主要原因是公司业务规模持续扩大以及经营业绩持续向好，销售商品、提供劳务收到的现金增加。2020 年上半年公司收入增长较快，经营活动产生的现金流量净额同比减少 25.77%，随着第四季度应收账款回款，现金流情况有望得到改善。

图 12：公司近 5 年经营性净现金流情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：公司近 5 年经营性现金流与营业收入净利润比例



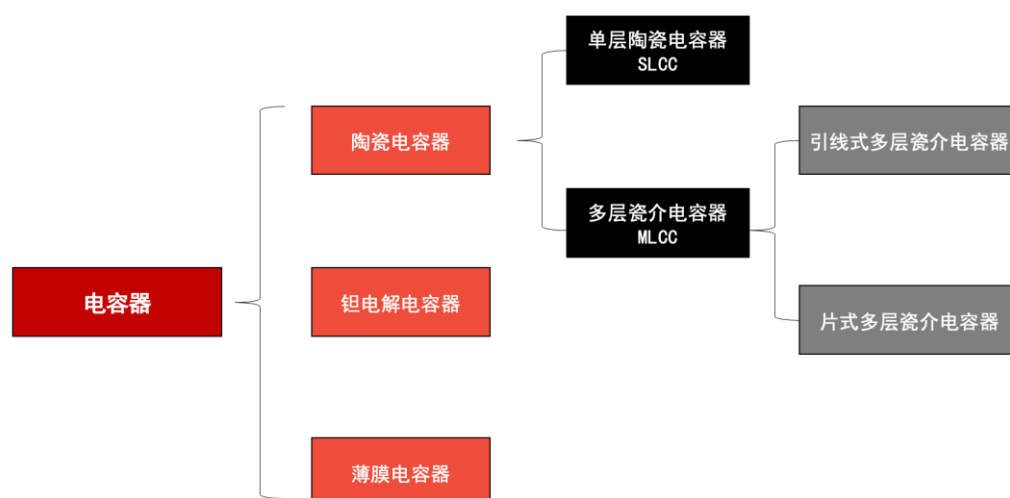
资料来源：Wind，中信证券研究部

国防信息化建设驱动，MLCC 市场有望持续高景气

MLCC 性能优异，在消费工业军事等各领域应用广泛

电容器是一种重要的电子元件，在电子线路中必不可少。电容以静电的形式储存和释放电能，主要作用包括电荷储存、交流滤波或旁路、切断或阻止直流电压、提供调谐及振荡等，广泛应用于军工、消费以及工业领域。根据材质不同，电容器产品可分为陶瓷电容器、云母电容器、纸介电容器等。陶瓷电容中，根据制造工艺又可以分为单层陶瓷电容器、多层瓷介电容器（MLCC），其中多层瓷介电容器（MLCC）采用多层堆叠工艺，将若干对金属电极嵌入陶瓷介质中，再经高温共烧而形成，又可以分为引线式多层瓷介电容器和片式多层瓷介电容器。




图 14：电容器产品分类



资料来源：鸿远电子招股说明书，中信证券研究部

MLCC 特性优良应用广泛，市场规模约占整个陶瓷电容器的 9 成。多层瓷介电容器（MLCC）具有容量范围宽、频率特性好、工作电压和工作温度范围宽、超小体积、无极性等优良特性，是噪声旁路、电源滤波、储能、微分、积分、振荡电路等的基本元件，被广泛应用于航天、航空、船舶、兵器、医疗设备、轨道交通、消费电子、汽车电子等军事、工业和消费领域。其中，引线式多层陶瓷电容器适用于自动化插片生产，片式多层陶瓷电容器适用于自动化贴片生产。MLCC 是陶瓷电容器最主要、发展最为迅猛的产品类型，其市场规模约为整个电容器市场规模的 50%，占整个陶瓷电容器市场的 90%以上，远远高于其他类型的电容器。

表 1：MLCC 产品应用范围

名称	优点	缺点	主要应用范围	图片
单层陶瓷电容器	耐高压	电容量小	高频、高压电路	
引线式多层陶瓷电容器	温度范围宽；电容量范围宽；介质损耗小；稳定性高；适用自动化插装生产	体积相对片式多层陶瓷电容器略大	旁路、滤波、谐振、耦合、储能、微分、积分电路	
片式多层陶瓷电容器	温度范围宽；体积小；电容量范围宽；介质损耗小；稳定性高；适用自动化贴片生产，且价格相对较低。	电容量相对电解电容器尚不够大	旁路、滤波、谐振、耦合、储能、微分、积分电路。	

资料来源：《电容器手册》（陈永真，李锦），中信证券研究部

军用 MLCC 强调高可靠性，行业资质壁垒较高

军用 MLCC 对可靠性要求高，公司产品竞争力强。在国内军工电子领域，MLCC 大量应用于卫星、飞船、火箭、雷达、导弹等武器装备，所以军工电子产品对其可靠性要求较高。80 年代初开始中国参照美国军用标准 MIL 体系，逐步建立了我国国军标体系，迄今已基本完成覆盖全部门类的军用电子元器件的国家军用标准或行业军用标准的制定。军用电子元器件可划分为宇航级、超特军级、特军级和普通军级，其中宇航级是最高可靠性等级，预定供宇航用。公司自产产品涉及宇航级、国军标、七专、普军等 11 个军用质量等级和 1 个国标等级，产品覆盖全面。

图 15：不同等级 MLCC 应用领域不同



资料来源：Wind，火炬电子招股说明书，产业信息网，鸿远电子招股说明书，中信证券研究部

军工领域准入门槛高，其他竞争者难以进入。目前，公司生产的相关宇航级产品已经通过了原总装备部指定检测机构的鉴定，成为了本行业中为数不多拥有持续向用户提供高质量等级产品的元器件生产厂家。2019 年，公司自产业务前五名客户均为国内大型军工集团，由于军工领域准入门槛高，生产厂商需要通过一系列军工资质认证，一般生产厂商难以达到，因此产品难以介入；多层瓷介电容器品种和型号繁多，公司能够迅速响应客户多样化的需求，目前是该领域能持续、稳定、批量供货的少数厂商之一。军工类客户更为关注可靠性，军方用户整机定型后为维持装填不变，采购路径较为锁定，因此公司议价能力相对较强。

表 2：国军标元器件质量分级

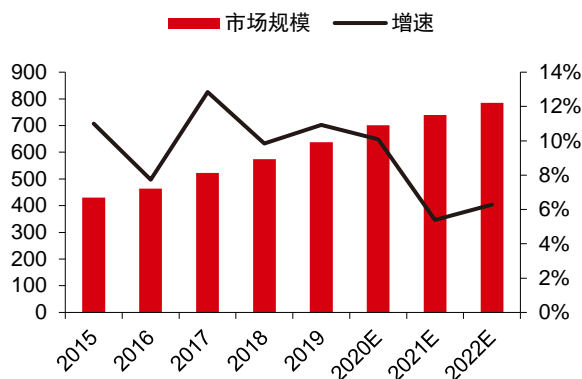
元器件类别	依据标准	质量等级（从低到高）
半导体分立器件	GJB33A-97	JP（普军级）、JT（特军级）、JCT（超特军级）、JY（宇航级）
半导体集成电路	GJB597A-96	B1 级、B 级、S 级
混合集成电路	GJB2438A-2002	H1 级、H 级、K 级
有可靠性指标的元件	相应的元件总规范	按失效率等级划分：L（亚五级）、M（五级）、P（六级）、R（七级）、S（八级）

资料来源：《军用元器件质量标准和等级》（高成），中信证券研究部

2020 年中国 MLCC 市场或破 700 亿，信息化建设驱动军用市场超 30 亿

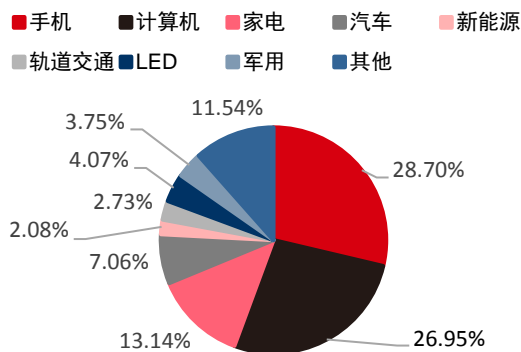
中国 MLCC 市场规模 2020 年有望超过 700 亿元。中国作为全球主要的消费性电子产品生产基地，MLCC 市场规模约占全球市场 7 成左右，已成为全球陶瓷电容器生产大国和消费大国，产销量位居全球前列。随着下游用户消费的回升，中国 MLCC 的市场规模逐年扩大。根据中国电子元器件行业协会数据显示，2020 年中国 MLCC 市场规模或将超过 700 亿元，近 5 年复合增速 10.28%。从下游的需求结构看，其中手机占 28.7%，音频、计算机占 26.95%，家电占 13.14%，汽车占 7.06%。

图 16：中国 MLCC 市场规模（单位：亿元）



资料来源：中国电子元件行业协会（含预测），中国产业信息网，中信证券研究部

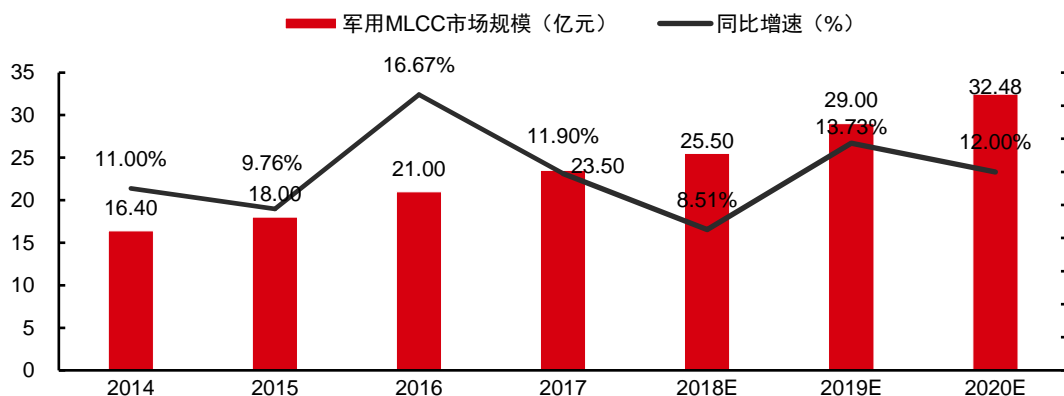
图 17：2017 年中国 MLCC 市场需求分布



资料来源：中国电子元件行业协会，中国产业信息网，中信证券研究部

军队信息化建设持续推进，预计 2020 年军用市场规模将达到 32 亿元。近年我国国防费用增长明显，但同美国相比仍有很大差距，因此未来我国的现代化国防工业仍然具有非常广阔的增长空间，为了满足军队信息化建设的需要，装备电子化、信息化进度加快，未来几年国家国防支出中信息化装备开支占比有望增大。军用高可靠性 MLCC 作为基础元件，将广泛应用于航天领域、火箭军高端装备、航空领域、船舶领域、兵器领域及大飞机、高速轨道交通等领域，需求有望保持快速增长。据中国电子元器件行业协会预测数据显示，2020 年中国军用 MLCC 市场规模或将达到 32 亿元。

图 18：预计 2020 年中国军用 MLCC 市场规模将达到 32 亿元



资料来源：中国电子元件行业协会（含预测），中国产业信息网，中信证券研究部

国际市场日本领先，军品市场寡头格局稳定

MLCC 国际市场以日、韩企业为主，大陆厂商仅位于第三梯队。从民品市场看，MLCC 的生产主要集中在日、韩和中国台湾，其中以村田为首的多个日本企业和韩国三星电机在尖端高容量产品、陶瓷粉末技术、产能规模上大幅度领先，占据了主要市场份额；中国台湾地区的国巨和华新科等企业技术水平仅次于第一梯队，具有完整上下游产业链，行业集

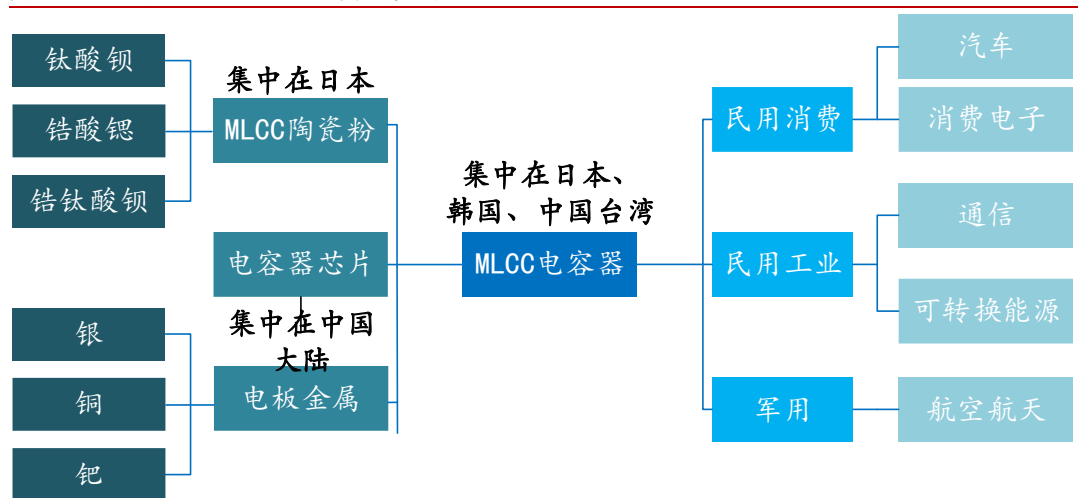
中度高；而中国大陆地区的风华高科、三环集团、火炬电子、鸿远电子等企业位于第三梯队，规模相对较小，一般不具备完整的上下游产业链，议价能力低于日、韩、中国台湾地区。

图 19：MLCC 产业的三梯队格局



资料来源：中商产业研究院，各公司官网，中信证券研究部

图 20：MLCC 产业链由日、韩、中国台湾主导



资料来源：中商网，中信证券研究部

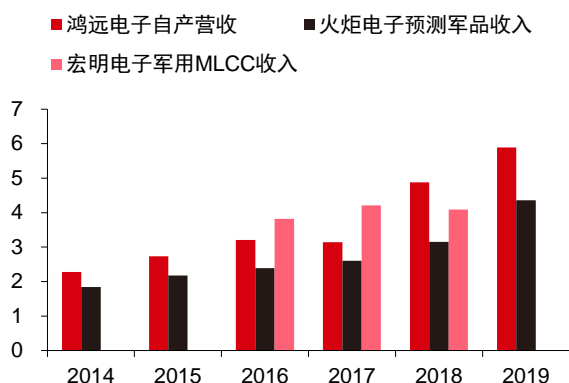
国内军用 MLCC 市场竞争格局稳定，定制化生产保证行业地位稳固。军工领域准入门槛高，行业外潜在竞争对手较难进入，在国内军用高可靠 MLCC 产品市场，公司和成都宏明、福建火炬电子份额相近，高于业内其他企业，形成三足鼎立的格局。公司在该细分领域的地位稳固，原因在于：一方面，随着国防信息化建设持续推进，公司近年来营收及自产 MLCC 业务收入持续稳步增长；另一方面，由于“多品种、小批量”模式下军用 MLCC 多为定制化生产，军方用户整机定型后为维持装填不变，采购路径较为锁定，公司行业地位稳固。

表 3：军用 MLCC 领域可比公司介绍

公司	可比产品	应用领域	公司简介
火炬电子	主要产品包括片式陶瓷电容、引线式陶瓷电容、多芯组陶瓷电容以及钽电容等	广泛应用于航空、航天、船舶及通讯、电力、轨道交通、新能源等高端领域	是我国首批通过宇航级产品认证的企业，主要从事电容器研发、制造、销售和服务工作。公司当前已有 1000 多家用户，产品广泛应用于航空、航天、船舶以及通讯、电力、轨道、新能源等领域。
成都宏明	产品主要为多层瓷介电容器	航天、航空、兵器、船舶、智能电网、电子等装备领域和投资类、消费类电子仪器	是川投信息产业集团有限公司旗下成都宏明电子股份有限公司（国营 715 厂）控股公司，主要从事各类高可靠瓷介电容器、微波模块组件等产品的研究、开发、生产和经营，公司产品广泛应用于我国船舶、石油勘探、医疗、通讯、汽车电子等领域。

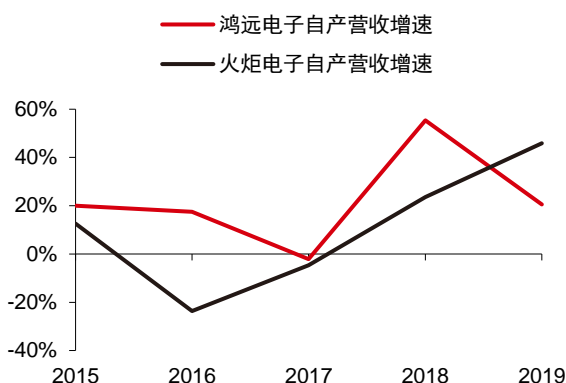
资料来源：鸿远电子招股说明书，中信证券研究部

图 21：2018 年鸿远电子军用 MLCC 营收规模第一（单位：亿元）



资料来源：鸿远电子招股说明书，Wind，中信证券研究部

图 22：2015~2019 鸿远电子与火炬电子自产业务收入增速对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 技术实力增强产业链关系稳固，公司竞争优势明显

向上拓展掌握瓷粉核心技术，利于原材料成本端自主可控

瓷介材料和生产工艺是影响 MLCC 性能的主要因素。陶瓷材料的特性，也就是介电常数、微粒结构、陶瓷层的精细程度，是整个电容的关键，决定了 MLCC 的性能，例如根据瓷介材料和温度特性陶瓷电容器分为 I 类陶瓷电容器和 II 类陶瓷电容器，分别以二氧化钛 (TiO₂) 和钛酸钡 (BaTiO₃) 为基材，电容量随温度呈现线性和非线性变化。除瓷介材料之外，后续精密的生产工艺保证了瓷介的一致性，继而保证产品性能的稳定，因此 MLCC 电容生产工艺流程十分严谨，每一个细节都是不容忽视的关键。

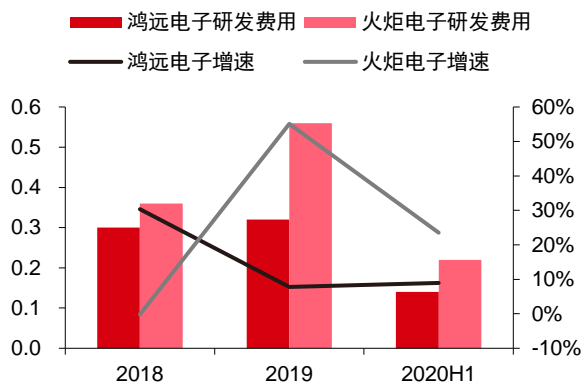
表 4：陶瓷电容器根据介质材料按容量的温度稳定性划分可以分为两类

分类	分类标准	主要应用	产品
I 类陶瓷电容器	介质采用非铁电（顺电）配方；电容量可表现出近似线性的温度系数	介质具有损耗小、绝缘电阻高、温度特性好的特点，适用于振荡器、谐振回路、高频电路中的耦合电容，以及其他要求损耗小和电容量稳定的电路，或用于温度补偿	NP0
II 类陶瓷电容器	用铁电陶瓷作介质的电容器；电容量随温度呈非线性变化	电容器的比电容大，损耗较大，常在电子设备中用于旁路、耦合或用于其它对损耗和电容量稳定性要求不高的电路中	X7R、X5R、Y5V、Z5U

资料来源：《陶瓷电容器材料分类探讨》（刘健敏），中信证券研究部

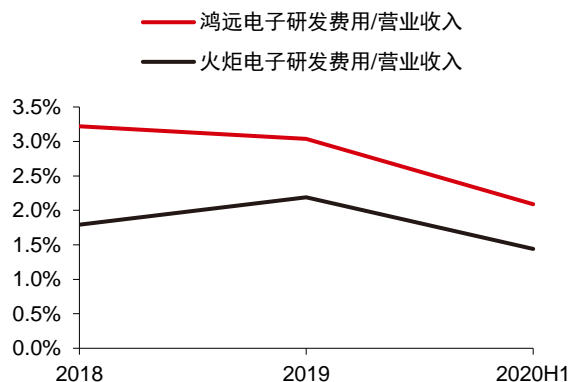
持续高研发投入，力求掌握全产线核心技术。公司持续大力度研发投入，2019 年研发费用 0.32 亿元，占营业收入比重达 3.04%，高于可比公司火炬电子的 2.19%。目前公司已掌握从瓷粉配料到多层瓷介电容器产品生产的全套技术，自建有较高水平的技术研发中心，搭建了产品的设计、生产、测试平台，形成了从材料开发、产品设计、生产工艺到可靠性保障等一系列多层瓷介电容器生产的核心技术。截止 2020 年上半年已经拥有 76 项专利，正力求在整个自产产线掌握核心技术。

图 23：鸿远电子与火炬电子研发费用及增长情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

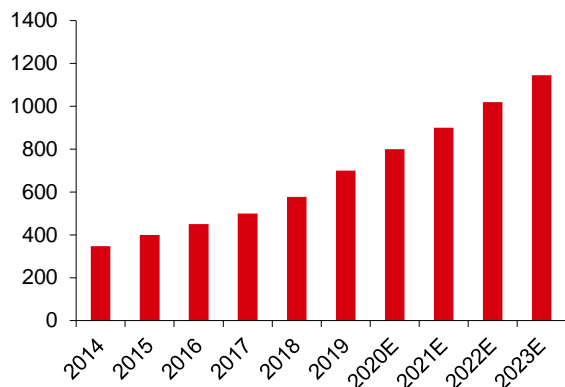
图 24：鸿远电子与火炬电子研发费用占营业收入比重



资料来源：Wind，中信证券研究部

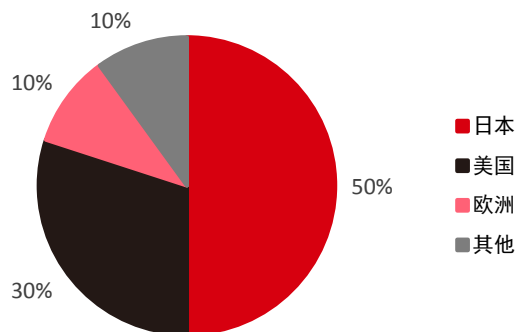
中国电子级陶瓷严重依赖进口，已成为电子发展瓶颈。影响 MLCC 性能的主要因素是瓷介材料，而瓷介材料最核心的成分是电子陶瓷粉，受益于信息化建设、5G 商用等因素，中国电子陶瓷市场不断扩容。据中国粉体网统计，2019 全球电子陶瓷市场规模约为 241.4 亿美元。2014-2018 年，我国电子陶瓷行业市场规模由 346.6 亿元增长至 576.9 亿元，预计 2023 年中国电子陶瓷行业市场规模达到 1145.4 亿元。但中国电子陶瓷产业发展较弱，国际市场被日美欧等国家垄断，其中日本占据了 50% 的电子陶瓷市场份额，日本 Sakai 是全球最大的电子陶瓷粉体材料生产商，全球市场份额约 28%，其次是美国 Ferro 及日本化学 NCI，分别占比约 28%、14%。中国电子陶瓷严重依赖进口，已成为电子产业发展的瓶颈。

图 25：中国电子陶瓷行业市场规模（单位：亿元）



资料来源：中国粉体网（含预测），中信证券研究部

图 26：全球电子陶瓷市场份额



资料来源：中国粉体网，中信证券研究部

向上拓展掌握瓷粉核心技术，有望实现材料端自主可控。2019 年公司成功开发低介电常数低温共烧陶瓷材料、MLCC 银端电极浆料等，将业务向产业链上游进行拓展，为开发高端 MLCC 奠定基础，未来有望做到原材料自主可控。考虑到当前国际环境以及日本限制韩国电子材料的前车之鉴，我们认为实现材料自主可控，有利于提升公司业务可靠性，进一步增强公司产品竞争力，这一优势预计在军品市场将更为突出。

表 5：鸿远电子陶瓷材料技术研发情况

核心技术	技术情况
陶瓷材料 配方技术	BX 特性陶瓷材料是一种具有偏压特性要求且满足军用标准的高可靠材料，用该料生产的 MLCC 满足国家军用标准 GJB192B-2011 要求。
	低频陶瓷材料配方技术 X8R 特性瓷料上限工作温度较 BX 特性高，达到 150℃。具有较高的介电常数和优良的综合性能，适用于高温应用的军用 MLCC，该瓷料配方专利已获授权。
	X9R 特性瓷料工作温度上限高达 200℃，具有优良的性能，可应用于石油钻探、混合机车、航天、地质勘探等领域。相关专利已经获得授权。
微波陶瓷材料配方技术	开发多种材料体系的高品质因子微波瓷料配方，容量随温度变化的稳定性好，包括 BA 特性材料、BC 特性材料，并申请多项国家发明专利，目前已经授权的有 5 项。用该系列特性材料生产的射频 MLCC，其性能达到美国 ATC 的水平，可替代进口实现国产化。
	BME 低频 BY/X7R 特性陶瓷材料配方技术 BY/X7R 特性分别在 GJB192B 和 EIA-198 中进行规定，两者性能要求相同，适用于无偏压要求的低频电容器。公司开发的 BY/X7R 特性材料具有很强的抗还原能力、较高的介电常数、良好的综合电性能，适用于还原气氛烧结的贱金属（镍）内电极电容产品，具有优良的高可靠性能。用该料生产的 MLCC 满足国家军用标准 GJB192B-2011 要求，可替代进口高端的 BY/X7R 材料，实现高端原材料的国产化。

资料来源：鸿远电子公司招股说明书，中信证券研究部

长期看瓷粉自主可控有助于公司产品领跑行业，是公司成长为国际巨头的必由之路。在《EDN CHINA 电子设计技术》中《村田探讨陶瓷材料的历史与前景》一文中，村田制作所研究开发中心负责人坂部行雄指出，新的电子设备要用新的电子元器件来构成，而新的电子元器件又需要用新的原材料来制作，因此材料的开发始终处在开发工作的核心地位。历史经验也表明，村田正是通过瓷粉自主可控，成长为 MLCC 领域的国际巨头。我们认为公司在瓷粉领域持续研发投入，未来有望研发出领先的瓷粉，并带动 MLCC 产品性能提升至国际一线水平。

自产军用产品对可靠性要求较高，公司军用 MLCC 存在资质壁垒优势

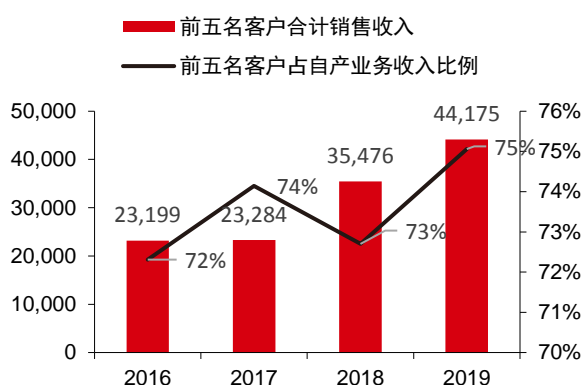
公司下游客户集中于军工集团，行业地位稳固。在国内军工电子领域，MLCC 大量应用于卫星、飞船、火箭、雷达、导弹等武器装备。2019 年，公司自产业务前五名客户分别为航天科技集团有限公司、航天科工集团有限公司、电子科技集团有限公司、航空工业集团有限公司以及兵器工业集团有限公司，合计贡献销售收入 4.42 亿，占年度销售总额 44.84%，占自产业务销售总额 75.06%。

表 6：鸿远电子自产业务前五大客户各年销售收入占自产业务收入比例

排名	客户销售额占自产业务收入比例	2016	2017	2018	2019
1	航天科技集团	23.49%	22.58%	22.21%	-
2	航天科工集团	19.48%	21.50%	21.55%	-
3	电子科技集团	16.14%	14.34%	14.44%	-
4	航空工业集团	9.07%	8.54%	8.36%	-
5	兵器工业集团	4.13%	7.19%	6.15%	-
合计		72.31%	74.14%	72.70%	75.06%

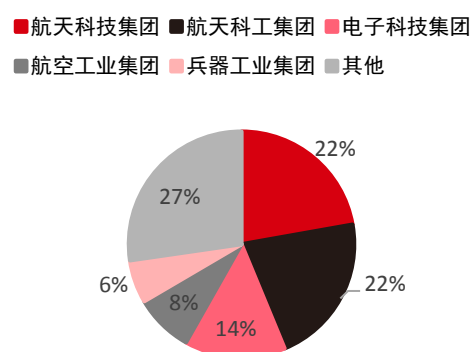
资料来源：鸿远电子招股说明书，公司公告，中信证券研究部

图 27：前五名客户合计销售收入及所占比例（单位：万元）



资料来源：鸿远电子公告，中信证券研究部

图 28：2018 年前五名客户所占比例

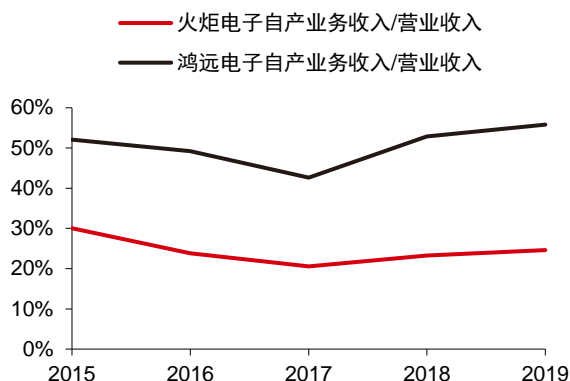


资料来源：鸿远电子公告，中信证券研究部

自产业务占比更高，盈利能力强于可比公司

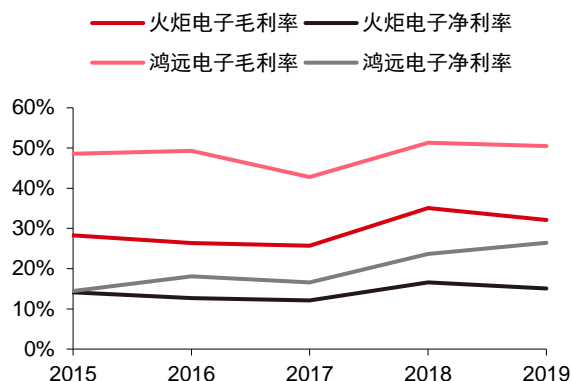
公司自产产品比例高于火炬电子，高军品比例带来高毛利。2019 年，鸿远电子的自产电子元器件实现营业收入 5.89 亿元，代理电子元器件实现营业收入 4.62 亿元，同期火炬电子的自产收入 7.90 亿，代理收入 17.42 亿，鸿远电子自产占比高于火炬电子，并且自产产品的毛利率普遍在 70%~80%，而代理业务为传统业务，毛利率仅在 15%左右，因此鸿远电子的盈利能力高于火炬电子。以 2019 年为例，鸿远电子毛利率 50.48%，净利率 26.43%，而火炬电子的毛利率仅为 32.12%，净利率 15.05%。

图 29：鸿远电子与火炬电子的自产业务收入比例对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 30：鸿远电子与火炬电子的毛利率、净利率对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

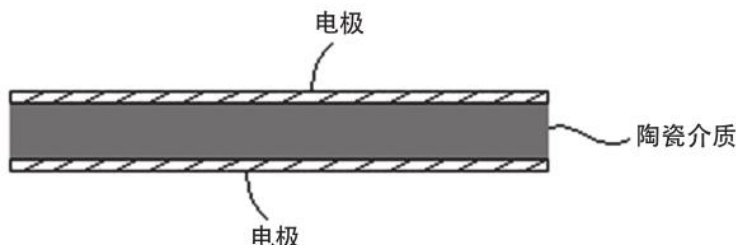
■ 新型电容开始批产，滤波器业务发展可期

拓展电容器品类，顺应行业趋势或为公司新增长点

依托 MLCC 领域技术积累，公司拓展 SLCC、射频 MLCC 和金端 MLCC 业务。为了增加产品市场容量，公司依托自身在传统 MLCC 领域长期技术积累，在电容领域进一步拓展产品范围，研制成功了单层瓷介电容器、射频微波多层瓷介电容器、金端多层瓷介电容器等系列化产品，并实现了产品的量产和销售。三类产品是今后电容发展的重点方向，未来有望成为公司发展新的增长点。

单层瓷介电容器（SLCC）是一种用陶瓷材料作介质，在陶瓷表面涂覆一层金属薄膜，再经高温烧结后作为电极而成的电容器。单层瓷介电容器具有尺寸小、厚度薄（一般为 0.1~0.3 mm）、等效串联电阻低、损耗低的特点，因此耐高压且频率特性好，应用频率可达数 GHz 到数十 GHz，适用于小型、微波的场合，可应用于微波集成电路中，起到隔直、RF 旁路、滤波、调谐等作用。

图 31：单层瓷介电容器的基本结构

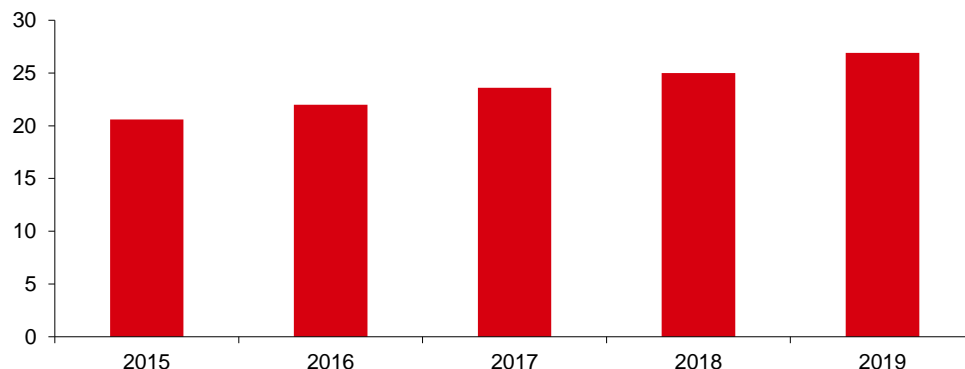


资料来源：《单层陶瓷电容器用陶瓷基片烧制方法研究》（陆亨，周锋，刘新，宋子峰，祝忠勇），中信证券研究部

单层瓷介电容器（SLCC）市场需求扩大，公司切入领域实现量产和销售。由于单层陶瓷电容器适用于高频、高压电路，是军用和民用高可靠性产品，频率特性较好，因此随

随着军工信息化的持续推进，大量单层瓷介电容器产品将应用于通讯电子和军事武器中。国内生产单层瓷介电容器的公司主要有成都宏明电子股份有限公司、广州天极电子科技有限公司（火炬电子子公司），2020 年上半年，鸿远电子以多层瓷介电容器等核心产品为主线，拓展了产品范围，实现了单层瓷介电容器系列化产品的量产和销售。

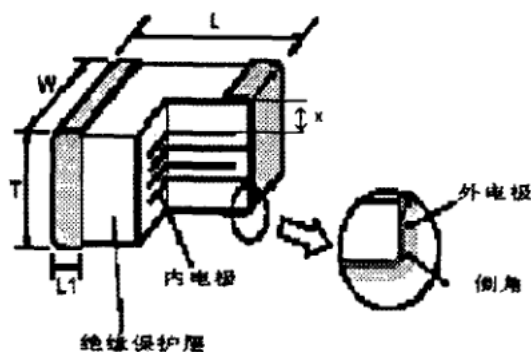
图 32：单层瓷介电容器市场规模（单位：亿元）



资料来源：中国产业信息网，中信证券研究部

射频微波多层瓷介电容器是 MLCC 的一种，高频化是其主要特点。射频微波多层瓷介电容器是 MLCC 的一种，主要用于射频功率放大器、混频器、振荡器、低噪声放大器、滤波网络、记时电路、延时线、天线调谐、磁共振成像仪、发射机等线路中，起阻抗匹配、调谐、耦合、隔直、滤波、旁路等作用，具有可靠性高、品质因数（Q 值）高、等效串联电阻（ESR）低、性能指标稳定、使用频率范围宽、在射频微波频率下能通过较大的射频电流等技术特点，为国产化微波信息设备提供了又一类重要的电子元件。

图 33：微波多层瓷介电容器产品外形图



资料来源：《微波高 QMLCC 的高频仿真辅助设计》（赵丽颖、张强），中信证券研究部

高频化是 MLCC 发展的重点之一，公司产品国产替代空间大。由于卫星广播设备、导弹系统、飞机雷达及导航系统等射频/微波电路中，使用的频率越来越高，所以要求 MLCC 具备高频、高品质因素，射频微波多层瓷介电容器需求量很大，技术含量也较高。根据杨邦朝、毛祖佑指导，李军撰写的论文《射频微波多层次瓷介电容器的研制》中描述，美国 ATC 公司此类产品在大陆市场每年销售约为 1 亿美元，并且市场不断在扩大，而目

前国内还没有成熟的产品系列，国外又对我国需求的为高技术工程配套的元器件进行严格的封锁，因此迫切需要对射频微波多层瓷介电容器进行国产化研究与开发。公司目前已掌握微波陶瓷技术材料配方技术，用该系列特性材料生产的射频 MLCC，其性能达到美国 ATC 的水平，可替代进口实现国产化。

表 7：射频微波多层瓷介电容器与传统 MLCC 的对比

对比的相关项目	常规多层瓷介电容器	射频微波多层瓷介电容器
依据国内最高标准	GJB192A-98/ I、II 类	GJB192A-98/射频微波类
美国军用标准情况	MIL-C-55681D/1/2/3	MIL-PRF-55681D/4
串联谐振频率	不要求	要求
等效串联电阻	不要求	要求
Q 值/一定使用频率	不要求	要求
通过的功率/电流	不要求	要求提供设计保证
瓷介质	高耐压、绝缘和低损耗	超高耐压、绝缘和超低损耗
结构设计理念	常规指标	常规指标、微波指标
可靠性保证	常规指标	常规指标、微波指标
应用领域	信号为直流或频率较低、弱	信号频率高、强

资料来源：《射频微波多层瓷介电容器的研制》（李军），中信证券研究部

金端多层瓷介电容器是 MLCC 的一种，在微组装领域应用广泛。传统的 MLCC 电极多采用铜、钼/银电极，用铅锡做焊镀层，两层之间需要用镍隔离。但是在微组装电路中，两个连接端之间的间距很小，传统电极无法满足微组装电路所需要的容值。因此，产生了一种可以满足微组装和实现更大容值的金端多层瓷介电容器。金端电容使用金作为电极，采用金属键合工艺，无需铅锡焊镀层和镍隔离，可以适应焊接空间狭窄的微组装电路，同时电容的性能也得到提升。

向下延伸产业链，自产直流滤波器助力公司成长

军用直流滤波器市场前景广阔，横向拓展市场助力公司成长。国内直流滤波器市场需求量大，但受国内厂商的生产规模和技术水平的约束，当前军工市场使用的高性能直流滤波器主要依靠进口。其价格昂贵且交付周期较长的缺点以及军品自主可控的需求将使国产化进程加快。目前军用高可靠直流滤波器初步国产化市场规模大概在 2-3 亿元人民币，公司主要的竞争对手包括天和电子、必控科技等。虽然公司在直流滤波器领域刚刚起步，但是凭借稳定可靠的生产能力，公司产品已得到下游客户的认可。

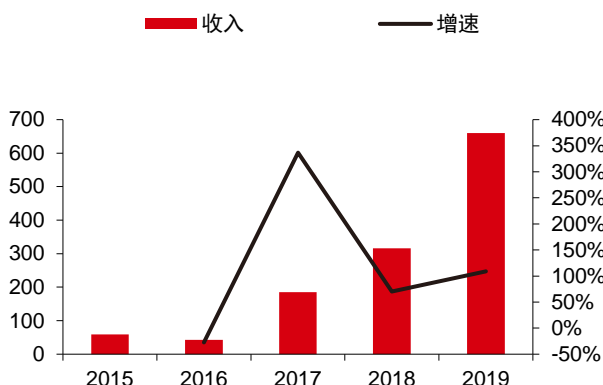
表 8：鸿远电子直流滤波器产品、产品特点及所处阶段

产品名称	产品特点	所处阶段
LZJB 型直流滤波器	(1) 用于开关电源的输入或输出端口上，提高系统的电磁兼容性能； (2) 产品体积小、滤波性能优异； (3) 覆盖频率范围广，在 100KHz~30MHz 范围内能够具有优异的滤波效果； (4) 插入损耗:500KHz 不低于 60dB, 1MHz 不低于 50dB。	批量生产
YLLCD 型直流滤波器	(1) 低频滤波效果好，适用于 10KHz~100KHz 范围； (2) 功率大，可达 50KW。	批量生产

资料来源：鸿远电子招股说明书，中信证券研究部

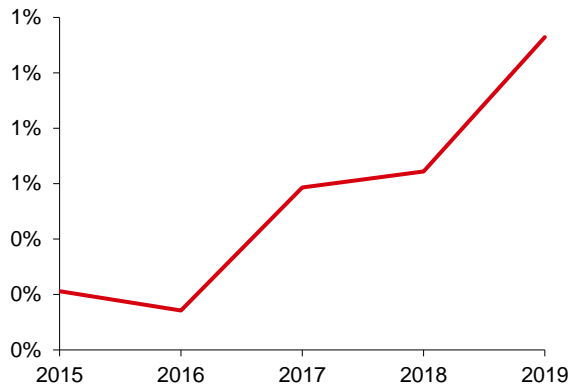
拓展电容器下游应用，直流滤波器收入持续迅速增长。滤波器广泛应用于航天、航空、电子、兵器、船舶等领域，主要配件为电容、电阻、电感等。公司生产的直流滤波器均为军用，目前产品特点是高单价、高附加值、小批量、高毛利。公司自 2015 年开始小批量供货，经过几年的铺垫，利用渠道的优势，2019 年收入规模近 700 万，比 2018 年翻了一倍，2020 年上半年直流滤波器实现收入 349.86 万元。

图 34：近 5 年公司直流滤波器收入及增速情况（单位：万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 35：近 5 年公司直流滤波器收入占自产收入比重








资料来源：Wind，中信证券研究部

不断拓宽品类及应用领域，代理业务有望保持稳健增长

不断拓宽业务代理的产品种类及行业领域，公司市场份额不断扩大。公司代理业务以买断销售国际知名品牌厂商的电子元器件产品为主，主要产品为多种系列的电子元器件，包括陶瓷电容、电解电容、薄膜电容、超级电容、贴片电阻、压敏电阻、热敏电阻、传感器、电感变压器、滤波器、断路器、继电器等，主要面向工业类及消费类民用市场，行业分布广泛，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、医疗设备、工业/人工智能、物联网等多个领域。由于公司代理厂商较多，且不断拓宽业务代理的产品种类及行业领域，市场份额稳步扩大。

表 9：鸿远电子代理业务产品信息

产品类别	图片示例	电路典型应用	主要应用领域
陶瓷电容		旁路、耦合、滤波、振荡等	消费、通讯、电表、汽车等行业
铝电解电容		耦合、滤波、时序等	工业、新能源、消费、汽车等行业
薄膜电容		旁路、耦合、滤波、振荡等	工业、新能源、汽车电子、通讯等行业
铝电解电容		耦合、滤波、时序等	通讯、汽车、消费、工业等行业
压敏电阻		浪涌抑制、过压吸收	电表、工业、新能源、汽车电子等行业

请务必阅读正文之后的免责条款部分

17

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

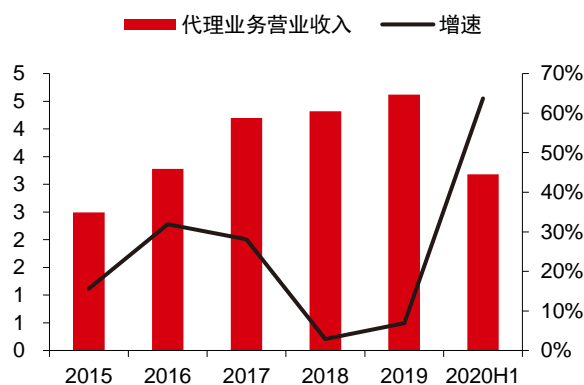
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

产品类别	图片示例	电路典型应用	主要应用领域
EMC 滤波器		抑制和消除干扰	新能源、汽车、工业、自动化等行业
超级电容		峰值输出协助、backup 用辅助电源、蓄电等	工业、电表、新能源、汽车等行业
贴片电阻		分压、电流检测、电位控制	广泛应用于消费、通 讯、电表、汽车等行业
热敏电阻		浪涌抑制、检测电路	通讯、汽车、消费工业等行业
传感器		各类检测电路	工业、汽车、消费等行业
电感变压器		升压电路、电流检测、功率转换	广泛应用于消费、通讯、电表、汽车等行业
断路器		配电系统	工业、新能源等行业
继电器		安全保护、信号控制、电路切换	工业、通讯、新能源、汽车等行业

资料来源：鸿远电子公司招股说明书，公司官网，中信证券研究部

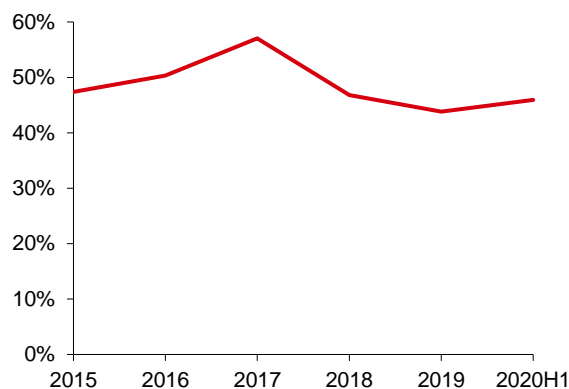
“产业政策潮”推动，代理业务回暖趋势向好。公司持续关注的光伏发电等新能源行业 2020 年上半年景气度较高，公司与该行业主要客户建立的良好合作关系使得代理业务收入实现了较快增长。同时政策机遇明显，2019 年以来，国务院、发改委以及多个省市级单位相继推出 5G 产业相关政策，被动元器件市场增速与总基站建设增速协同，三大运营商 5G 网络通信的发展将会显著推动被动元器件市场增长，预计该领域内 MLCC 市场将于 2020~2022 年实现快速增长。综合光伏产业景气度以及 5G 产业政策因素，公司代理业务回暖趋势向好，20H1 代理业务已经实现收入 3.18 亿，逆疫情趋势同比增长 63.71%。

图 36：2015~2020H1 公司代理业务收入及增速情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 37：2015~2020H1 公司代理业务占营业收入比重



资料来源：Wind，中信证券研究部

风险因素

公司主要产品为军品，存在降价可能且对产品质量有较高的要求，此外，公司应收帐款余额较大存在坏账可能等不确定因素。因此公司未来营收规模受诸多因素的影响，主要风险因素包括：

请务必阅读正文之后的免责条款部分

18

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

自产军用产品降价的风险

若公司的核心技术及产品未能及时满足客户未来持续更新的需求，或者主要军方客户采购模式、定价机制发生重大变化，又或者行业内竞争进一步加剧，则公司存在因自产军用产品降价导致利润下滑的风险。

应收账款余额较大的风险

随着公司高可靠类产品销售规模的增长，应收账款相应增加。若应收账款无法收回将可能导致实际发生的坏账损失超过公司计提的坏账准备，对公司经营产生不利影响。

下游市场需求变动的风险

若未来相关军工行业预算或行业整体增长不及预期，市场需求下降，将对公司的盈利能力产生不利影响。另外，如果未来全球经济或中国经济发生重大不利事件，使得下游行业需求增长减缓甚至负增长，公司将面临相关产品市场需求不足，进而导致收入及利润下滑的风险。

产品质量控制风险

若公司质量控制流程导致产品质量出现问题，尤其在具有重大国内影响的的项目的应用中出现问题，不仅会给公司造成质量索赔等经济损失，还将对公司品牌及后续供货资格造成重大不利影响。

■ 盈利预测、假设及估值

盈利预测假设

- 1. 自产电容器：**自产 MLCC 中军品占比较大，20H1 受疫情影响增速较缓，但是受益于军工行业需求自下而上传导以及军改影响结束后订单的恢复性增长，同时考虑到 SLCC、射频 MLCC 和金端 MLCC 逐步量产，我们预测 20/21/22 年公司自产电容器业务增速 29.73%/36.02%/38.76%，考虑到传统 MLCC 竞争较为激烈，预计毛利率小幅下滑分别为 80.39%/79.25%/78.37%。
- 2. 自产直流滤波器：**自产直流滤波器主要为军品，近年来占营业收入比重逐年增大，公司自 2015 年开始小批量供货，经过几年的铺垫，利用渠道的优势，凭借稳定可靠的生产能力，产品已得到下游客户的认可，我们预测 2020/21/22 年直流滤波器收入将处于 40%左右增速，考虑到产品多为军品直流滤波器，预计价格较为稳定，同时产品上量后成本有望摊薄，预计未来三年毛利率分别为 53.00%/54.00%/55.00%。
- 3. 代理业务：**公司代理品牌和客户数量众多，下游客户订单持续性强，2018/19 两年增速放缓之后，公司持续关注着的光伏发电等新能源行业 2020 年上半年景气度较高，同时政策机遇明显，2019 年以来，国务院、发改委以及多个省市级单位相继推出 5G 产业相关政策，被动元器件市场增速与总基站建设增速协同，三

大运营商 5G 网络通信的发展将会显著推动被动元器件市场增长，预计该领域内 MLCC 市场将于 2020~2022 年实现稳健增长。预计 2020/21/22 年公司代理业务营收增速维持 25% 左右，考虑到民品毛利率较低，但是下游市场逐渐景气，我们预计 2020/21/22 年毛利率水平维持约 13.50%。

4. 其他业务基数较小，假设未来收入增速及毛利率水平保持平稳。

5. 假设公司的各项期间费用及所得税率保持稳定。

表 10：鸿远电子分业务收入和盈利预测（单位：百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
自产电容器					
收入	484.82	581.91	754.89	1,026.80	1,424.78
增长率（%）	55.29	20.03	29.73	36.02	38.76
成本	96.17	120.65	148.00	213.09	308.21
毛利	388.65	461.25	606.88	813.71	1,116.57
毛利率（%）	80.16	79.27	80.39	79.25	78.37
直流滤波器					
收入	3.16	6.60	9.24	12.94	18.11
增长率（%）	70.17	109.05	40.00	40.00	40.00
成本	1.54	1.97	4.34	5.95	8.15
毛利	1.62	4.63	4.90	6.99	9.96
毛利率（%）	51.33	70.12	53.00	54.00	55.00
代理委托业务					
收入	432.32	462.06	577.58	721.97	902.47
增长率（%）	2.89	6.88	25.00	25.00	25.00
成本	350.95	398.18	499.61	624.51	780.63
毛利	81.37	63.88	77.97	97.47	121.83
毛利率（%）	18.82	13.83	13.50	13.50	13.50
其他业务					
收入	3.13	3.89	4.70	5.80	7.21
增长率（%）	28.04	24.18	20.96	23.36	24.20
成本	0.99	1.35	1.65	2.03	2.52
毛利	2.14	2.54	3.06	3.77	4.68
毛利率（%）	68.36	65.34	65.00	65.00	65.00
合计					
收入	923.43	1,054.46	1,346.41	1,767.51	2,352.56
增长率（%）	25.35	14.19	27.69	31.28	33.10
成本	449.65	522.16	653.60	845.57	1,099.51
毛利	473.78	532.30	692.81	921.93	1,253.05
毛利率（%）	51.31	50.48	51.46	52.16	53.26

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

相对估值

合理估值约 277 亿元

我们选取火炬电子、振华科技、航天电器等军工上游电子元器件公司作为可比公司，与鸿远电子类似，上述公司为军用电子元器件配套定点研制生产厂商。我们预计 2021 年公司的净利润约为 5.04 亿元，参考可比公司估值情况，并考虑到公司在军用 MLCC 领域的行业地位为该细分赛道的核心供应商，给予公司 2021 年 55 倍 PE 估值，对应 2021 年公司业务的合理估值约为 277 亿元。

表 11：可比公司估值

公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE（倍）				PB（倍）
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2019A	2020E	2021E	
火炬电子	212.75	3.81	5.23	6.70	8.53	55.78	40.68	31.78	24.94	6.41
振华科技	250.86	2.98	4.39	6.00	7.77	84.29	57.08	41.78	32.29	4.49
航天电器	203.43	4.02	4.81	6.09	7.75	50.58	42.30	33.43	26.24	6.45
平均						63.55	46.69	35.66	27.82	5.78

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：归母净利润预测数据采用 wind 一致预期数据，市值为 2020 年 10 月 16 日收盘价对应市值。

结论

考虑到公司军用 MLCC 的行业地位，稳增长、高毛利、充分竞争的市场格局态势，代理业务下游客户景气度有望较去年改善，预测公司 2020/21/22 年 EPS 分别为 1.58/2.18/3.01 元。公司目前股价 87.25 元，分别对应 2020/21/22 年 PE 为 55/40/29 倍。参考可比公司估值水平并考虑到公司在细分领域的行业地位，给予公司 2021 年 55 倍 PE，合理目标市值为 277 亿元。首次覆盖，给予公司“买入”评级，目标价 120 元。

表 12：盈利预测结果

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	923.43	1,054.46	1,346.41	1,767.51	2,352.56
营业收入增长率	25%	14%	28%	31%	33%
净利润(百万元)	218.36	278.67	365.92	503.70	696.05
净利润增长率	79%	28%	31%	38%	38%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.76	1.88	1.58	2.18	3.01
毛利率%	51%	50%	51%	52%	53%
净资产收益率 ROE%	19.66%	13.40%	14.97%	17.75%	20.57%
每股净资产(元)	4.80	8.99	10.56	12.26	14.61
PE	50	46	55	40	29
PB	18	10	8	7	6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 16 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	923	1,054	1,346	1,768	2,353	货币资金	211	276	342	438	599
营业成本	450	522	654	846	1,100	存货	179	201	258	335	433
毛利率	51.31%	50.48%	51.46%	52.16%	53.26%	应收账款	482	583	736	978	1,319
营业税金及附加	11	11	14	18	24	其他流动资产	369	1,014	1,139	1,314	1,556
销售费用	70	72	81	105	135	流动资产	1,240	2,075	2,475	3,065	3,908
营业费用率	7.58%	6.85%	6.05%	5.93%	5.75%	固定资产	128	130	136	307	303
管理费用	76	90	106	125	149	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	8.20%	8.56%	7.85%	7.06%	6.32%	无形资产	25	25	25	25	25
财务费用	12	(1)	0	5	11	其他长期资产	60	130	225	52	52
财务费用率	1.27%	-0.09%	0.03%	0.27%	0.45%	非流动资产	213	285	386	384	380
投资收益	0	0	0	0	0	资产总计	1,453	2,360	2,862	3,449	4,288
营业利润	259	333	436	602	833	短期借款	213	64	186	330	562
营业利润率	28.00%	31.58%	32.39%	34.03%	35.41%	应付账款	71	98	109	144	193
营业外收入	3	2	4	3	3	其他流动负债	58	69	73	88	101
营业外支出	0	1	0	0	0	流动负债	342	231	368	562	856
利润总额	261	334	440	604	836	长期借款	0	28	28	28	28
所得税	43	56	74	100	140	其他长期负债	0	21	21	21	21
所得税率	16.42%	16.66%	16.80%	16.63%	16.70%	非流动性负债	0	49	49	49	49
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	342	280	417	611	905
归属于母公司股东的净利润	218	279	366	504	696	股本	124	165	231	231	231
净利率	23.65%	26.43%	27.18%	28.50%	29.59%	资本公积	571	1,303	1,237	1,237	1,237
						归属于母公司所有者权益合计	1,111	2,080	2,444	2,838	3,383
						少数股东权益	0	0	0	0	0
						股东权益合计	1,111	2,080	2,444	2,838	3,383
						负债股东权益总计	1,453	2,360	2,862	3,449	4,288

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	261	334	440	604	836
所得税支出	-43	-56	-74	-100	-140
折旧和摊销	18	19	14	24	26
营运资金的变化	-250	-170	-345	-468	-654
其他经营现金流	67	48	27	28	44
经营现金流合计	53	175	61	88	113
资本支出	-23	-69	-115	-22	-22
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-570	0	0	0
投资现金流合计	-23	-638	-115	-22	-22
发行股票	0	760	0	0	0
负债变化	471	348	122	145	231
股息支出	0	0	-2	-110	-151
其他融资现金流	-491	-579	0	-5	-11
融资现金流合计	-19	528	120	30	70
现金及现金等价物净增加额	10	65	66	96	161

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

主要财务指标					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	25.35%	14.19%	27.69%	31.28%	33.10%
营业利润增长率	84.02%	28.79%	30.97%	37.94%	38.48%
净利润增长率	78.97%	27.62%	31.31%	37.65%	38.19%
毛利率	51.31%	50.48%	51.46%	52.16%	53.26%
EBITDA Margin	31.24%	33.17%	33.70%	35.81%	37.08%
净利率	23.65%	26.43%	27.18%	28.50%	29.59%
净资产收益率	19.66%	13.40%	14.97%	17.75%	20.57%
总资产收益率	15.03%	11.81%	12.79%	14.60%	16.23%
资产负债率	23.57%	11.86%	14.59%	17.72%	21.10%
所得税率	16.42%	16.66%	16.80%	16.63%	16.70%
股利支付率	0.00%	0.59%	30.00%	30.00%	30.00%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

22

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅限针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并分发。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。