鸿远电子(603267)

报告日期：2023 年 01 月 11 日

特种陶瓷电容小巨人，受益航天强国增长可期

——鸿远电子深度报告

投资要点

- **特种 MLCC 核心供应商，近三年营收、归母净利复合增速 38%、56%**

  公司深耕陶瓷电容领域二十年，是我国特种 MLCC 龙头。公司业务可分为自产与代理两部分：自产业务下游主要面向特种行业；代理业务公司销售国际知名品牌的容阻感等电子元件，下游面向新能源、消费电子、汽车、轨交等民用领域。**2021 年公司自产与代理业务营收占比为 56%、43%，毛利占比为 88%、11%。**

- **自产业务：受益航天强国建设，公司赛道优异，预计未来三年复合增速 23%**

  1）根据前瞻产业研究院数据，我国特种 MLCC 市场有望从 2021 年的 36 亿元增长至 2024 年的 51 亿元，CAGR=12%。

  2）**二十大报告再提加快航天强国建设，公司作为航天产业链核心标的，下游航空航天高增速领域占比超过 50%，增速也将快于行业水平。**

  3）特种 MLCC 行业具有资质、技术双壁垒，竞争格局三足鼎立，**鸿远、火炬、宏明三家占据市场主要份额，公司先发优势明显有望充分受益。**

- **代理业务：产品附加值提升叠加新兴行业拓展，预计未来三年复合增速 15%**

  1）根据前瞻产业研究院数据，2020 年全球 MLCC 市场规模为 1017 亿元，**预计 2025 年市场规模将达到 1490 亿元，CAGR=8%。**

  2）公司与国际一线品牌建立了稳定的合作关系。品类上公司从容阻感等被动元件向集成电路、分立器件等主动元件扩展，**产品附加值不断提高**；行业上公司积极布局新兴市场，**未来有望持续受益下游新能源、5G 等行业的高景气。**

- **公司募投项目建设投产，扩产增效下盈利能力有望不断提升**

  1）2021 年公司 IPO 募投项目完成建设，苏州研发生产基地形成每年 20 亿只多层瓷介电容器产能，为公司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，公司产品下游应用有望不断扩展。

  2）受益规模效应以及产品结构的不断优化，2021 年公司自产业务毛利率水平创历史新高，达到 81%，同比提升 0.9pct。未来在精益生产、管理增效的不断推进下，公司盈利能力有望进一步提升。

- **鸿远电子：预计未来 3 年归母净利润复合增速为 24%**

  预计公司 2022-2024 年归母净利为 9.3、12.3、15.6 亿元，同比增长 12%、33%、27%，CAGR=24%，对应 PE 为 24、18、14 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示**

  1）特种产品降价超预期；2）代理业务毛利率波动风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2403	2601	3386	4111
(+/-) (%)	41%	8%	30%	21%
归母净利润	827	925	1228	1557
(+/-) (%)	70%	12%	33%	27%
每股收益(元)	3.56	3.98	5.28	6.70
P/E	27	24	18	14
P/B	6.7	5.3	4.2	3.3
ROE	28%	25%	26%	26%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

投资评级：买入(首次)

分析师：邱世梁
执业证书号：S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君
执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：杨雨南
执业证书号：S1230522110003
yangyunan@stocke.com.cn

分析师：刘村阳
执业证书号：S1230522100001
liucunyang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥96.08
总市值(百万元)	22,328.99
总股本(百万股)	232.40

股票走势图

相关报告

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2022-2024 年归母净利为 9.3、12.3、15.6 亿元，同比增长 12%、33%、27%，CAGR=24%，对应 PE 为 24、18、14 倍，对应 PEG 仅为 1.0、0.8、0.6。参考同行业估值水平以及公司历史估值，考虑到公司的行业龙头地位以及高业绩增速可以消化估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

1）公司特种产品下游型号批产顺利。

2）公司代理业务毛利率不出现大幅波动。

● 我们与市场的观点的差异

一、市场认为：特种 MLCC 行业壁垒有限，公司面临竞争格局恶化风险。

我们认为：

特种 MLCC 行业存在资质、技术双重壁垒，公司先发优势明显。首先，特种行业具有较高的资质壁垒，军工企业对配套商有一套严格的认证程序，装备一旦定型，配套商一般不会轻易更换，同时除资质外新进入者还面临产品验证历史较短的问题。此外，特种行业同时具有较高的技术壁垒，具体体现在技术领域的尖端性、产品定型程序的复杂性以及产品质量要求的严格、可靠性三个方面。由于以上双重壁垒，特种MLCC行业市场较为集中，鸿远、火炬、宏明三家占据了主要市场份额，用户粘性较高。**公司作为我国高可靠领域多层瓷介电容器主要生产厂家之一，先发优势明显，未来有望充分受益下游旺盛需求。**

二、市场认为：特种 MLCC 行业毛利率较高，未来存在降价风险，将对公司产生不利影响。

我们认为：

首先，公司特种产品均价相对稳定，个别产品降价主要是因为以价换量。此外，军工行业存在多品种、小批量的特点，在产品产量较少时不适宜使用自动化产线，生产成本较高。近年来受益于我国军队现代化和信息化建设的提速，下游新型号武器装备的放量推动特种 MLCC 需求快速增长，公司产销两旺，**规模效应下公司整体盈利能力有望不断提升，可抵消部分产品降价的影响。**

● 股价上涨的催化因素

1）公司新增产能释放超预期;

2）公司自产业务毛利率提升超预期。

● 风险提示

1）特种产品降价超预期;

2）代理业务毛利率波动风险。

正文目录

1 特种陶瓷电容小巨人，深耕航天领域营收业绩高增 6
1.1 深耕行业二十年，公司是我国特种陶瓷电容核心供应商 6
1.2 聚焦陶瓷电容核心主业，自产业务占比不断提升 7
1.3 营收业绩快速增长，盈利水平稳步提升 9
2 MLCC 是被动元器件第一大细分领域，材料+工艺是核心壁垒 10
2.1 MLCC 性能优异应用广泛，约占被动元器件市场的 1/3 10
2.2 材料和工艺是 MLCC 的核心壁垒，日系企业处于领先地位 12
3 特种 MLCC 增长确定性高，竞争格局稳定公司持续受益 13
3.1 军队现代化与信息化建设提速拉动我国特种 MLCC 需求 13
3.2 特种 MLCC 市场格局三足鼎立，头部厂商有望充分受益 14
4 民用 MLCC 需求持续增长，公司业务有望不断扩展 16
4.1 新能源车、5G 等新需求推动民用 MLCC 市场快速增长 16
4.2 国产 MLCC 厂商全球份额仅为 6%，国产替代空间广阔 18
5 盈利预测与估值分析 19
5.1 业务拆分与盈利预测 19
5.2 估值分析及投资建议 20
6 风险提示 21

图表目录

图 1: 公司深耕航天领域，圆满完成“神州”、“嫦娥”、“长征”系列等配套任务 6
图 2: 公司实际控制人为郑红、郑小丹父女，持股比例合计达 31.82% 6
图 3: 公司业务主要分为自产和代理两大板块 7
图 4: 自产业务是公司最主要的营收来源，占比 56%（2021） 8
图 5: 公司自产业务下游航空航天领域占比超过 50%（2021） 8
图 6: 近年来公司自产业务毛利率稳定在 80%左右 8
图 7: 自产业务是公司最主要的毛利来源，占比 88%（2021） 8
图 8: 公司自产业务稳健增长，近五年营收 CAGR=33% 9
图 9: 公司代理业务存在一定波动，近五年营收 CAGR=26% 9
图 10: 2022Q1-Q3 公司营收 19.4 亿元，同比增长 3% 9
图 11: 2022Q1-Q3 公司归母净利 6.7 亿元，同比增长 2% 9
图 12: 公司近年来盈利能力稳步提升 10
图 13: 公司期间费用率呈下降趋势，2021 年为 10.8% 10
图 14: 公司负债主要为应付票据及应付账款 10
图 15: 近年来公司经营现金流不断改善 10
图 16: MLCC 是被动元器件第一大细分领域 11
图 17: 电容器产值约占被动元器件市场的 65%（2019） 11
图 18: 陶瓷电容占整体电容市场的 56%（2016） 11
图 19: MLCC 由内电极、陶瓷层和端电极组成 12
图 20: MLCC 占陶瓷电容市场的 93%（2019） 12
图 21: MLCC 上游为陶瓷粉料及电极金属，下游广泛应用于特种及民用领域 12
图 22: 上游陶瓷粉末市场基本由日美厂商占据（2019） 13
图 23: 多层与共烧是 MLCC 制作的核心工艺 13
图 24: 十九大把军队现代化的时间提前 15 年 14
图 25: 我国军费开支保持稳步增长，2022 年增速 7.1% 14
图 26: 预计 21-24 年我国特种 MLCC 市场规模 CAGR=12.3% 14
图 27: 鸿远、火炬自产 mlcc 营收增长快于宏明（亿元） 15
图 28: 鸿远、火炬利润规模及增速较为接近（亿元） 15
图 29: 2021 年鸿远研发投入占自产业务营收的比例达 6% 16
图 30: 鸿远自产业务毛利率稳步提升，2021 年达 81% 16
图 31: 2023 年国内 MLCC 市场将达 533 亿元，CAGR=5% 16
图 32: 消费电子和汽车是 MLCC 最主要的应用领域 16
图 33: 2021 年我国 5G 手机出货量同比增长 64% 17
图 34: iPhone 单机 MLCC 用量不断提升 17
图 35: 预计 21-25 年我国将新增 5G 基站 380 万个 17
图 36: 2021 年我国新能源车产量达 350 万辆，渗透率 13.4% 17
图 37: 中国是全球最大的 MLCC 市场，占比 45%（2020） 18
图 38: 全球 MLCC 市场主要被日韩厂商占据（2020） 18
图 39: 上市以来公司的 PE 估值中枢为 43 倍 21

表 1: 股权激励绑定优秀人才，助力公司长期发展。 7
表 2: 陶瓷电容具有体积小、相对价格低等特点 11

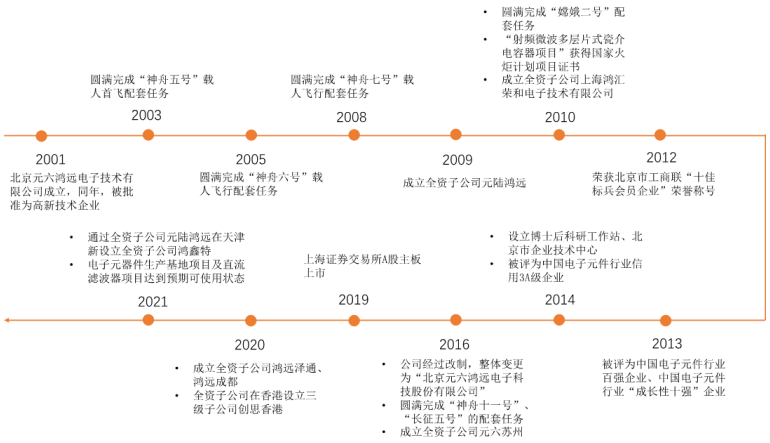
表 3: 陶瓷粉末是 MLCC 产品最主要的成本组成 13
表 4: 特种 MLCC 领域，鸿远，火炬和宏明三足鼎立 15
表 5: 鸿远电子研发处于较高水平 15
表 6: 新能源车的 MLCC 单车使用量大幅提升（颗） 18
表 7: 国内主要 MLCC 厂商包括风华高科、三环集团、鸿远电子、火炬电子等 19
表 8: 国内外主要厂商均积极扩产 19
表 9: 公司分业务拆分及预测 20
表 10: 可比公司估值（市值数据截至 2023 年 1 月 11 日收盘） 21
表附录: 三大报表预测值 22

1 特种陶瓷电容小巨人，深耕航天领域营收业绩高增

1.1 深耕行业二十年，公司是我国特种陶瓷电容核心供应商

公司深耕行业二十余年，是我国特种 MLCC 核心供应商。鸿远电子成立于 2001 年，2016 年改制成为股份有限公司，2019 年在上交所成功上市。公司以瓷介电容器、滤波器等电子元器件的技术研发、产品生产和销售为主营业务， 连续多年入围中国电子元件企业经济指标综合排序前百家企业名单，被评为北京市专精特新“小巨人”企业。公司深耕航天领域，圆满完成“神州”、“嫦娥”、“长征”系列等配套任务，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。

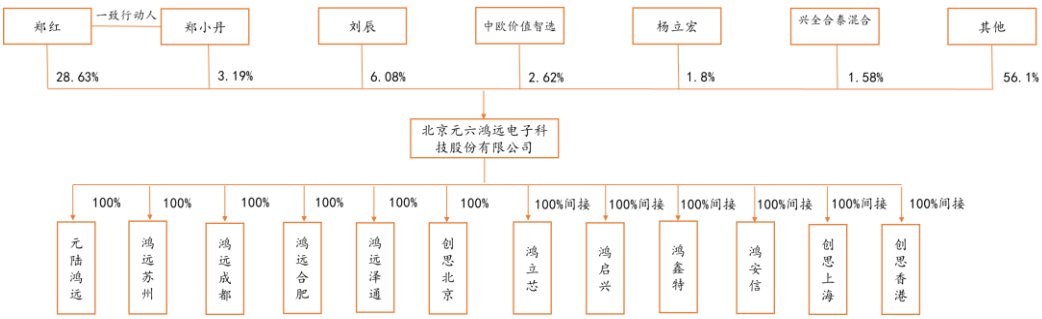
图1: 公司深耕航天领域，圆满完成“神州”、“嫦娥”、“长征”系列等配套任务



资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

公司股权结构稳定，实际控制人为郑红、郑小丹父女，二人合计持股 31.82%。截至 2022 年三季报，公司董事长郑红持有公司 28.63%的股份，副董事长郑小丹持有公司 3.19%的股份，二人合计持有公司 31.82%股份，对公司达成实际控制。**公司目前已形成以北京、苏州、成都三个产业基地为区域核心的整体布局**，北京基地重点围绕瓷介电容器、陶瓷材料及产品进行布局，夯实技术基础，优化生产工艺；苏州基地重点围绕多层瓷介电容器、滤波器等产品进行布局，推进生产线产能目标的实现；成都基地围绕微波模块、微处理器等产品进行布局，向电子元器件产业链下游进行拓展，实现产品多元化。

图2: 公司实际控制人为郑红、郑小丹父女，持股比例合计达 31.82%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股权激励绑定优秀人才，助力公司长期发展。2021 年 6 月，公司对董事、高级管理人员、核心技术（业务）骨干等 99 人一次性授予共 92.8 万股限制性股票，占公告时公司总股本的 0.4%，授予价格为 61.34 元/股。公司市场化水平处于前列，本次股权激励计划有利于留住和吸引公司人才，充分调动员工工作的积极性，为 公司的长远发展打下基础。

表1: 股权激励绑定优秀人才，助力公司长期发展。

职务	人数	获授限制性股票数量（万股）	占授予总数比例	占股本总额比例
董事、财务总监 李永强	1	5.00	5.39%	0.02%
副总经理 王新	1	5.00	5.39%	0.02%
核心管理人员/技术业务骨干	97	82.80	89.22%	0.36%
合计	99	92.80	100.00%	0.40%

	第一个解除限售期	第二个解除限售期	第三个解除限售期
解锁条件	以 2020 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 30%；或以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 35%。	以 2020 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 69%；或以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 76%。	以 2020 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 120%；或以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 128%。

摊销费用（万元）	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	合计
	2,164.68	1,914.91	749.31	166.51	4995.42

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

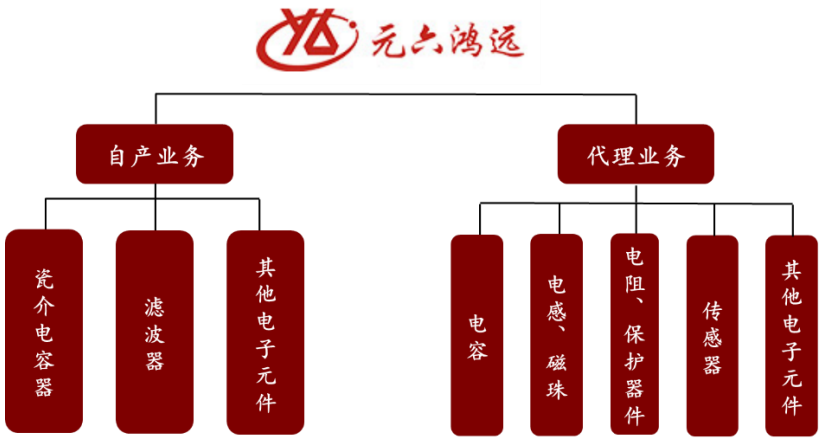
1.2 聚焦陶瓷电容核心主业，自产业务占比不断提升

公司业务主要分为自产和代理两大板块。

1）**自产业务（2021 年营收占比 56%、毛利占比 88%）:** 公司自产业务包括瓷介电容器、滤波器及其他电子元器件等多系列产品，产品定位“精、专、强”，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。

2）**代理业务（2021 年营收占比 43%、毛利占比 11%）:** 公司代理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、连接器、集成电路等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，覆盖新能源、汽车电子、轨道交通、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。

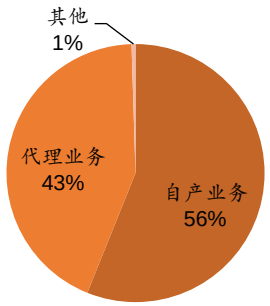
图3: 公司业务主要分为自产和代理两大板块



资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

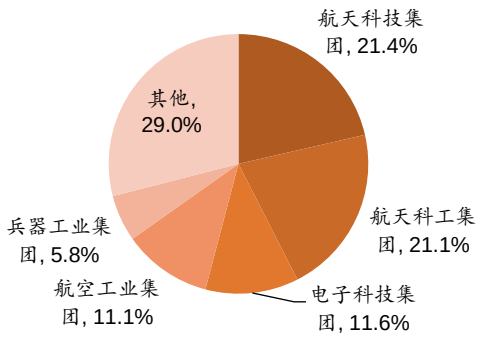
从营收端来看，公司自产业务占比不断提升，下游航空航天领域占比超过 50%。近年来公司自产业务发展迅速，规模不断扩大，营收占比从2017年的43%增长至2021年的56%。2021 年，公司自产业务前五大客户航天科技集团、航天科工集团、电子科技集团、航空工业集团、兵器工业集团营收占比达 71%，其中以航空、航天为代表的高增速领域客户占比超过 50%，**公司所处赛道优异，有望充分受益下游相关行业批产放量。**

图4： 自产业务是公司最主要的营收来源，占比 56%（2021）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

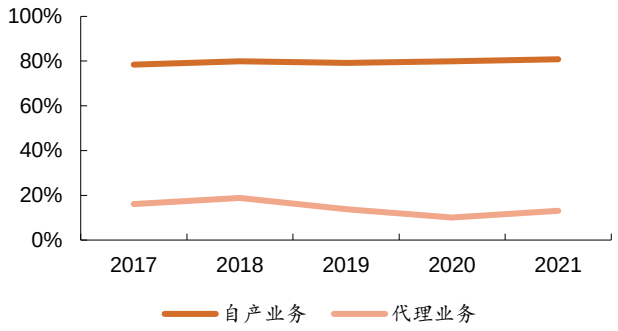
图5： 公司自产业务下游航空航天领域占比超过 50%（2021）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

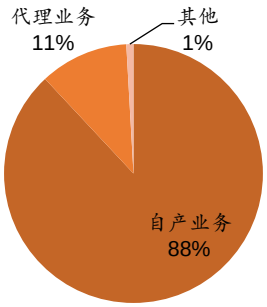
从利润端来看，毛利率较高的自产业务贡献主要利润来源。公司自产业务下游集中在以航天、航空、电子信息、兵器等为核心的特种领域，毛利率较高，2021 年达到 81%，显著高于代理业务的 13%。因此，公司自产业务毛利占比高于营收占比，贡献主要利润来源。2021 年公司自产业务与代理业务的毛利占比分别为 88%、11%，受益于特种行业的旺盛需求，预计未来公司自产业务毛利占比将进一步提升。

图6： 近年来公司自产业务毛利率稳定在 80%左右



资料来源：Wind，浙商证券研究所

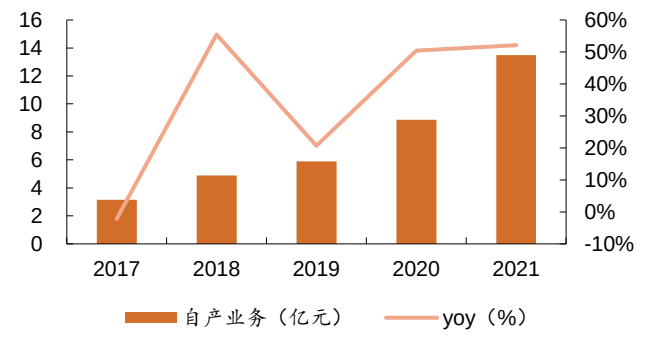
图7： 自产业务是公司最主要的毛利来源，占比 88%（2021）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

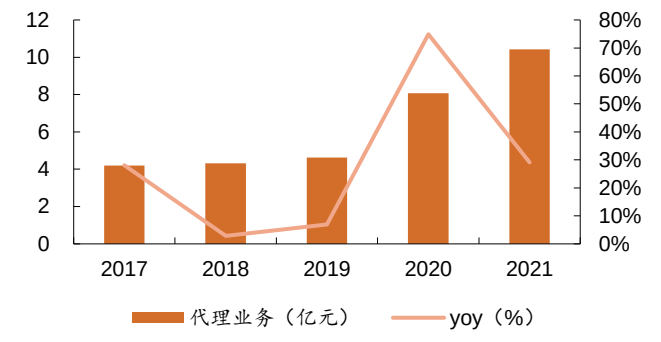
公司自产业务与代理业务齐头并进，共驱业绩高增长。自产业务方面，公司持续加大科研投入，以 MLCC 产品为核心，同时向滤波器产品扩展，不断提升产品产能及扩充产品品类，充分受益下游航天、航空行业的高增长。2021 年，公司自产业务实现营收 13.48 亿元，同比增长 52%，2017-2021 年年均复合增速达到 33%。代理业务方面，公司持续增进与核心客户的合作，同时受益公司深耕的新能源光伏行业及新能源汽车行业的高景气。2021 年，公司代理业务实现营收 10.43 亿元，同比增长 29%， 2017-2021 年年均复合增速达到 26%。

图8：公司自产业务稳健增长，近五年营收 CAGR=33%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：公司代理业务存在一定波动，近五年营收 CAGR=26%

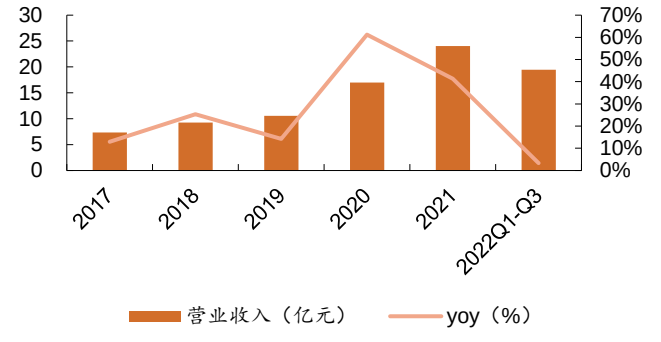


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3 营收业绩快速增长，盈利水平稳步提升

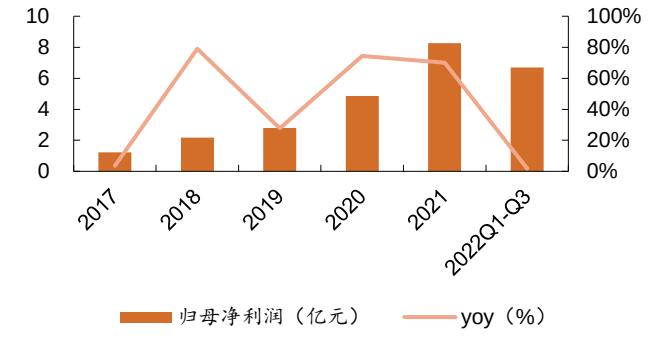
近年来，公司营收利润保持高速增长。2018-2021 年公司营收、归母净利年均复合增速分别达到 38%、56%，高成长属性凸显。2021 年，受益于航天、航空等特种行业的旺盛需求以及通信、电子、汽车等民用领域贸易订单的恢复增长，公司共实现营收 24 亿元，同比增长 41%；实现归母净利润 8.3 亿元，同比增长 70%。2022 年前三季度公司实现营收 19.4 亿元，同比增长 3%；实现归母净利润 6.7 亿元，同比增长 2%，增速放缓主要因为上海疫情影响下部分客户项目延期，以及下游产能制约所致。

图10：2022Q1-Q3 公司营收 19.4 亿元，同比增长 3%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

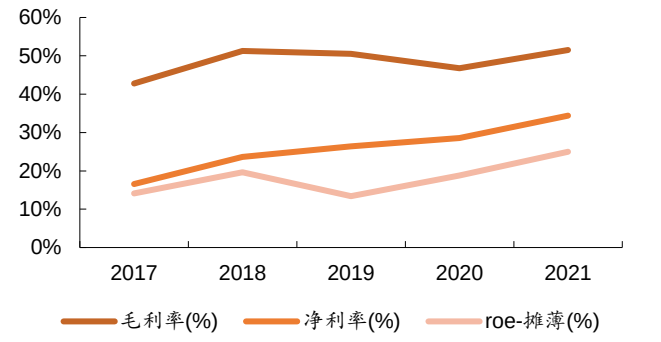
图11：2022Q1-Q3 公司归母净利 6.7 亿元，同比增长 2%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

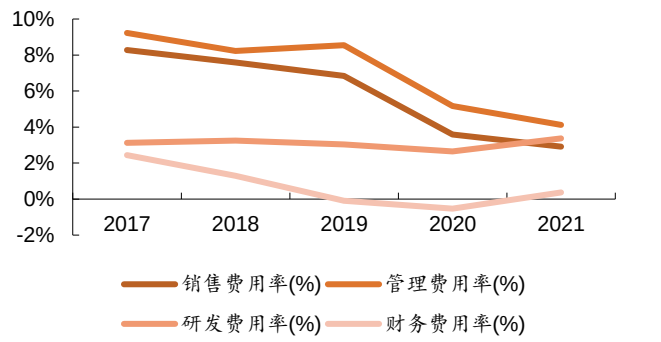
近年来公司盈利能力稳步提升，期间费用率持续下降。受益公司业务增长带来的规模效应、以及产品结构优化下高附加值产品占比的提升，近年来公司盈利能力不断提升，2021 年毛利率达到 51.5%，净利率达到 34.4%。从费用端来看，近年来公司积极推进降本增效，提升管理效能，公司销售、管理费用率下降明显，2021 年分别为 2.9%、4.1%；公司研发费用率近年来基本保持稳定，2021 年为 3.4%；财务费用率近年来呈下降趋势，2021 年达 0.4%。2021 年公司期间费用率为 10.8%，同比下降 0.1pct。

图12: 公司近年来盈利能力稳步提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

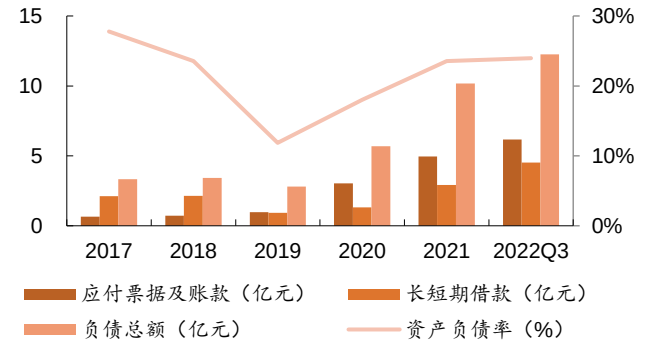
图13: 公司期间费用率呈下降趋势，2021 年为 10.8%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

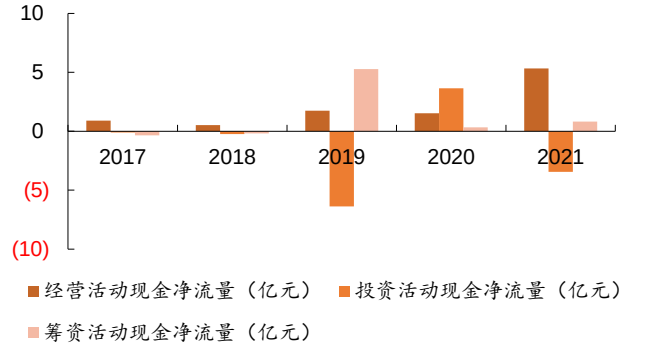
公司负债主要为应付票据及账款，经营现金流不断增长。从资产负债端来看，自 2019 年上市以来公司资产负债率有上升趋势，近年来保持在 24%左右。公司负债主要来自应付票据及账款，截至 2022Q3，公司应付票据及账款，短期借款分别为 6.17、4.52 亿元。公司近 5 年现金流均为正，经营现金流保持不断增长的良好势头。2021 年公司经营性现金流达到 5.33 亿元，同比增长 248%，主要是由于公司利润的增长以及销售回款的改善。

图14: 公司负债主要为应付票据及应付账款



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图15: 近年来公司经营现金流不断改善



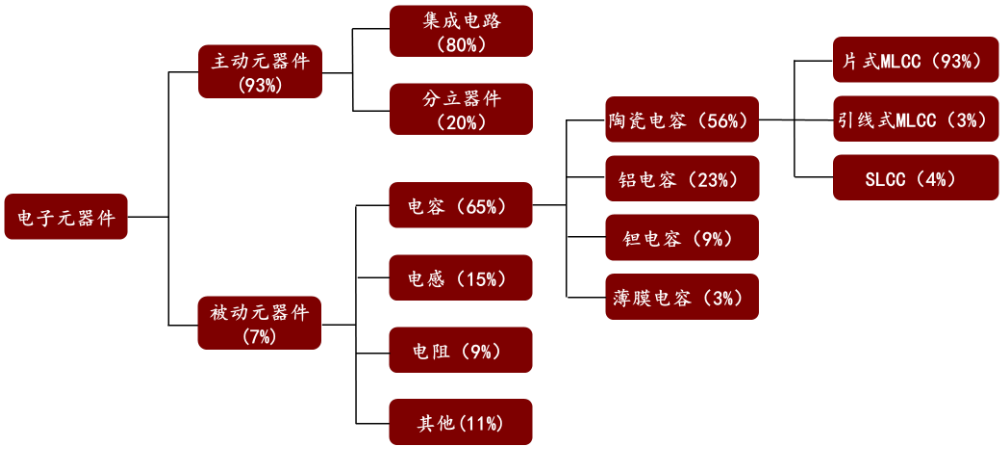
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 MLCC 是被动元器件第一大细分领域，材料+工艺是核心壁垒

2.1 MLCC 性能优异应用广泛，约占被动元器件市场的 1/3

电子元器件可分为主动元器件和被动元器件两大类，其中被动元器件占比约 7%。主动元器件即有源器件，指内部有电源存在的电路元件，包括集成电路和分立器件，根据全球半导体协会 SIA 数据，2019 年全球主动元器件市场规模约为 4121 亿美元。被动元器件即无源器件，器件自身不消耗电能，只需输入信号，不需要外加电源就能正常工作，主要包括电阻、电容、电感以及射频元器件等。**根据前瞻产业研究院数据，2019 年全球被动元件市场规模约为 311 亿美元。**

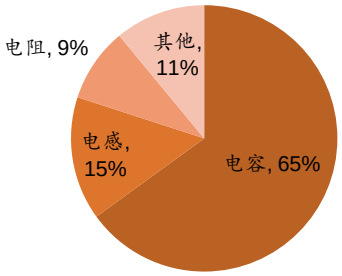
图16： MLCC 是被动元器件第一大细分领域



资料来源：SIA，ECIA，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

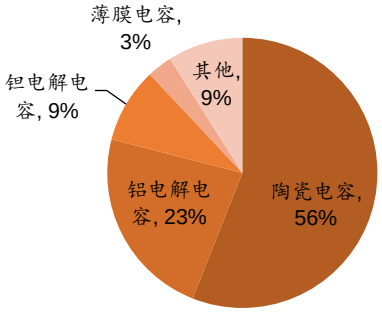
电容器是储存电能的元件，2019 年全球市场规模约为 202 亿美元，约占被动元器件市场的 65%。电容器的主要作用为电荷储存、交流滤波、切断或阻止直流电压、提供调谐及振荡等，是用量最多的被动元器件。根据 ECIA 数据，2019 年全球 RCL（容阻感）市场规模达 277 亿美元，约占被动元件市场的 89%，其中电容、电感、电阻占比分别为 65%、15%、9%。

图17： 电容器产值约占被动元器件市场的 65%（2019）



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图18： 陶瓷电容占整体电容市场的 56%（2016）



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

陶瓷电容凭借其优异的性能，成为应用最多的电容器种类。电容器按介质种类可分为陶瓷电容器，铝电解电容器，钽电解电容器和薄膜电容器，各类电容器依照不同的特点用于不同的细分领域，其中陶瓷电容器凭借其体积小、相对价格低、高频特性好、电压范围大等优势，成为应用最多的电容器种类，占比达到 56%。陶瓷电容器又可进一步分为片式多层陶瓷电容器（MLCC），片式单层陶瓷电容器（SLCC）和引线式多层陶瓷电容器。

表2： 陶瓷电容具有体积小、相对价格低等特点

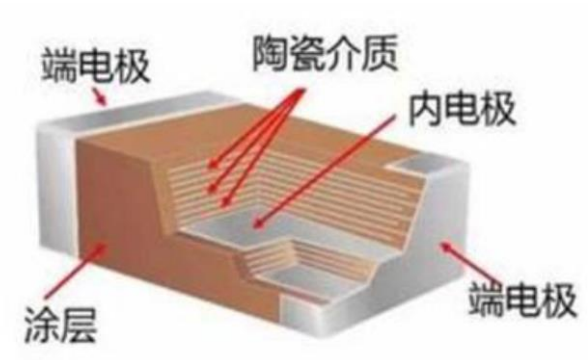
	优点	缺点	主要应用领域	外观
钽电解电容	适宜储存、寿命长、体积小、容量大、漏电流小、可靠性高	产量小、单价高、有极性	军事、航空航天	
铝电解电容	电容量大、成本低、电压范围大	易受温度影响、高频特性差、等效串联电阻大、漏电流和介质损耗大、有极性	照明、汽车、工业	

陶瓷电容	体积小、介电损耗小、相对价格较低、高频特性好、电压范围大	电容量小、受震动会引起容量变化、易碎	耐高压小型化电器	
薄膜电容	损耗低、阻抗低、耐压能力强、高频特性好	耐热能力差、体积大、难以小型化	风电、新能源	

资料来源：华经产业研究院，AVX 官网，浙商证券研究所

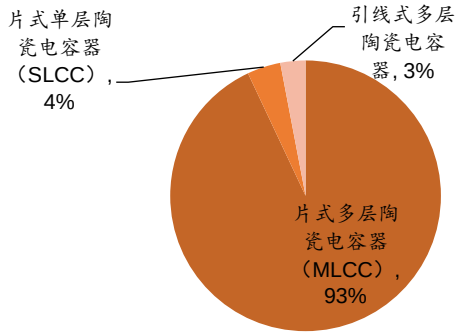
MLCC 是被动元器件第一大细分领域，2019 年全球市场规模达 121 亿美元。片式多层陶瓷电容器（MLCC) 由内电极、陶瓷层和端电极三部分组成：先将印好电极（内电极）的陶瓷介质膜片以错位的方式叠合起来，经过一次性高温烧结形成陶瓷芯片，再在芯片的两端封上金属层（外电极）形成。片式 MLCC 适合自动化贴片生产，下游广泛应用于电子、通信、汽车、军工等领域，产值占整体陶瓷电容市场的 93%。**根据 Paumanok 数据，2019 年全球 MLCC 市场规模达 121 亿美元，约占整体被动元器件市场的 1/3。**

图19： MLCC 由内电极、陶瓷层和端电极组成



资料来源：博迁新材招股书，浙商证券研究所

图20： MLCC 占陶瓷电容市场的 93%（2019）

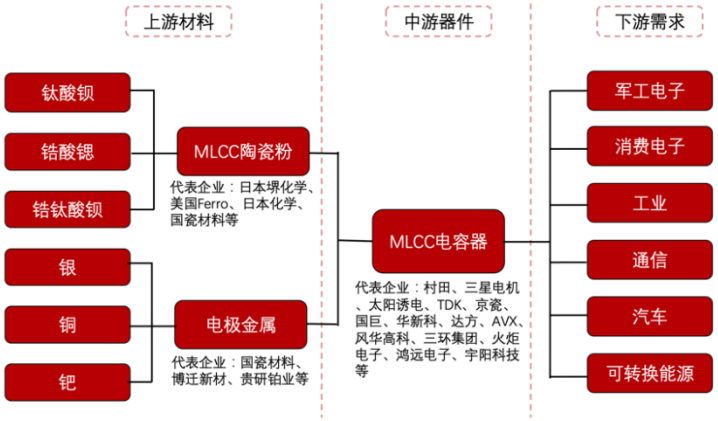


资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

2.2 材料和工艺是 MLCC 的核心壁垒，日系企业处于领先地位

MLCC 行业上游是陶瓷粉体和电极材料，下游几乎涵盖所有需要电子设备的领域 。MLCC 产业链上游为原材料供应商，主要包括钛酸钡等陶瓷粉末及银、钯、铜等电极金属；MLCC 生产商处于产业链中游，主要完成对 MLCC 产品的研发和生产，并通过各种营销渠道对产品进行销售和提供相应的售后服务。MLCC 产业链下游主要为设备制造商，广泛应用电子、通信、汽车、军工、轨交、工业等领域。

图21： MLCC 上游为陶瓷粉料及电极金属，下游广泛应用于特种及民用领域



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

陶瓷粉末是 MLCC 最主要的成本组成。从成本端来看，MLCC 主要由原材料、包装材料、人工和设备折旧构成。原材料在 MLCC 成本中的占比在 50%以上，其中陶瓷粉体材料是 MLCC 最关键的原材料，且越是高端的产品，陶瓷粉末的价值量占比越高。根据前瞻产业研究院数据，在低容 MLCC 中，陶瓷粉末成本占比在 20-25%；在高容 MLCC 中，陶瓷粉末成本占比高达 35-45%。

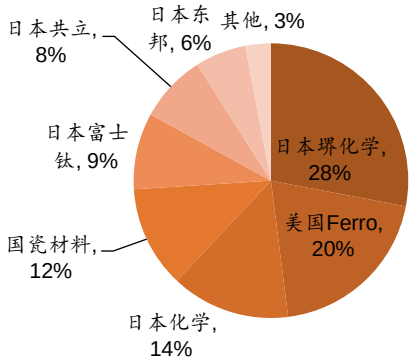
表3: 陶瓷粉末是 MLCC 产品最主要的成本组成

成本结构	成本比重	
	低容 MLCC	高容 MLCC
陶瓷粉末	20-25%	35-45%
内电极（镍/银/钯）	5%	5-10%
外电极（铜/银）	5%	5-10%
包装材料	20-30%	1-5%
人工成本	10-20%	10-20%
设备折旧及其他	20-35%	20-30%

资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

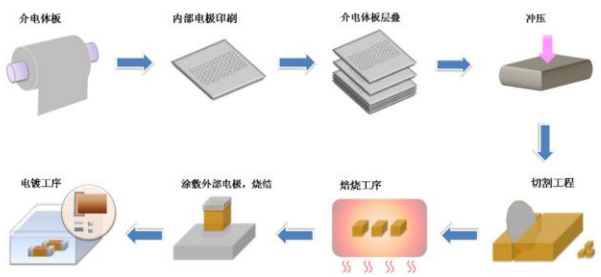
材料及制作工艺是 MLCC 行业的两大核心壁垒。1）材料方面，陶瓷粉末的微细化程度、纯度、可靠性等决定了 MLCC 产品的性能，日本堺化学、日本化学等日系企业在陶瓷粉末领域较为领先，2019 年整体市场份额达到 65%，国瓷材料作为国内龙头，市场份额约为 12%。2）制作工艺方面，介层薄层化多层化技术和陶瓷粉料与金属电极的共烧技术是两大技术壁垒，日本厂商同样较为领先。在一定体积下，MLCC 的叠层数决定了电容量的大小，日本企业已完成在 2μm 的薄膜介质上叠 1000 层的工艺实践，生产出单层介质厚度为 1μm 的 100μF MLCC，相比之下我国叠层印刷技术还有一定差距。此外在解决陶瓷介质和内电极金属在高温烧成后的分层、开裂问题上，日本企业在烧结专用设备技术方面也处于领先位置，不仅有各式氮气氛窑炉(钟罩炉和隧道炉)，而且在设备自动化、精度方面优势明显。

图22: 上游陶瓷粉末市场基本由日美厂商占据（2019）



资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

图23: 多层与共烧是 MLCC 制作的核心工艺



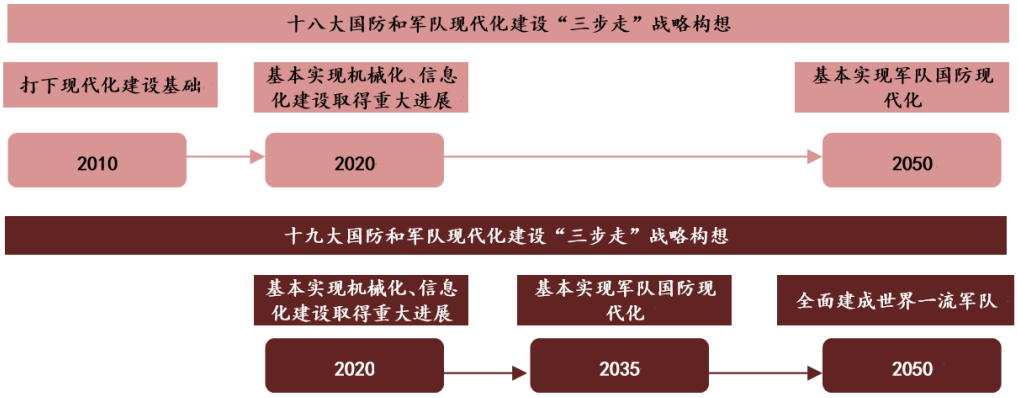
资料来源：村田官网，浙商证券研究所

3 特种 MLCC 增长确定性高，竞争格局稳定公司持续受益

3.1 军队现代化与信息化建设提速拉动我国特种 MLCC 需求

军队现代化与信息化建设提速，十四五国防军工确定高成长。2017 年，党的十九大报告把基本实现军队和国防现代化的时间点从 2050 年提前至 2035 年，我国军队现代化建设开始提速。“备战”“2027”是我国国防建设第一阶段目标，“2035 实现国防军队现代化”、“本世纪中叶建成世界一流军队”是保障国家长久稳定发展的前提屏障，中国 GDP 持续增长有望超越美国达到世界第一，国防实力也将达到相匹配的水平。

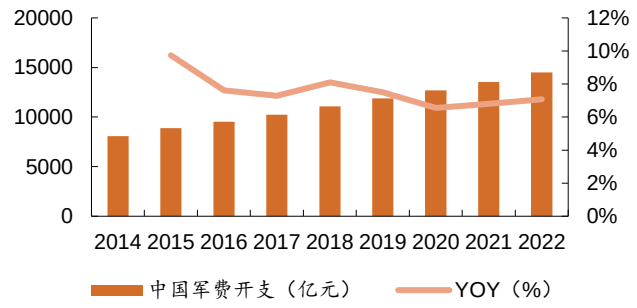
图24： 十九大把军队现代化的时间提前 15 年



资料来源：人民网，浙商证券研究所

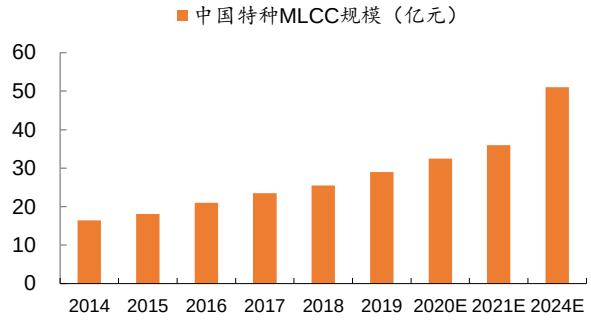
特种 MLCC 行业的发展与国防支出密切相关，将充分受益于我国军队现代化、信息化建设的进程。近年来我国军费保持稳步增长，2022 年达到 1.45 万亿元，增速 7.1%，彰显了国家对国防建设的重视与决心。MLCC 广泛应用于卫星、飞船、火箭、雷达、导弹等武器装备中，军队现代化建设带来武器装备放量、信息化建设促进电子设备用量提升，将共同推动我国特种 MLCC 需求快速增长。根据前瞻产业研究院数据，我国特种 MLCC 市场规模从 2016 年的 21 亿元快速增长到 2021 年的 36 亿元，年均复合增速达 11.4%，**预计我国特种 MLCC 市场有望在 2024 年达到 51 亿元，年均复合增速 12.3%。**

图25： 我国军费开支保持稳步增长，2022 年增速 7.1%



资料来源：国防部，浙商证券研究所

图26： 预计 21-24 年我国特种 MLCC 市场规模 CAGR=12.3%



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

3.2 特种 MLCC 市场格局三足鼎立，头部厂商有望充分受益

国内特种 MLCC 市场格局稳定，鸿远、火炬、宏明三足鼎立。特种 MLCC 行业具有资质、技术双壁垒，在生产过程中对工艺和可靠性要求要求较高，供应商基本为配套历史较长的龙头企业，新进入者面临产品验证历史较短的问题，难以对老牌厂商形成挑战。因此，特种 MLCC 市场较为集中，**鸿远电子、火炬电子和宏明电子（未上市）三家占据了主**

要市场份额。公司作为我国高可靠领域多层瓷介电容器主要生产厂家之一，先发优势明显，未来有望充分受益下游旺盛需求。

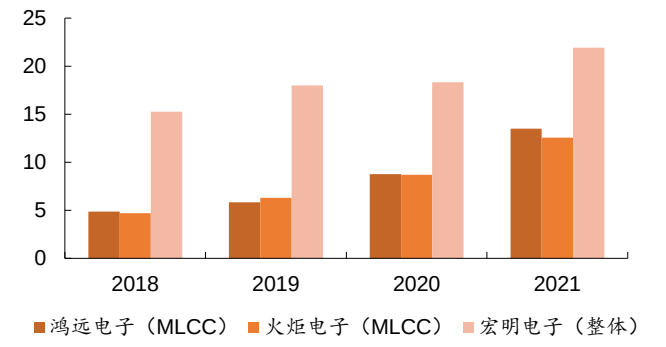
表4：特种 MLCC 领域，鸿远，火炬和宏明三足鼎立

公司名称	主要产品	2021 年营收（亿元）	2021 年归母净利（亿元）	2021 年自产 MLCC 营收（亿元）
火炬电子	MLCC、钽电容、超级电容、电阻、微波薄膜元器件、温度补偿衰减器、陶瓷材料等	47.34	9.56	12.56
鸿远电子	MLCC、直流滤波器等	24.03	8.27	13.48
宏明电子	MLCC、有机薄膜电容器、云母电容器；连接器、热敏电阻器；温度传感器、电位器、滤波器等。	21.92	—	—

资料来源：Wind，《四川企业发展报告》，浙商证券研究所

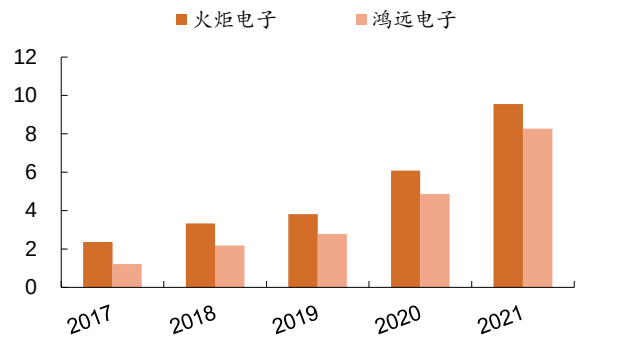
近年来鸿远、火炬营收及净利润规模保持较快增长。火炬、鸿远作为民营企业制度灵活，更能及时响应下游需求，近年来自产 MLCC 业务发展相对更快。从营收端来看，2021 年鸿远、火炬自产 MLCC 业务营收分别达到 13.48、12.56 亿元，近三年复合增速均达到 40%，而宏明同期复合增速仅为 13%。从利润端来看，2021 年鸿远、火炬归母净利润分别为 8.27、9.56亿元，近三年复合增速分别为 56%、42%，两者利润规模及增速均较为接近。

图27：鸿远、火炬自产 mlcc 营收增长快于宏明（亿元）



资料来源：Wind，四川企业发展报告，浙商证券研究所

图28：鸿远、火炬利润规模及增速较为接近（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

鸿远电子重视研发，持续加大研发投入。截至 2021 年底，公司共有研发人员 175 人，占公司总人数的 13.31%，2021 年公司研发投入 0.81 亿元，同比增长 80%，占自产业务收入的 6%。截至 2021 年年底，公司拥有授权专利 116 项、软件著作权 4 项、集成电路布图设计 5 项，正在申报的专利 30 项，其中发明专利 21 项，实用新型专利 9 项。未来，公司将继续保持对研发的高投入、扩充研发团队规模，围绕陶瓷材料、瓷介电容器、滤波器等产品进行知识产权布局，进一步巩固核心竞争力。

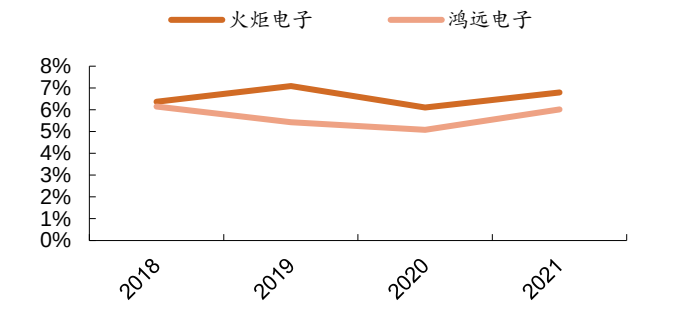
表5：鸿远电子研发处于较高水平

	火炬电子	鸿远电子	宏达电子
专利及知识产权情况	截止 2021 年底，公司公司拥有 264 项专利	截止 2021 年底公司拥有授权专利 116 项	截止 2021 年底，公司累计获得专利共 231 项。
研发人员数量（2021）	199 人，占公司总人数的 9.37%	175 人，占公司总人数的 13.31%	274 人，占公司总人数的 16.45%
研发投入（2021）	1.08 亿元，占总营收的 2.27%，占自产业务营收的 6.79%	0.81 亿元，占总营收的 3.36%，占自产业务营收的 6%	1.25 亿元，占总营收的 6.23%

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

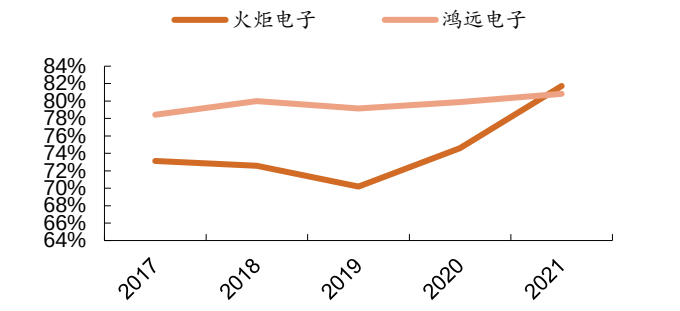
在持续的研发投入和技术积累下，鸿远电子自产业务毛利率不断提升。公司坚持在瓷介电容器领域持续深耕，掌握了从瓷粉制备到瓷介电容器产品生产的全套技术，形成了从材料开发、产品设计、生产工艺到可靠性保障等一系列瓷介电容器生产的核心技术，如“纳米级粉体分散技术”、“介质膜片薄层化工艺技术”、“多层芯片电容微型化工艺技术”等，并在进行高可靠产品的生产质量控制过程中拥有大量自有专利技术和技术秘密，成为公司产品能够在航天、航空等高端领域持续稳定大批量供货的核心基础。随着公司生产工艺不断完善、效率逐渐提升，自产业务毛利率近年来保持上升趋势，2021 年达到 80.8%。

图29： 2021 年鸿远研发投入占自产业务营收的比例达 6%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图30： 鸿远自产业务毛利率稳步提升，2021 年达 81%



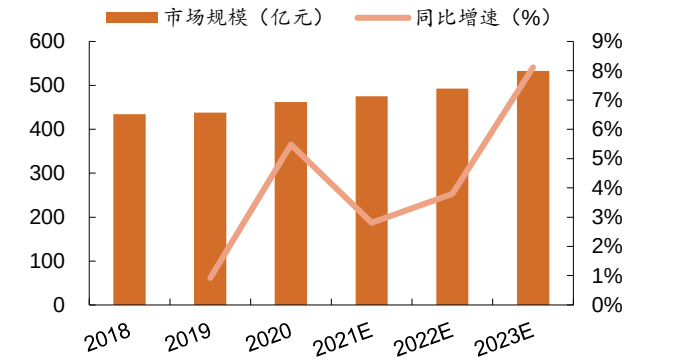
资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 民用 MLCC 需求持续增长，公司业务有望不断扩展

4.1 新能源车、5G 等新需求推动民用 MLCC 市场快速增长

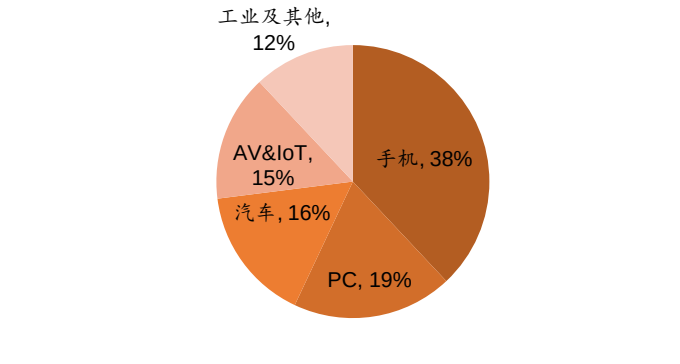
新能源车与 5G 的快速发展推动 MLCC 市场持续增长。根据中国电子元件行业协会数据，我国 MLCC 市场规模从 2017 年 310 亿元快速增长至 2020 年的 460 亿元，年均复合增速达 14%。随着国内新能源车以及 5G 等行业的快速发展，**预计 2023 年我国 MLCC 市场规模有望达到 533 亿人民币，年均复合增速 5%。**从下游应用来看，手机是目前 MLCC 下游最大的应用领域，占比 38%；PC 是 MLCC 下游第二大应用领域，占比 19%；汽车是 MLCC 下游第三大应用领域，占比 16%。

图31： 2023 年国内 MLCC 市场将达 533 亿元，CAGR=5%



资料来源：中国电子元件行业协会，浙商证券研究所

图32： 消费电子和汽车是 MLCC 最主要的应用领域

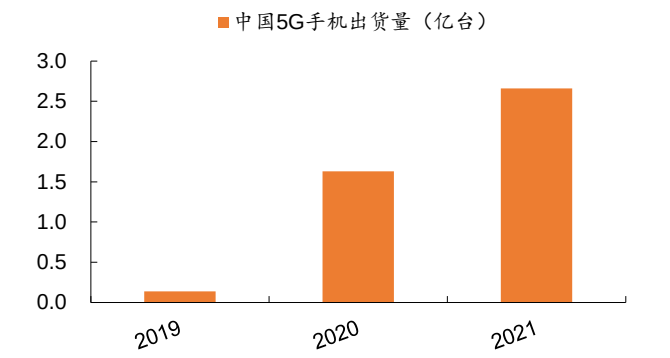


资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

移动终端是 MLCC 第一大应用领域，在 5G 的推动下市场有望不断增长。我国商用 5G 从 2019 年开始快速发展，5G 手机出货量从 2019 年的 0.14 亿部快速增长至 2021 年的 2.66 亿部，而智能手机的升级将显著提升单机 MLCC 用量。根据村田统计数据，2G/3G 手机单

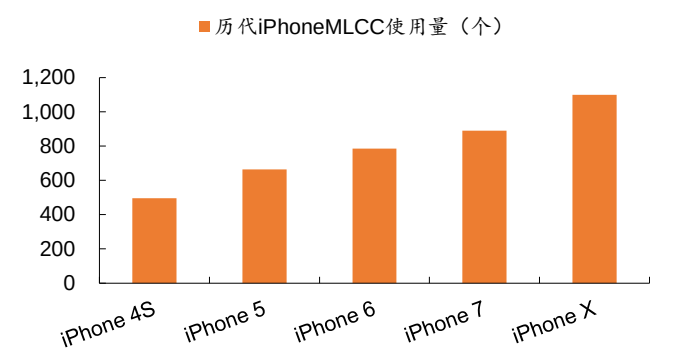
机 MLCC 用量为 100～200 颗，随着通信技术的升级，高端 LTE-A 手机中的 MLCC 用量达 550～900 颗，5G 手机中的 MLCC 单机用量将上升至 1000 颗以上。以 iPhone 为例，4G 版 iPhone 手机的 MLCC 用量已经超过 1200 颗，到 5G 版用量将达到 1500～2000 颗。**受益于 5G 手机出货量以及单机 MLCC 用量的不断提升，村田预计 2025 年智能手机的 MLCC 整体用量将达到 2019 年的约 1.7 倍，CAGR=9.2%。**

图33： 2021 年我国 5G 手机出货量同比增长 64%



资料来源：中国信通院，浙商证券研究所

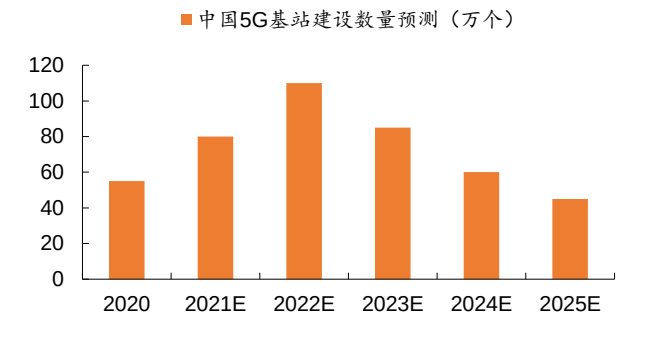
图34： iPhone 单机 MLCC 用量不断提升



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

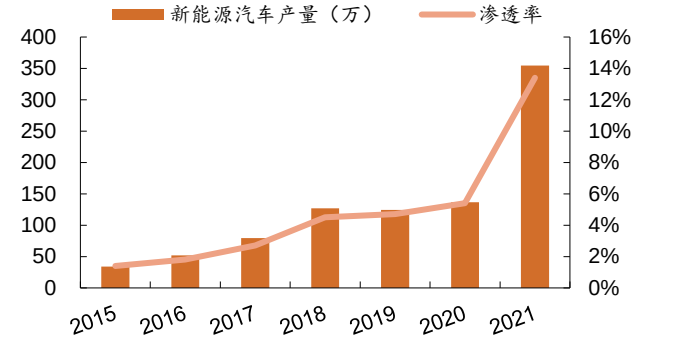
作为 5G 通信的核心设备，5G 基站建设也将推动 MLCC 需求不断增长。由于 5G 通信采用了更高频段的频谱，单个基站传输距离和通信覆盖范围变小，因此同等信号覆盖区域所需的 5G 宏基站数量多于 4G 宏基站。根据工信部数据，目前我国累计建成开通的 5G 基站超过 140 万个，2022 年我国 5G 基站建设将进一步加速，预计远期我国 5G 基站数量将达到 500-600 万个。此外 5G 基站使用的大规模多天线技术对 MLCC 的整体需求也相应提升，**随着国内外 5G 基站建设的不断推进，村田预计 2024 年基站的 MLCC 的整体用量将达到 2019 年的约 1.4 倍，CAGR=7%。**

图35： 预计 21-25 年我国将新增 5G 基站 380 万个



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图36： 2021 年我国新能源车产量达 350 万辆，渗透率 13.4%



资料来源：中汽协，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

汽车电动化及智能化的发展，也将推动 MLCC 需求不断增长。MLCC 主要用于汽车的动力系统、安全系统、娱乐系统及 ADAS 中，根据村田数据，L0 级传统燃油车的单车 MLCC 需求量约为 3000 颗，L2 级混合动力车的单车 MLCC 需求量超过 6000 颗，L3 级纯电动车的 MLCC 单车需求量超过 10000 颗。根据中国汽车工业协会统计数据，2020 年我国新能源汽车产量 137 万辆，渗透率为 5.4%；而 2021 年我国新能源汽车产量迅速提升至 350 万辆，渗透率达到 13.4%，《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》中 2025 年渗透率 20%

的目标有望提前达成。**随着汽车电动化以及智能化进程的不断推进，村田预计 2024 年车载 MLCC 的整体用量将达到 2019 年的约 1.6 倍，CAGR=9.8%。**

表6: 新能源车的 MLCC 单车使用量大幅提升（颗）

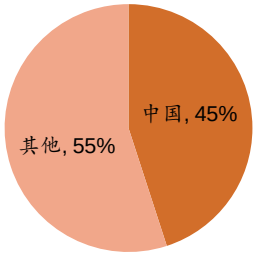
	燃油车	HV	PHEV	纯电动
动力系统	300-500	1000-1600	1500-2000	2000-2500
ADAS	3000-5000			
安全系统	300-1000			
娱乐系统	500-2500			
其他	500-2500			

资料来源：村田，浙商证券研究所

4.2 国产 MLCC 厂商全球份额仅为 6%，国产替代空间广阔

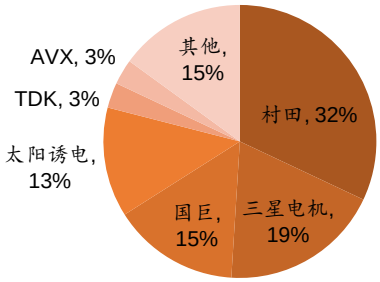
中国是全球最大的 MLCC 市场，日韩企业市场份额领先。根据中国电子元件行业协会数据，2020 年我国 MLCC 市场规模达到 462 亿元，占全球市场的比重达 45%。从市场份额来看，日韩厂商占据主导地位，2020 年村田、三星电机、太阳诱电的全球市场份额分别达到 32%，19%，13%。其中村田是全球陶瓷电容器龙头，拥有 MLCC 从材料到产品的全产业链生产能力，掌握多项专有技术；三星电机是全球第二大 MLCC 厂商，在微型、超高容量的 MLCC 产品领域处于领先地位；太阳诱电是全球领先的被动元件制造商，业务包括电容器、铁氧体及应用产品、集成模块和设备以及其他产品。

图37: 中国是全球最大的 MLCC 市场，占比 45%（2020）



资料来源：中国电子元件行业协会，浙商证券研究所

图38: 全球 MLCC 市场主要被日韩厂商占据（2020）



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

我国 MLCC 厂商较为集中，国产替代空间广阔。MLCC 行业由于较高的资金、技术壁垒，竞争格局比较集中，目前我国主流厂商包括风华高科、三环集团、火炬电子、鸿远电子等。风华高科作为国内 MLCC 龙头，技术和产能处于国内领先地位，具有较为完整的产业链，产品主要应用于家电、通信、数码产品、汽车电子等领域，汽车电子是公司未来的重点发展领域。三环集团是国内电子陶瓷元器件领先企业，产品主要应用于电子、通信、消费电子、工业和新能源等领域，未来重点布局 5G 通信领域。**根据前瞻产业研究院数据，2020 年我国 MLCC 厂商仅占全球市场份额的 6%，国产替代空间广阔。**

表7: 国内主要 MLCC 厂商包括风华高科、三环集团、鸿远电子、火炬电子等

公司名称	主营业务	产品应用领域	2021 年营收（亿元）	2021 年归母净利（亿元）
三环集团	陶瓷类电子元件及其基础材料	民用	62.18	20.11
风华高科	MLCC、片式电阻器、片式电感器，电子浆料、瓷粉等	民用	50.55	9.43
鸿远电子	MLCC、直流滤波器等	特种/民用	24.03	8.27
火炬电子	MLCC、钽电容器、单层电容器、薄膜元器件、陶瓷材料等	特种/民用	47.34	9.56
宇阳科技	MLCC 系列产品	民用	4.45	—
宏达电子	钽电容器、多层瓷介电容器、单层瓷介电容器、薄膜电容器、高分子片式铝电容器等	特种/民用	20.00	8.16

资料来源：Wind，各公司官网，浙商证券研究所

受下游需求推动，国内外厂商纷纷扩产。受益下游新能源、5G 等行业的旺盛需求，国内外 MLCC 厂商纷纷扩产。从产能对比来看，村田、三星电机等日韩厂商产能显著高于国内，占据小尺寸高端市场；风华高科、三环集团等国产厂商积极扩产，以中低端市场为切入点；鸿远、火炬产能显著低于其他国产民用厂商，主要因为其 MLCC 产品下游应用以特种产品为主、民用高端产品为辅，与民用 MLCC 厂商实现错位竞争。

表8: 国内外主要厂商均积极扩产

厂商名称	当前产能	在扩产能
村田	1500 亿只/月（2019）	扩产幅度约 10%
三星电机	1000 亿只/月（2019）	约 300 亿只/月
太阳诱电	600 亿只/月	扩产 10%-15%
国巨	800 亿只/月	新增 200 亿只/月
华新科技	400 亿只/月	扩产 10%-15%
风华高科	235 亿只/月	新增 400 亿只/月
三环集团	210 亿只/月	新增 340 亿只/月
宇阳科技	150 亿只/月	新增 400 亿只/月
火炬电子	约 20 亿只/年	新增 84 亿只/年
鸿远电子	约 24 亿只/年	扩产已完成

资料来源：前瞻产业研究院，公司公告，浙商证券研究所

日韩厂商产能向高端 MLCC 转移，国产厂商迎来市场机遇。从 2018 年开始，日韩主力厂商集中进行产能调整，放弃部分通用型 MLCC 并向高端产品转移。如京瓷 2018 年 2 月宣布退出市场上用量最广泛的部分规格 MLCC 产品；村田在 3 月份宣布计划在 2020 年前停产 0603 尺寸以上的低毛利产品并向车规级等高附加值 MLCC 产品转移；TDK 也表示将退出一般型 MLCC 业务。日韩厂商的产能调整导致中低端的通用型 MLCC 出现供给缺口，国产 MLCC 厂商的市场份额有望不断提升。

5 盈利预测与估值分析

5.1 业务拆分与盈利预测

我们综合行业及公司过去几年经营情况，做出以下关键假设：

1）**自产业务**：根据此前我们发布的 2022 年年度策略报告，十四五期间我国军机行业复合增速将达到 20~25%；导弹具备耗材属性、军工电子受益于信息化/体系化作战发展趋势，增速在军机增速基础上有望更高。公司自产业务下游以航空、航天为代表的高增速领域客户占比超过 50%，所处赛道优异，业务增长也将快于特种 MLCC 行业增速。同时公司自产元器件不断从陶瓷电容向滤波器等其他品类扩展，未来有望持续贡献新增长。2022 年公司下游客户项目批产进度有所推迟，叠加外部环境对客户的项目研制进度、需求下达时间、发货、签收等都造成一定影响，公司自产业务增速有所放缓。随着下游新产能落地、新需求释放，2023 年公司自产业务有望重回正轨。我们预计 2022-2024 年公司自产业务营收增速分别为 10%、34%、26%，毛利率在规模效应、产品结构优化下保持小幅提升，分别为 81.2%、81.4%、81.5%。

2）**代理业务**：公司与国际一线品牌建立了稳定的合作关系，品类上公司从容阻感等被动元件向集成电路、分立器件等主动元件扩展，产品附加值不断提高；行业上公司积极布局新兴市场，未来有望持续受益下游新能源、5G 等行业的高景气，预计公司代理业务增速也将高于 8%的行业整体复合增速。2022 年受疫情及宏观环境影响，下游消费类客户需求持续低迷，公司代理业务增速出现下滑；2023 年宏观经济持续复苏背景下，消费需求有望转好。我们预计公司代理业务 2022-2024 年营收增速分别为 5%、25%、15%，下游需求没有大幅波动的情况下毛利率基本保持稳定，分别为 13%、13%、13%。

表9：公司分业务拆分及预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
自产业务（亿元）	5.9	8.9	13.5	14.8	19.8	24.9
yoy	21%	50%	52%	10%	34%	26%
毛利率	79.2%	79.9%	80.8%	81.2%	81.4%	81.5%
代理业务（亿元）	4.6	8.1	10.4	11.0	13.7	15.8
yoy	7%	75%	29%	5%	25%	15%
毛利率	13.8%	10.1%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%
其他（亿元）	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
yoy	0%	100%	100%	67%	50%	33%
毛利率	65.3%	89.1%	94.3%	94.0%	94.0%	94.0%
合计（亿元）	10.5	17.0	24.0	26.0	33.9	41.1
yoy	14%	61%	41%	8%	30%	21%
毛利率	50.5%	46.8%	51.5%	52.5%	53.8%	55.3%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

综上，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 26.0、33.9、41.1 亿元，同比增长 8%、30%、21%，毛利率分别为 53%、54%、55%。

5.2 估值分析及投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利为 9.3、12.3、15.6 亿元，同比增长 12%、33%、27%，CAGR=24%，对应现价 PE 为 24、18、14 倍。采用相对估值法进行测算，我们选取国内特种电子元器件行业的火炬电子、宏达电子、振华科技作为可比公司。

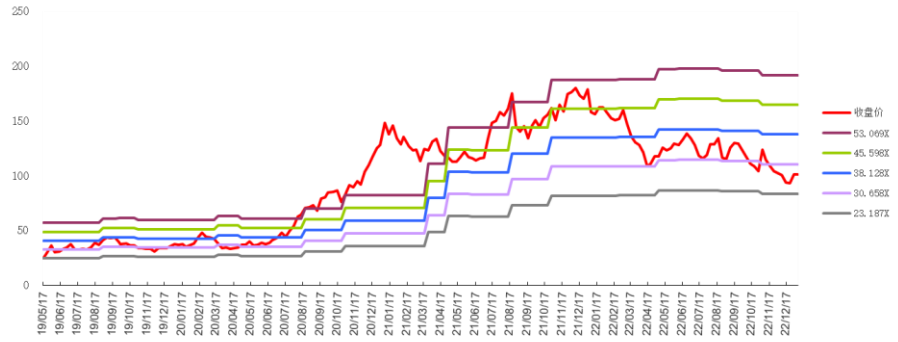
表10： 可比公司估值（市值数据截至 2023 年 1 月 11 日收盘）

证券代码	可比公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603678.SH	火炬电子	187	9.56	10.59	13.49	16.46	20	18	14	11
300726.SZ	宏达电子	174	8.16	9.55	11.90	14.32	21	18	15	12
000733.SZ	振华科技	584	14.91	23.45	29.99	37.30	39	25	19	16
			PE 平均值				27	20	16	13
603267.SH	鸿远电子	223	8.27	9.25	12.28	15.57	27	24	18	14

资料来源：表中鸿远电子、火炬电子、振华科技为浙商证券研究所测算，宏达电子来自 Wind 一致盈利预测

公司作为我国特种多层瓷介电容器的核心供应商，先发优势明显，技术积累、客户基础坚实，有望充分受益我国国防军工行业的现代化建设。参考同行业 3 家公司 2022-2024 年的平均 PE 估值 20、16、13 倍，以及公司上市以来 PE 估值中枢 43 倍，公司 2022-2024 年 PE 估值分别为 24、18、14 倍，对应 PEG 仅为 1.0、0.8、0.6。考虑到公司的行业龙头地位以及高业绩增速可以消化估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

图39： 上市以来公司的 PE 估值中枢为 43 倍



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6 风险提示

1） 特种产品降价超预期:

特种产品价格一般较为稳定，降价一般是因为以价换量。如果未来特种 MLCC 产品降价幅度超预期，将会对公司营收利润造成不利影响。

2） 代理业务毛利率波动风险:

公司代理业务受 MLCC 市场供需、汇率等诸多因素影响，如果未来代理业务毛利率出现下滑将对公司营收利润造成不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3648	4328	5545	7035
现金	1103	1357	2027	2842
交易性金融资产	128	82	89	100
应收账项	1754	2145	2681	3174
其它应收款	26	23	31	40
预付账款	39	30	45	53
存货	415	403	479	605
其他	183	289	193	222
非流动资产	680	789	923	1053
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	8	8	8	8
固定资产	431	534	658	779
无形资产	29	29	29	30
在建工程	70	66	61	54
其他	143	153	167	182
资产总计	4327	5118	6468	8088
流动负债	991	855	1072	1233
短期借款	291	300	300	300
应付款项	495	390	562	673
预收账款	4	5	6	7
其他	200	160	204	253
非流动负债	27	24	25	26
长期借款	0	0	0	0
其他	27	24	25	26
负债合计	1018	879	1097	1259
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	3309	4238	5371	6829
负债和股东权益	4327	5118	6468	8088

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	533	336	939	1087
净利润	827	925	1228	1557
折旧摊销	33	33	42	52
财务费用	9	(2)	(8)	(19)
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(124)	(636)	(277)	(399)
其它	(211)	16	(45)	(104)
投资活动现金流	(345)	(96)	(182)	(191)
资本支出	(182)	(141)	(173)	(179)
长期投资	(8)	0	0	0
其他	(155)	45	(9)	(13)
筹资活动现金流	81	14	(87)	(80)
短期借款	159	9	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(78)	5	(87)	(80)
现金净增加额	269	254	670	815

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2403	2601	3386	4111
营业成本	1165	1235	1565	1837
营业税金及附加	22	23	29	33
营业费用	70	75	91	115
管理费用	99	104	132	160
研发费用	81	91	122	156
财务费用	9	(2)	(8)	(19)
资产减值损失	9	7	31	22
公允价值变动损益	0	0	(0)	(0)
投资净收益	1	1	1	1
其他经营收益	17	19	17	18
营业利润	966	1086	1442	1826
营业外收支	(0)	0	(0)	0
利润总额	966	1086	1442	1826
所得税	139	162	214	269
净利润	827	925	1228	1557
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	827	925	1228	1557
EBITDA	997	1116	1474	1857
EPS（最新摊薄）	3.56	3.98	5.28	6.70

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	41.36%	8.24%	30.19%	21.40%
营业利润	68.36%	12.42%	32.79%	26.62%
归属母公司净利润	70.09%	11.85%	32.80%	26.83%
获利能力				
毛利率	51.51%	52.51%	53.79%	55.32%
净利率	34.40%	35.55%	36.26%	37.88%
ROE	28.04%	24.50%	25.56%	25.53%
ROIC	22.89%	20.30%	21.49%	21.58%
偿债能力				
资产负债率	23.53%	17.18%	16.96%	15.57%
净负债比率	28.81%	34.28%	27.45%	23.95%
流动比率	3.68	5.06	5.17	5.70
速动比率	3.26	4.59	4.73	5.21
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.55	0.58	0.56
应收账款周转率	2.45	2.18	2.27	2.26
应付账款周转率	5.60	5.23	5.63	5.43
每股指标(元)				
每股收益	3.56	3.98	5.28	6.70
每股经营现金	2.29	1.45	4.04	4.68
每股净资产	14.24	18.24	23.11	29.38
估值比率				
P/E	27.01	24.15	18.18	14.34
P/B	6.75	5.27	4.16	3.27
EV/EBITDA	40.90	18.99	13.92	10.60

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上;
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％;
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动;
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上;
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上;
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn