

下游需求强劲叠加规模经济， 公司全年高增长可期

核心观点：

- **事件** 公司 2020 年实现收入 36.56 亿 (+42.3%)，归母净利 6.09 亿 (+59.79%)，EPS 约为 1.33 元。2021Q1 实现收入 11.53 亿(+90.68%)，归母净利 2.58 亿 (+276.68%)，扣非净利 2.55 亿 (+276.50%)。
- **年报业绩增长符合预期，Q1 增长超预期。** 受益于军用电子、5G 通讯、新能源及新兴产业等下游市场需求的快速增长，以及电子元器件国产化替代的旺盛需求，公司收入实现 42.3% 的较快增长，规模经济效应也随之显现，研发费用率+期间费用率大幅下行 3.46pct，盈利能力显著提升。分业务来看，公司自产元器件业务、自产新材料业务和代理业务收入分别增长约 42.7%、12.1% 和 41.9%，其中自产元器件业务收入占比约 29%，毛利率提升约 3pct，对公司业绩增长贡献最为显著。公司 2021Q1 收入增长 90.68%，利润大幅增长 276.68%，盈利端和费用端均大幅改善，毛利率同比增加 8.51pct，研发费用率+期间费用率下行 3.3pct，整体盈利水平超预期。此外，受益于下游需求的高景气度，公司 2020 年末存货 9.52 亿元，比期初大幅增长 34.5%，备货水平明显增加，后期收入快速增长无忧。我们认为随着军品自主元器件持续放量以及新材料产能陆续到位，公司全年高增长可期。
- **拟实施股权激励，公司活力将涌现。** 公司近期拟向 152 人授予 83.9 万股限制性股票，授予价 30 元。业绩考核目标为以 2020 年营业收入或归母净利为基数，2021 年和 2022 年营业收入或归母净利（不考虑股份支付费用）增长率分别不低于 30% 和 69%。本激励计划的股份支付费用总计约为 1367.15 万元，2021 至 2023 年分别约需要摊销 754 万、553 万和 60 万元。因此，公司 2021 年和 2022 年归母净利底线分别为 7.84 亿和 10.24 亿。我们认为，股权激励费用对公司业绩影响很小，激励方案的顺利实施有望进一步激化公司发展活力，助力公司持续快速发展。
- **完成可转债融资，满足业务扩张需求。** 公司 2020 年 5 月完成 60 万手可转债债券的发行，融资 6 亿元，转股价 25.33 元/股，转股日为 2020 年 12 月 2 日。募集资金用于小体积薄介质层陶瓷电容器高技术产业化项目和补流。随着 MLCC 下游主要应用领域产品向小型化、大容量化、高可靠性和低成本的方向发展，具有小型化、大容量、高可靠性特点的陶瓷电容器已经成为 MLCC 产品的主要发展趋势。基础电子元件国产化要求不断提高，但国内高性能 MLCC 产品供不应求的局面，为公司扩产提供了充足的市场空间。该项目达产后，具备年产 84 亿只小体积薄介质层陶瓷电容器的供货能力，有利于丰富公司产品结构，培育新的利润增长点。此外，截至 2021Q1，可转债已转股金额 1.82 亿，累计转股 718.8 万股，尚有 1650 万股待转。
- **投资建议。** 预计公司 2021 年至 2023 年归母净利分别为 9.67 亿、13.33 亿和 17.27 亿，考虑可转债稀释影响，EPS 为 2.03 元、2.80 元和 3.63 元，当前股价对应 PE 为 30x、22x 和 17x。公司作为军用 MLCC 三巨头之一，将充分受益于装备需求大发展。随着公司多业务品类逐步开花叠加治理持续优化，长期发展前景可期，维持“推荐”评级。
- **风险提示：** 军品订单不及预期和品类拓展受阻的风险。

火炬电子 (603678.SH)

推荐 维持评级

分析师

李良

☎: 010-80927657

✉: liliang_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130515090001。

温肇东

☎: 010-80927659

✉: wenzhaodong_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130520060001

市场数据

2021/4/29

A 股收盘价(元)	60.60
A 股一年内最高价(元)	82.20
A 股一年内最低价(元)	23.50
上证指数	3457.07
市盈率(2021)	30.1
总股本(万股)	45985.35
实际流通 A 股(万股)	45985.35
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	278.67

相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

表 1 主要财务指标预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营收(单位:百万元)	3,656.25	4,898.54	6,130.76	7,499.46
同比(%)	42.30%	33.98%	25.15%	22.33%
净利润(单位:百万元)	609.49	967.24	1332.58	1726.80
同比(%)	59.79%	58.70%	37.77%	29.58%
EPS(单位:元)	1.33	2.03	2.80	3.63
P/E	45.72	29.82	21.65	16.70

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

表 2 可比公司估值

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
603267.SH	鸿远电子	125.60	2.10	3.88	4.94	6.33	59.81	32.37	25.43	19.84
300726.SZ	宏达电子	65.83	1.21	1.80	2.49	3.34	54.44	36.66	26.44	19.71
000733.SZ	振华科技	49.61	1.18	1.78	2.39	3.11	42.04	27.81	20.77	15.95
603678.SH	火炬电子	60.60	1.33	2.03	2.80	3.63	45.72	29.82	21.65	16.70
平均值(剔除公司)							50.50	31.67	23.57	18.05

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良 机械军工行业组组长

证券从业近 8 年。清华大学 MBA，曾在中航证券研究所从事军工行业研究，2015 年加入银河证券。曾获 2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

温肇东 军工行业分析师

北京航空航天大学学士、博士，十年装备研究部门论证、科研、管理经验，2018 年加入银河证券研究院。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系人

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤磊 010-80928021 gengyouyou@ChinaStock.com.cn