

特种电容持续快速发展，新材料开辟第二增长曲线

2022 年 03 月 23 日

➤ **事件**：公司 3 月 22 日发布 2021 年报，全年实现营收 47.3 亿元，YoY +29.5%；归母净利润 9.6 亿元，YoY +56.8%；扣非净利润 9.5 亿元，YoY +61.9%。**业绩整体符合预期**，基本处于业绩预告范围内。

➤ **季度营收较为均衡，4Q21 净利润同比下降**。公司 2021Q1~Q4 分别实现营收 11.5 亿元、12.6 亿元、11.8 亿元、11.4 亿元，YoY +90.7%、+40.8%、+21.4%、-3.8%；归母净利润 2.6 亿元、2.9 亿元、2.3 亿元、1.7 亿元，YoY +276.7%、+42.0%、+53.3%、-5.5%。2021Q1~Q4 毛利率分别是 35.0%、37.7%、35.3%、33.9%；净利率分别是 22.6%、24.1%、20.3%、15.2%，4Q21 净利率下降主要系费用增长所致。

➤ **费用管控能力整体提升，销售回款改善经营现金流**。1) 管理费用率 4.0%，同比减少 0.04ppt；2) 销售费用率 3.1%，同比减少 0.17ppt；3) 研发费用 1.1 亿元，YoY +58.1%；4) 2021 年公司捐赠 1586 万元，同时股权激励费用摊销 1158 万元，部分影响利润。截至 2021 年底，公司 5) 预付款项 0.9 亿元，较年初增长 670%，系贸易业务预付货款增加所致；6) 经营活动净现金流 5.9 亿元，YoY +2237%，系销售回款所致。

➤ **电容业务持续高景气，新材料铸造第二成长曲线**。1) **自产元器件板块**：实现收入 15.2 亿元，YoY +43.0%，占总收入比 32.2%，毛利率同比提高 7.5ppt 至 78.0%。其中广州天极收入 1.7 亿；利润 5819 万，YoY +45%。2) **新材料板块**：实现收入 0.66 亿元，YoY +34.8%，毛利率同比提高 3.9ppt 至 74.4%。其中立亚新材获评国家第三批专精特新“小巨人”企业，收入 1.2 亿；利润 4,105 万，YoY +27%；立亚化学被列入 2021 年省科技小巨人企业，业绩扭亏为盈。3) **贸易板块**：实现收入 30.6 亿元，YoY +23.9%，毛利率同比减少 1.0ppt 至 12.9%。公司新材料板块形成稳定供货能力，陶瓷先驱体全年产量 31.2 吨，YoY +80%；销量 7.4 吨，YoY +436%；库存 21.5 吨，YoY +118%。公司陶瓷先驱体产销量和库存均增长较多，或反映出该板块未来的增长潜力。

➤ **投资建议**：公司核心主业特种 MLCC 增长持续性较好，在手订单充足，随装备信息化程度提升及国产化进程加速，行业及公司主业有望在“十四五”期间继续高景气。同时，公司高性能特种陶瓷材料产业化系列专有技术系国内首创，具有较高壁垒和较强竞争力，发展前景广阔。我们预计公司 2022~2024 年归母净利润分别是 13.01 亿元、16.17 亿元、19.45 亿元。当前股价对应 2022~2024 年 PE 为 19x/15x/13x。**我们考虑到下游行业的持续高景气及公司核心主业的竞争力，给予公司 2022 年 25 倍 PE，2022 年 EPS 为 2.83 元/股，对应目标价 70.71 元。维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示**：下游需求增速放缓，产能扩充不及预期，毛利率下降。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4734	6119	7556	9072
增长率 (%)	29.5	29.2	23.5	20.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	956	1301	1617	1945
增长率 (%)	56.8	36.1	24.3	20.3
每股收益 (元)	2.08	2.83	3.52	4.23
PE	26	19	15	13
PB	5.2	4.1	3.2	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 03 月 23 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

53.24 元

目标价：

70.71 元



分析师：尹会伟

执业证号：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理：孔厚融

执业证号：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

相关研究

1. 火炬电子 (603678.SH) :2021 业绩预告符合预期，估值处于历史较低位置

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4734	6119	7556	9072
营业成本	3053	3887	4765	5688
营业税金及附加	28	35	46	58
销售费用	148	186	241	304
管理费用	188	236	306	386
研发费用	108	135	175	221
EBIT	1224	1639	2023	2415
财务费用	27	47	43	39
资产减值损失	-17	-23	-27	-29
投资收益	-4	1	1	1
营业利润	1192	1604	1993	2396
营业外收支	-17	-6	-6	-6
利润总额	1175	1598	1987	2390
所得税	198	269	335	403
净利润	977	1329	1652	1987
归属于母公司净利润	956	1301	1617	1945
EBITDA	1355	1796	2207	2633

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	922	1715	2469	3607
应收账款及票据	2237	2813	3391	3974
预付款项	89	110	130	151
存货	1129	1393	1682	1981
其他流动资产	263	318	371	423
流动资产合计	4640	6348	8044	10135
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	1176	1403	1602	1768
无形资产	179	169	159	149
非流动资产合计	2301	2135	2336	2502
资产合计	6940	8484	10379	12638
短期借款	800	800	800	800
应付账款及票据	492	669	873	1104
其他流动负债	225	262	302	342
流动负债合计	1517	1731	1974	2246
长期借款	112	112	112	112
其他长期负债	490	490	490	490
非流动负债合计	602	602	602	602
负债合计	2119	2333	2576	2848
股本	460	460	460	460
少数股东权益	145	173	208	251
股东权益合计	4822	6151	7803	9790
负债和股东权益合计	6940	8484	10379	12638

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	29.48	29.25	23.49	20.06
EBIT 增长率	53.58	33.90	23.40	19.39
净利润增长率	56.83	36.07	24.32	20.27
盈利能力 (%)				
毛利率	35.52	36.47	36.94	37.30
净利率	20.63	21.72	21.87	21.90
总资产收益率 ROA	13.77	15.33	15.58	15.39
净资产收益率 ROE	20.44	21.76	21.29	20.39
偿债能力				
流动比率	3.06	3.67	4.07	4.51
速动比率	2.26	2.80	3.16	3.56
现金比率	0.61	0.99	1.25	1.61
资产负债率 (%)	30.53	27.50	24.82	22.54
经营效率				
应收账款周转天数	122.78	120.78	118.78	116.78
存货周转天数	134.96	132.96	130.96	128.96
总资产周转率	0.68	0.72	0.73	0.72
每股指标 (元)				
每股收益	2.08	2.83	3.52	4.23
每股净资产	10.17	13.00	16.51	20.74
每股经营现金流	1.29	1.84	2.61	3.44
每股股利	0.34	0.34	0.34	0.34
估值分析				
PE	26	19	15	13
PB	5.2	4.1	3.2	2.6
EV/EBITDA	18.39	13.43	10.59	8.44
股息收益率 (%)	0.64	0.64	0.64	0.64

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	977	1329	1652	1987
折旧和摊销	131	157	184	218
营运资金变动	-568	-732	-738	-725
经营活动现金流	594	847	1198	1581
资本开支	-618	-375	-376	-376
投资	-6	-6	-6	-6
投资活动现金流	-628	4	-390	-390
股权募资	0	0	0	0
债务募资	310	-4	0	0
筹资活动现金流	158	-58	-54	-54
现金净流量	122	793	754	1138

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001