

中航证券研究所  
 分析师：张超  
 证券执业证书号：S0640519070001  
 分析师：宋子豪  
 证券执业证书号：S0640520080002  
 分析师：刘琛  
 证券执业证书号：S0640520050001  
 邮箱：songzh@avicsec.com

## 火炬电子（603678）2021 年年报点评： 扩产增效叠加结构优化促进毛利率上升，新材料业务快速增长

行业分类：军工

2022 年 3 月 23 日

|                 |         |
|-----------------|---------|
| 公司投资评级          | 买入      |
| 当前股价（2022.3.23） | 53.24 元 |
| 目标价格            | 81.15 元 |

### 基础数据（2022.3.23）

|             |          |
|-------------|----------|
| 上证指数        | 3,271.03 |
| 总股本（百万股）    | 459.86   |
| 流通 A 股（百万股） | 459.03   |
| 资产负债率       | 30.53%   |
| ROE（摊薄）     | 20.44%   |
| PE（TTM）     | 25.61    |
| PB（LF）      | 5.31     |

近一年与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

➤ **事件：**公司发布 2021 年年报，2021 年公司实现营业收入（47.34 亿元，+29.48%），归母净利润（9.56 亿元，+56.83%），扣非后归母净利润（9.49 亿元，+61.88%），毛利率（35.52%，+3.67pcts）。

➤ **投资要点：**

#### ● 扩产增效叠加结构优化促进毛利率上升

2021 年公司实现营业收入（47.34 亿元，+29.48%），归母净利润（9.56 亿元，+56.83%），扣非后归母净利润（9.49 亿元，+61.88%），毛利率（35.52%，+3.67pcts）。2021 年四季度单季业绩有所下滑，实现营业收入（11.37 亿元，-3.76%），归母净利润（1.74 亿元，-5.45%）。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，叠加国产替代的不断推动，公司全年营收持续增长。与此同时，公司扩产增效、优化产品结构，高附加值产品出货量明显增长，实现毛利率的提升。公司立足元器件行业，自产产品呈现多元化发展，并获得 2021 年中国电子元件企业经济指标综合排序百强榜单的第 32 名。目前公司布局“元器件、国际贸易、新材料”三大战略板块，构建泉州和广州两大生产制造基地，上海、北京、深圳三大运营中心。

①**元器件板块**实现营收（15.23 亿元，+43.01%），毛利率（78.02%，+7.49pcts）。火炬电子深耕陶瓷电容器多年，具备成熟的生产技术，同时还拥有钽电容器、超级电容器等多系列产品，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。报告期内，公司调整部分产能集中于高规格、高附加值产品，毛利率实现提升。我们认为在我国军工信息化不断发展的战略下，信息化装备的数量和单位装备价值量有望进一步提升，电容器作为信息化装备的基础元件，需求量将维持较高水平，推动公司业绩增厚。

②**贸易板块**实现营收（30.62 亿元，+23.86%）持续增长，毛利率（12.92%，-1.02pcts），小幅下降。公司近年来新增与国际知名品牌的合作，积极开拓新产品线与新兴市场，同时利用电商平台推广品牌，抓住物联网、5G、新能源汽车等新兴市场发展机遇，快速渗透细分市场。根据工信部数据，我国 5G 基站数量在 2022 年底力争从目前的约 142.5 万个增长至 200 万个以上，增幅达到 40.25%；2021 年我国新能源汽车销售完成 352.1 万辆，同比增长 1.6 倍，连续 7 年位居全球第一。公司代销产品是电路中不可或缺的基础元件，我们认为下游高景气将持续

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
 公司网址：www.avicsec.com  
 联系电话：010-59562524  
 传真：010-59562637

**带动上游需求的增长。**

③新材料板块主要由立亚系公司承担。立亚新材实现营业收入（1.22 亿元，+15.12%），净利润（4104.80 万元，+26.54%）。立亚化学实现营业收入（5107.04 万元，+136.44%），净利润（470.14 万元，扭亏为盈）。立亚特陶净利润为-2152.78 万元。公司新材料板块营收占比虽然较小，但营收规模逐年呈上升趋势。公司通过技术独占许可方式掌握了 CASAS300 特种陶瓷材料产业化的一系列专有技术，属国内首创，技术水平领先，且产能已具备稳定供货能力。2022 年，立亚新材将着重推进科研项目的验收和客户应用的拓展，立亚化学将在丰富产品类别的同时致力于增强盈利能力。

**我们认为，公司陶瓷材料具备技术稀缺性，在市场应用逐步拓宽后将进入放量阶段，收入规模有望不断扩大。**

公司销售费用率（3.14%，-0.17pcts），管理费用率（6.25%，+0.37pcts），财务费用率（0.57%，-0.26pcts）小幅变化，主要由于公司人员的增加及薪酬水平的提高导致。公司研发费用率（2.27%，+0.41pcts），研发费用（1.08 亿元，+58.12%）的增长系源于公司的研发创新布局。公司将继续围绕电子元件产业链着重布局，纵向深入关键原材料，横向拓展产品品类，增强公司的可持续竞争力。截至报告期末，公司拥有 264 项专利，其中发明专利 53 项、实用新型专利 200 项、外观设计专利 11 项，正在申报的专利 142 项，其中发明 112 项。

公司存货（11.29 亿元，+18.56%），其中原材料（2.36 亿元，相比期初+24.25%）和在产品（1.13 亿元，相比期初+43.75%）保持较高增速水平，公司积极为自产元器件及新材料业务备货。报告期经营活动产生的现金流量净额（5.94 亿元，+2237.02%）大幅向好，回款显著增加。

**● 公司拟分拆控股子公司广州天极在科创板独立上市，增强子公司综合竞争力**

火炬电子目前持有广州天极 51.58%的股权。广州天极拥有自主可控的陶瓷介质材料制备技术和半导体薄膜工艺，是国内少数实现从陶瓷、薄膜等介质材料制备到微波无源元器件生产全过程的企业之一。其核心产品之一微波芯片电容及介质制备技术“晶界层介质基片”达到国内领先水平，部分成果达到国际先进水平。广州天极产品广泛应用于军用雷达、电子对抗、制导、卫星通信等国防军工（含航空航天）领域以及 5G 通信、光通信等民用领域。2021 年，其市场份额及盈利能力进一步提升，持续巩固行业地位，实现营业收入（1.74 亿元，+37.48%），净利润（5818.98 万元，+44.97%）。**我们认为本次分拆上市有助于广州天极依托科创板平台进行独立融资，促进微波无源元器件的发展，进一步增强盈利能力和综合竞争力。**

**● 股权激励激发企业内在活力，彰显信心**

公司连续三年以自有资金通过集中竞价交易方式回购公司部分股份，用于实施员工持股计划或股权激励。报告期内，公司使用 2999.45 万元回购股份 56.06 万股，回购完成后回购专用证券账户合计持有 195.33 万股。同期，公司实施 2021 年限制性股票激励，向公司（含控股子公司）任职的董事、高管、核心骨干及 20 年以上工龄资深员工合计 147 人，授予股票 82.68 万股，占总股本的 0.18%，授予价格为 30.00 元/股。公司层面考核目标：第一个解除限售期以 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 30%；第二个解除限售期以 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 69%。**我们认为股权激励将充分激发企业内在活力，稳固优秀人才。**

**➢ 投资建议：**

军用电子元器件对产品的性能、可靠性以及供货有着更高或更特殊的要求，技术含量高，行业集中度较高，竞争格局较为稳定。公司作为国内高可靠 MLCC 主要的生产厂家之一，且为首批通过宇航级产品认证的企业，承担过多项国家军工科研任务，已与多数军工企事业单位等建立了良好的合作关系。我们认为“十四五”期间军工行业下游需求上升明确，在我国军工信息化不断发展的战略下，信息化装备数量和单位装备价值量有望进一步提升，电容器作为信息化装备的基础元件，行业增长确定性较强。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 12.23 亿元、14.42 亿元和 16.45 亿

元，EPS 分别为 2.66 元、3.14 元和 3.58 元，对应 PE 分别为 20.0、17.0、14.9 倍。基于公司所处行业地位以及产品未来发展前景，我们维持“买入”评级，目标价 81.15 元/股，分别对应 2022-2024 年 PE 30.5、25.9、22.7 倍。

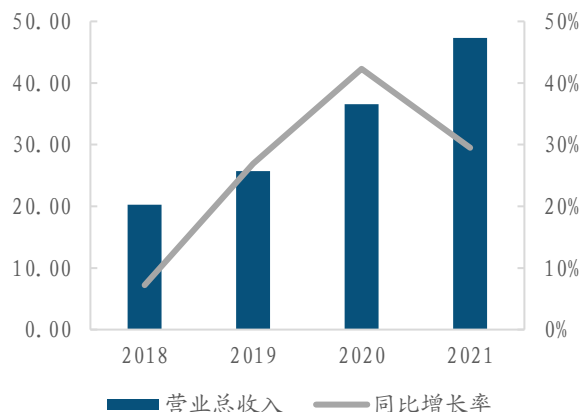
| 指标/年度        | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（亿元）     | 47.34  | 58.16  | 70.56  | 84.16  |
| 增长率          | 29.48% | 22.86% | 21.32% | 19.27% |
| 归属母公司净利润（亿元） | 9.56   | 12.23  | 14.42  | 16.45  |
| 增长率          | 56.83% | 27.95% | 17.88% | 14.11% |
| 每股收益 EPS（元）  | 2.08   | 2.66   | 3.14   | 3.58   |
| 净资产收益率 ROE   | 20.26% | 20.41% | 19.40% | 18.12% |

资料来源：Wind，中航证券研究所

➤ **风险提示：**MLCC 价格下降，下游民品市场需求变动风险，陶瓷材料应用推广不足预期的风险。

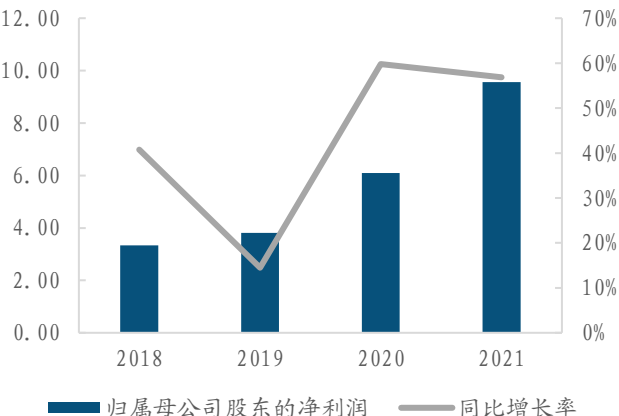


图 1: 2018-2021 营业总收入及增速 (单位: 亿元, %)



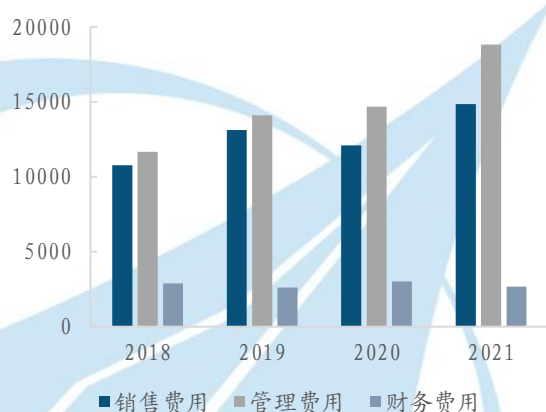
数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 2: 2018-2021 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



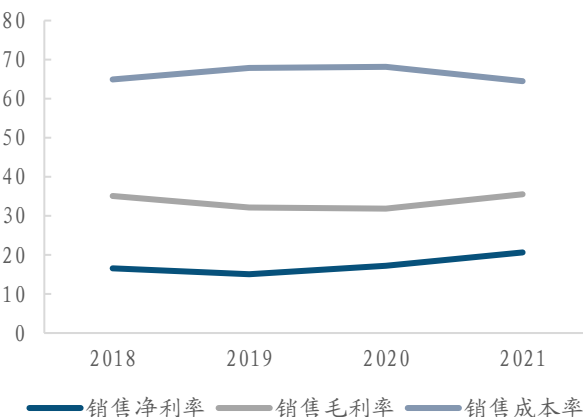
数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 3: 2018-2021 三费情况 (单位: 万元)



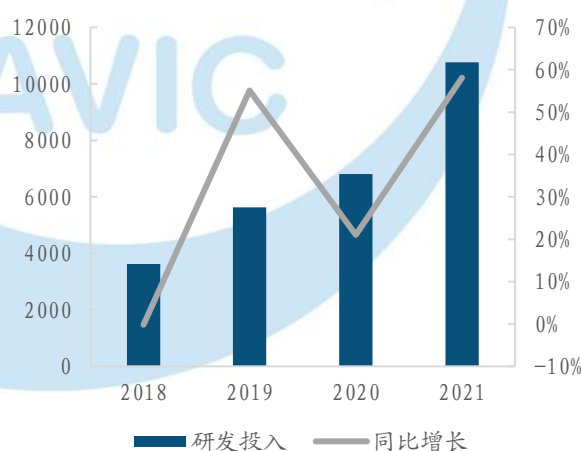
数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 4: 2018-2021 销售毛利率、净利率、成本率 (%)



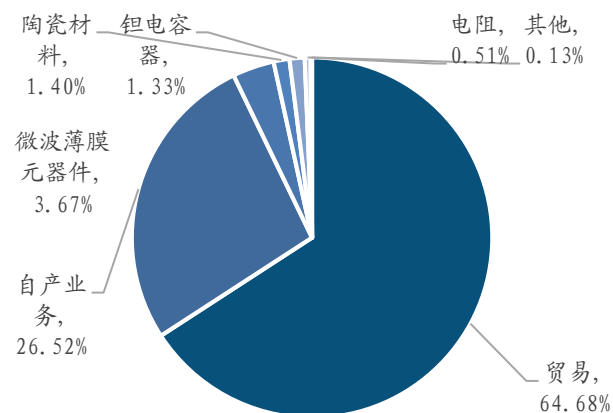
数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 5: 2018-2021 研发投入情况 (单位: 万元)



数据来源: Wind, 中航证券研究所

图 6: 公司收入结构



数据来源: Wind, 中航证券研究所

图表 7：财务报表预测（单位：亿元）

| 利润表         |       |       |       |       | 现金流量表           |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |                 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入        | 47.34 | 58.16 | 70.56 | 84.16 | 净利润             | 9.77  | 12.23 | 14.42 | 16.45 |
| 营业成本        | 30.53 | 38.32 | 46.68 | 56.21 | 折旧与摊销           | 1.22  | 2.32  | 2.57  | 2.67  |
| 营业税金及附加     | 0.28  | 0.26  | 0.32  | 0.40  | 财务费用            | 0.27  | 0.62  | 0.67  | 0.71  |
| 销售费用        | 1.48  | 1.75  | 2.06  | 2.66  | 资产减值损失          | -0.17 | -0.05 | -0.05 | -0.05 |
| 管理费用        | 1.88  | 2.41  | 3.39  | 4.31  | 经营营运资本变动        | -4.96 | -5.87 | -7.78 | -8.61 |
| 财务费用        | 0.27  | 0.62  | 0.67  | 0.71  | 其他              | -0.19 | 0.02  | 0.02  | 0.02  |
| 资产减值损失      | -0.17 | -0.05 | -0.05 | -0.05 | <b>经营性现金流净额</b> | 5.94  | 9.27  | 9.85  | 11.19 |
| 投资收益        | -0.04 | 0.03  | 0.03  | 0.03  | 资本支出            | -1.79 | -0.13 | -0.20 | -0.22 |
| 公允价值变动损益    | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 其他              | -4.49 | -0.17 | -0.17 | -0.17 |
| 其他经营损益      | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | <b>投资性现金流净额</b> | -6.28 | -0.30 | -0.37 | -0.39 |
| <b>营业利润</b> | 11.92 | 14.88 | 17.51 | 19.96 | 短期借款            | 2.62  | -8.00 | 0.00  | 0.00  |
| 其他非经营损益     | -0.17 | -0.17 | -0.17 | -0.17 | 长期借款            | 0.40  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| <b>利润总额</b> | 11.75 | 14.71 | 17.34 | 19.79 | 股权融资            | -0.07 | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 所得税         | 1.98  | 2.48  | 2.92  | 3.33  | 支付股利            | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 净利润         | 9.77  | 12.23 | 14.42 | 16.45 | 其他              | -1.37 | -1.43 | -0.37 | -0.41 |
| 少数股东损益      | 0.21  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | <b>筹资性现金流净额</b> | 1.58  | -9.43 | -0.37 | -0.41 |
| 归属母公司股东净利   | 9.56  | 12.23 | 14.42 | 16.45 | <b>现金流量净额</b>   | 1.22  | -0.46 | 9.11  | 10.39 |

| 资产负债表         |       |       |       |        | 财务分析指标            |         |        |        |        |
|---------------|-------|-------|-------|--------|-------------------|---------|--------|--------|--------|
|               | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E  |                   | 2021A   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| 货币资金          | 9.22  | 8.76  | 17.87 | 28.26  | <b>成长能力</b>       |         |        |        |        |
| 应收和预付款项       | 24.27 | 29.85 | 36.21 | 43.21  | 销售收入增长率           | 29.48%  | 22.86% | 21.32% | 19.27% |
| 存货            | 11.29 | 14.17 | 17.26 | 20.78  | 营业利润增长率           | 55.89%  | 24.87% | 17.68% | 13.97% |
| 其他流动资产        | 1.61  | 0.49  | 0.60  | 0.71   | 净利润增长率            | 54.88%  | 25.22% | 17.88% | 14.11% |
| 长期股权投资        | 0.05  | 0.05  | 0.05  | 0.05   | EBITDA 增长率        | 50.59%  | 32.92% | 16.43% | 12.48% |
| 投资性房地产        | 0.13  | 0.13  | 0.13  | 0.13   | <b>获利能力</b>       |         |        |        |        |
| 固定资产和在建工程     | 15.03 | 13.03 | 10.81 | 8.50   | 毛利率               | 35.52%  | 34.12% | 33.84% | 33.21% |
| 无形资产和开发支出     | 2.00  | 1.91  | 1.86  | 1.82   | 三费率               | 7.68%   | 8.23%  | 8.68%  | 9.12%  |
| 其他非流动资产       | 5.80  | 5.90  | 6.00  | 6.10   | 净利率               | 20.63%  | 21.03% | 20.43% | 19.55% |
| <b>资产总计</b>   | 69.40 | 74.28 | 90.79 | 109.56 | ROE               | 20.26%  | 20.41% | 19.40% | 18.12% |
| 短期借款          | 8.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00   | ROA               | 14.07%  | 16.47% | 15.88% | 15.02% |
| 应付和预收款项       | 6.26  | 7.84  | 9.55  | 11.49  | ROIC              | 20.51%  | 22.87% | 24.21% | 24.56% |
| 长期借款          | 1.12  | 1.12  | 1.12  | 1.12   | EBITDA/销售收入       | 28.32%  | 30.64% | 29.40% | 27.73% |
| 其他负债          | 5.81  | 5.41  | 5.79  | 6.17   | <b>营运能力</b>       |         |        |        |        |
| <b>负债合计</b>   | 21.19 | 14.37 | 16.46 | 18.78  | 总资产周转率            | 0.74    | 0.81   | 0.85   | 0.84   |
| 股本            | 4.60  | 4.60  | 4.60  | 4.60   | 固定资产周转率           | 4.39    | 4.92   | 6.34   | 8.99   |
| 资本公积          | 12.91 | 12.91 | 12.91 | 12.91  | 应收账款周转率           | 2.98    | 3.28   | 3.26   | 3.23   |
| 留存收益          | 29.15 | 41.38 | 55.80 | 72.25  | 存货周转率             | 2.84    | 3.01   | 2.97   | 2.95   |
| 归属母公司股东权益     | 46.77 | 58.46 | 72.88 | 89.33  | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 104.47% | —      | —      | —      |
| 少数股东权益        | 1.45  | 1.45  | 1.45  | 1.45   | <b>资本结构</b>       |         |        |        |        |
| <b>股东权益合计</b> | 48.22 | 59.91 | 74.33 | 90.78  | 资产负债率             | 30.53%  | 19.35% | 18.13% | 17.14% |
| 负债和股东权益合计     | 69.40 | 74.28 | 90.79 | 109.56 | 带息债务/总负债          | 60.36%  | 33.33% | 29.10% | 25.51% |

| 业绩和估值指标   |        |        |        |       |                | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|--------|--------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| EBITDA    | 13.41  | 17.82  | 20.75  | 23.34 | 流动比率           | 3.06  | 6.62  | 7.31  | 7.84  |
| PE        | 25.61  | 20.02  | 16.98  | 14.88 | 速动比率           | 2.31  | 4.86  | 5.56  | 6.09  |
| PB        | 5.08   | 4.09   | 3.29   | 2.70  | 股利支付率          | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| PS        | 5.17   | 4.21   | 3.47   | 2.91  | <b>每股指标（元）</b> |       |       |       |       |
| EV/EBITDA | 18.131 | 13.174 | 10.866 | 9.207 | 每股收益           | 2.08  | 2.66  | 3.14  | 3.58  |
| 股息率       | 0.000  | 0.000  | 0.000  | 0.000 | 每股净资产          | 10.49 | 13.03 | 16.16 | 19.74 |
|           |        |        |        |       | 每股经营现金         | 1.292 | 2.016 | 2.142 | 2.433 |
|           |        |        |        |       | 每股股利           | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |

数据来源：Wind，中航证券研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。  
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间  
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。  
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。  
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券研究所首席分析师。

宋子豪，SAC 执业证书号：S0640520080002，美国印第安纳凯利商学院金融学学士、数学辅修，福特汉姆大学金融学硕士，从事军工行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。