

火炬电子 (603678)

 证券研究报告
2024年05月09日

新材料业务航空需求或将打开，元器件业务静待恢复拐点

事件：公司发布 23 年年报，实现营收 35.04 亿元，同比-1.55%，主要系 23 年元器件行业客户需求尚处于缓慢恢复阶段所致；实现归母净利润 3.18 亿元，同比-60.27%；实现扣非归母净利润 3.10 亿元，同比-59.80%，主要系公司为提高客户粘度调整部分产品价格。24 年一季度实现营收 6.52 亿元，同比+1.57%，实现归母净利润 0.74 亿元，同比-41.22%。我们认为，公司 24 年 Q1 营业收入仍然短期承压，但公司有望在未来出现需求拐点。

● 核心业务承压导致盈利能力下滑，景气度修复&新业务成长提供可观弹性

2023 年期间费用率达 18.15%，同比+3.46pcts，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.10%/7.85%/1.06%/4.14%，同比分别+0.53/+1.67/+0.13/+1.13pcts。研发费用率和管理费用率大幅增加主要系薪酬及折旧摊销增加和对研发投入增大引起。我们认为，下游客户需求尚未恢复但成本端费用持续提升带来期间费用率大幅上涨，伴随后续现有业务需求回暖及新业务快速爬坡，公司期间费用率有望得到有效控制。

● 陶瓷材料在新一代装备中应用空间广阔

公司新材料由立亚系公司实施，其中立亚新材主营产品为 CASAS-300 高性能特种陶瓷材料系列产品，应用于航天、航空、核工业等领域的热端结构部件；立亚化学主要产品包括固态聚碳硅烷、液态聚碳硅烷等系列，一方面能作为高性能特种陶瓷材料的先驱体，另一方面，亦可作为基体制造陶瓷基复合材料。2023 年公司新材料业务板块实现营业收入 1.6 亿元，同比增长 58.51%，实现了稳定高速增长。先驱体转化法是制备细直径 (<15 μm) SiC 纤维的主要方法，而到目前为止 PCS 仍是最成功和最具代表性的 SiC 纤维先驱体。SiC 纤维广泛的应用于航空航天和核工业等领域，系我国发展航空航天事业必备关键材料之一。我们认为特种陶瓷材料是继碳纤维复合材料之后发展起来的一种具有优异性能的多功能陶瓷新材料，是我国新一代武器装备基础支撑，具有重大战略意义，市场空间广阔，公司有望充分受益陶瓷材料在新一代装备中加速渗透，新材料业务有望持续保持高速增长。

● 自产元器件业务受下游影响短期承压，多品类布局有望成为新的业绩增长点

公司自产元器件业务实现销售收入 11.24 亿元，同比-23.83%，公司持续进行客户结构及产品结构调整，完善产品推广策略，强化管理、人工、成本控制措施；其中火炬电子成熟产品包括片式多层陶瓷电容器、引线式多层陶瓷电容器、多芯组陶瓷电容器、脉冲功率陶瓷电容器、钽电容器、超级电容器等多系列产品；天极科技从事微波无源元器件及薄膜集成产品的研发、生产及销售，并形成微波芯片电容器、薄膜电路、薄膜无源集成器件、微波介质频率器件四类产品；福建毫米以电阻器为核心产品，开发应用频段较广的各类电阻及衍生产品；厦门芯一代聚焦于 MOSFET、IGBT、模拟 IC 和第三代功率器件等半导体芯片的研发、设计和销售。我们认为，公司持续聚焦元器件主业，不断丰富公司产品组合，下游应用涵盖航空、航天、船舶及通讯、电力、轨道交通、新能源、军用雷达、电子对抗、精确制导、卫星通信等多领域，多品类业务有望打开自产元器件业务新的业绩增长点。

盈利预测与评级：2023 年年报公布后，公司整体基数下调，但随着新一代装备中陶瓷材料的加速渗透，公司有望充分受益，具备广阔市场空间，新材料业务有望保持高速增长，同时公司布局多品类元器件，公司元器件业务有望实现逐步修复。因此我们针对 2023 年预期进行调整，远期保持乐观。预计公司在 2024-2025 年的归母净利润分别由 4.91/7.22 亿元调整至 3.85/5.51 亿元，2026 年的归母净利润为 7.19 亿元，对应 PE 分别为 29.79/20.80/15.93X，维持“买入”评级。

风险提示：技术研发创新及新产品验证定型风险，核心技术人员流失风险，客户集中度较高风险，部分原材料的断供风险，经营性现金流风险，受军工行业政策变化影响较大的风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,558.72	3,503.59	4,347.84	5,425.97	6,278.20
增长率(%)	(24.83)	(1.55)	24.10	24.80	15.71
EBITDA(百万元)	1,257.98	844.66	750.58	971.38	1,184.44
归属母公司净利润(百万元)	801.45	318.38	384.63	550.92	719.44
增长率(%)	(16.15)	(60.27)	20.81	43.24	30.59
EPS(元/股)	1.75	0.69	0.84	1.20	1.57
市盈率(P/E)	14.30	35.99	29.79	20.80	15.93
市净率(P/B)	2.17	2.12	2.00	1.85	1.68
市销率(P/S)	3.22	3.27	2.64	2.11	1.83
EV/EBITDA	15.27	14.59	15.15	13.53	10.06

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/军工电子 II
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	25 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	458.34
流通 A 股股本(百万股)	458.34
A 股总市值(百万元)	11,458.48
流通 A 股市值(百万元)	11,458.48
每股净资产(元)	11.78
资产负债率(%)	24.95
一年内最高/最低(元)	37.45/16.30

作者

王泽宇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070002	wangzeyu@tfzq.com
潘暕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	panjian@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《火炬电子-公司点评:自产业务阶段性承压波及业绩，主动元器件+新材料或开启新篇章》 2024-02-01
- 《火炬电子-年报点评报告:贸易业务拖累整体业绩表现，新材料业务持续突破》 2023-04-01
- 《火炬电子-年报点评报告:费用+政府补助递延影响表现业绩，自产军品仍有望延续较快增长》 2022-03-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	819.17	998.87	1,150.92	434.08	672.72	营业收入	3,558.72	3,503.59	4,347.84	5,425.97	6,278.20
应收票据及应收账款	2,237.97	1,989.73	2,281.10	3,621.52	3,495.17	营业成本	2,050.25	2,432.11	3,127.52	3,936.80	4,518.30
预付账款	20.38	24.98	60.80	69.38	80.09	营业税金及附加	27.82	24.52	28.01	36.94	44.05
存货	1,238.18	1,305.76	1,246.36	2,393.25	2,058.33	销售费用	162.77	178.73	221.74	244.17	263.68
其他	399.16	416.04	456.49	537.09	518.33	管理费用	220.01	275.04	295.65	298.43	326.47
流动资产合计	4,714.86	4,735.38	5,195.66	7,055.33	6,824.64	研发费用	106.96	144.88	152.17	173.63	188.35
长期股权投资	17.14	23.15	23.15	23.15	23.15	财务费用	33.20	37.20	7.63	25.69	29.38
固定资产	2,047.64	2,046.13	2,003.11	1,944.02	1,908.97	资产/信用减值损失	(26.19)	(82.72)	(42.64)	(42.70)	(48.56)
在建工程	214.66	343.44	310.41	287.28	232.37	公允价值变动收益	0.00	0.66	0.00	0.00	0.00
无形资产	185.77	266.22	241.41	216.60	191.79	投资净收益	(0.47)	(4.29)	(3.02)	(3.05)	(2.71)
其他	361.55	505.35	510.24	527.82	471.10	其他	9.18	133.05	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2,826.74	3,184.30	3,088.32	2,998.88	2,827.39	营业利润	975.17	364.44	469.46	664.56	856.70
资产总计	7,541.61	7,919.67	8,283.99	10,054.20	9,652.03	营业外收入	0.45	0.07	0.49	0.39	0.35
短期借款	563.36	563.42	500.00	1,367.00	500.00	营业外支出	2.38	6.34	6.94	8.30	5.99
应付票据及应付账款	363.33	490.01	656.10	856.55	859.08	利润总额	973.24	358.17	463.01	656.65	851.06
其他	195.47	188.15	207.91	217.80	226.98	所得税	147.54	44.70	71.69	98.45	123.65
流动负债合计	1,122.16	1,241.58	1,364.00	2,441.35	1,586.06	净利润	825.69	313.47	391.32	558.20	727.41
长期借款	344.85	425.61	400.00	591.01	400.00	少数股东损益	24.24	(4.91)	6.70	7.27	7.97
应付债券	380.31	391.95	373.31	378.23	380.95	归属于母公司净利润	801.45	318.38	384.63	550.92	719.44
其他	221.59	185.38	146.01	168.99	180.49	每股收益(元)	1.75	0.69	0.84	1.20	1.57
非流动负债合计	946.75	1,002.93	919.32	1,138.23	961.44						
负债合计	2,076.22	2,251.31	2,283.32	3,579.58	2,547.50	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	184.09	252.64	258.19	264.37	271.30	成长能力					
股本	459.86	458.90	458.34	458.34	458.34	营业收入	-24.83%	-1.55%	24.10%	24.80%	15.71%
资本公积	1,305.37	1,298.46	1,298.46	1,298.46	1,298.46	营业利润	-18.16%	-62.63%	28.82%	41.56%	28.91%
留存收益	3,497.90	3,656.49	3,975.17	4,443.28	5,068.90	归属于母公司净利润	-16.15%	-60.27%	20.81%	43.24%	30.59%
其他	18.15	1.89	10.51	10.18	7.52	获利能力					
股东权益合计	5,465.38	5,668.37	6,000.67	6,474.63	7,104.53	毛利率	42.39%	30.58%	28.07%	27.45%	28.03%
负债和股东权益总计	7,541.61	7,919.67	8,283.99	10,054.20	9,652.03	净利率	22.52%	9.09%	8.85%	10.15%	11.46%
						ROE	15.18%	5.88%	6.70%	8.87%	10.53%
						ROIC	18.43%	6.20%	7.21%	10.38%	9.60%
						偿债能力					
						资产负债率	27.53%	28.43%	27.56%	35.60%	26.39%
						净负债率	9.71%	8.09%	3.08%	30.37%	9.49%
						流动比率	4.17	3.79	3.81	2.89	4.30
						速动比率	3.08	2.75	2.90	1.91	3.01
						营运能力					
						应收账款周转率	1.59	1.66	2.04	1.84	1.76
						存货周转率	3.01	2.75	3.41	2.98	2.82
						总资产周转率	0.49	0.45	0.54	0.59	0.64
						每股指标(元)					
						每股收益	1.75	0.69	0.84	1.20	1.57
						每股经营现金流	2.02	1.89	0.95	-3.42	3.32
						每股净资产	11.52	11.82	12.53	13.55	14.91
						估值比率					
						市盈率	14.30	35.99	29.79	20.80	15.93
						市净率	2.17	2.12	2.00	1.85	1.68
						EV/EBITDA	15.27	14.59	15.15	13.53	10.06
						EV/EBIT	17.29	18.84	20.68	17.19	12.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com