

火炬电子 (603678)

2024年中报点评：陶瓷材料有望开启第二增长曲线

业绩概要：2024H1 公司实现营业收入 14.3 亿元 (-9.6%)，实现归母净利润 1.6 亿元 (-35.2%)，对应 EPS 为 0.36 元，扣非归母净利润 1.6 亿元 (-36.2%)。2024Q2 公司实现营业收入 7.8 亿元 (同比-17.2%，环比+19.0%)，实现归母净利润 0.90 亿元 (同比-29.3%，环比+21.2%)，扣非归母净利润 0.86 亿元 (同比-28.6%，环比+25.3%)；

公司介绍：火炬电子主营业务包括电子元器件和陶瓷新材料，电子元器件板块方面主要包括被动元器件和主动元器件，是国产特种 MLCC 供应商之一，下游包括民用领域的通信、汽车、消费电子及其他工业领域，军用领域的导弹、电子对抗、雷达以及卫星通信等领域；新材料板块由立亚系公司实施，主营产品包括特种陶瓷材料及其上游前驱体和基体，应用领域包括航空航天、核工业等热端结构部件；

电子板块逐步企稳，陶瓷纤维蓄势待发：报告期内，尽管需求波动和经营效益下降的风险犹在，军用电子元器件板块仍呈现出逐步企稳的趋势，随着十四五末期交付加速，行业有望回暖，而民用电子元器件仍处于量价齐跌的萧条期，预期未见好转；陶瓷材料方面，行业呈现寡头竞争态势，随着 2023 年部分项目临近结项，收入有所减少，我们判断该材料仍处于从预研到批产的空档切换期。根据华泰科技中报显示，军用航空发动机已形成“三代稳定交付、四代研制、五代预研加速”的局面，陶瓷基复材已经成为航空发动机更新换代的关键热结构材料。陶瓷纤维客户如华秦科技正开展前期建设工作，力争在 2024 年下半年实现部分产线试生产，届时将带动陶瓷纤维及其先驱体需求高增；

需求复苏有所反复：审价压力、需求周期波动叠加累库压力使得公司量价齐降，收入增速出现了自 21Q4 以来七个季度下滑，23Q3 以来营收恢复同比增长，而 24Q2 增速又转负，体现出虽然电子元器件板块有所好转，但需求复苏仍有反复。**分业务来看，**公司自产元器件业务实现收入 5.4 亿元 (-17.4%)，主要是由于规格出库数量同比有所减少；新材料板块实现收入 0.66 亿元 (-15.1%)，我们推测主要系公司项目结题后业务存在空档期等原因；国际贸易业务收入 0.82 亿元 (-3.4%)，主要系竞争加剧等因素；

盈利性有所回升：2024H1 公司整体毛利率 32.9%，二季度毛利率 33.3% (环比+0.7pcts)，我们推测主要系股份公司电子业务自产业务收入占比提升所致。**分业务来看，**较 2023 年，2024 上半年自产被动元器件、陶瓷材料毛利率分别下降 6.7pcts、1.05pcts，而贸易业务、自产主动元器件毛利率提升 3.04pcts、1.44pcts，可以看出虽然占营收比例较高 (32.6%) 的自产被动元器件业务毛利率仍在下降，但由于其收入占比的提升 (28.6%→32.6%) 带来了相较于 2023 年整体毛利率的提升；

投资评级

买入
首次评级

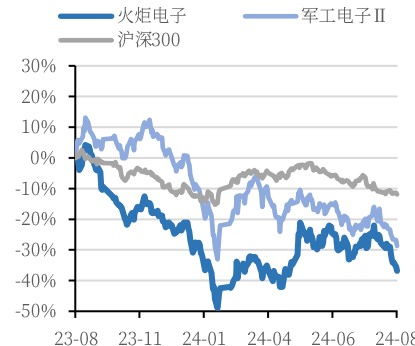
2024年08月27日

收盘价(元): 21.06

公司基本数据

总股本(百万股)	458.34
总市值(百万)	9,652.64
流通股本(百万股)	458.34
流通市值(百万)	9,652.64
12月最高/最低价(元)	35.46/16.30
资产负债率(%)	24.31
每股净资产(元)	11.83
市盈率(TTM)	42.16
市净率(PB)	1.78
净资产收益率(%)	2.99

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC 执业证书: S0640521070001
邮箱: dengke@avicsec.com
梁晨 分析师
SAC 执业证书: S0640519080001
邮箱: liangc@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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: 010-59219558 传真: 010-59562637

财务数据: 管理费用提升了 17.9%，主要系资产折旧摊销增加所致。报告期内，应收票据大幅减少系票据到期托收及贴现引起；报告期内，在建工程大幅减少 73.0%，主要系紫华园一期厂区转固所致；报告期内其他非流动资产大增 208%，主要由于公司加强现金管理及购买设备所致；

在建工程有序推进: 目前公司在建工程包括紫华园厂区建设、介质层陶瓷电容项目、立亚特陶二期、特种陶瓷材料先驱体项目二期、紫华纤维研究院项目，目前根据半年报情况，可转债募投的介质层陶瓷电容产业化项目预计推迟到 2024 年 12 月投产，紫华园一期项目、立亚特陶项目建设进度较快，部分产能已陆续投产转固，紫华园二期和紫华纤维研究院项目已开始初步建设，产能建设有序推进；

挖潜增效提升产品核心竞争力: 电子元器件板块，公司主要着力于新业务挖潜和横向业务拓展——报告期内，天极科技面临存量市场竞争激烈的背景下，推动了薄膜电容业务同比增长 11.3%；福建毫米持续开展核心产品关键技术开发，2024H1 实现自产业务营收增长 16%；成都火炬持续推动业务转型和需求挖掘，尤其是针对客户单一问题，加大了民用市场开发，实现了订单份数的稳步增长和营收利润的环比显著改善。**陶瓷材料板块,** 公司着眼于客户培养和降本增效的努力——报告期内，立亚新材深化了与客户单位的紧密交流，提速应用拓展，并基于进一步降低新材料成本的目的，积极探索提升运营效率的新生产模式；立亚化学完成既定目标的情况下，完成了国家专精特新小巨人、国家高新技术企业等项目的复审，有效的提升了自身产品竞争力和行业知名度；

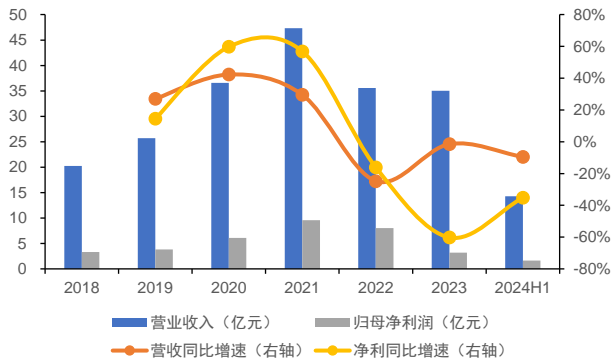
投资建议: 公司电子元器件业务在多重压力下承压，随着需求逐步恢复，行业有望企稳，陶瓷材料是公司布局的重点领域，目前处于预研到批产的换挡期，随着复材工艺的逐步成熟和放量，公司第二增长曲线有望开启。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 35.1 亿元、40.4 亿元、50.1 亿元，同比增长 0.2%、15.0%、24.0%，实现归母净利润 3.2 亿元、4.2 亿元、5.5 亿元，同比增长 0.7%、30.7%、31.5%，对应 PE 30X、23X、18X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示: 下游需求不及预期、竞争格局恶化、原材料价格大幅上涨等

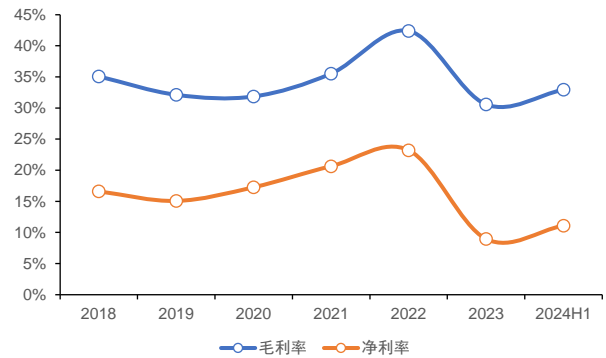
盈利预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,559	3,504	3,511	4,038	5,006
增速（%）	-24.83%	-1.55%	0.21%	15.02%	23.96%
归母净利润（百万元）	801	318	321	419	551
增速（%）	-16.15%	-60.27%	0.74%	30.69%	31.49%
每股收益（元）	1.75	0.69	0.70	0.91	1.20
市盈率（倍）	12.04	30.32	30.09	23.03	17.51

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入、利润及同比增速


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率及净利率


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 分季度财务数据

	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3
营业收入(百万元)	775	652	790	1136	936	642	722	876
营业成本(百万元)	517	439	575	900	581	375	475	464
销售费用率	4.8%	5.3%	8.2%	3.6%	4.5%	4.9%	8.6%	5.1%
管理费用率	9.8%	9.3%	11.0%	6.4%	6.9%	8.1%	9.7%	6.0%
财务费用率	0.8%	0.8%	1.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.5%	1.4%
研发费用率	3.3%	3.8%	6.4%	3.2%	3.8%	3.5%	4.6%	3.1%
资产减值损失(百万元)	3.09	13.37	1.13	27.51	29.60	6.33	-4.96	9.98
利润总额(百万元)	103	81	24	30	155	149	96	269
所得税费用(百万元)	15	11	-2	2	22	22	8	40
归母净利润(百万元)	90	74	26	38	127	126	84	221
扣非归母净利(百万元)	86	69	30	36	121	123	77	209
EPS(元)	0.20	0.16	0.06	0.08	0.28	0.28	0.18	0.48
毛利率	33.3%	32.6%	27.1%	20.8%	37.9%	41.5%	34.3%	47.1%
期间费用率	18.8%	19.3%	27.2%	14.0%	16.0%	17.4%	23.5%	15.6%
所得税率	14.1%	14.0%	-7.6%	8.4%	14.3%	14.6%	7.9%	14.9%
净利润率	11.6%	11.4%	3.3%	3.4%	13.6%	19.7%	11.6%	25.3%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 公司业务拆分 (百万元)

产品分类	2023A	2024E	2025E	2026E
自产主动元器件				
营收	123	113	108	129
同比增速		-8.0%	-5.0%	20.0%
毛利率	6.86%	8.30%	8.00%	9.00%
自产被动元器件				
营收	1,001	2,413	2,654	2,919
同比增速		-2.0%	35.0%	32.0%
毛利率	74.20%	67.00%	65.00%	63.00%
贸易				
营收	2,193	2,193	2,303	2,672
同比增速		0.0%	5.0%	16.0%
毛利率	10.46%	10.00%	10.00%	10.00%
新材料				
营收	160	192	269	419
同比增速		20.0%	40.0%	56.0%
毛利率	55.59%	55.00%	53.00%	50.00%
其他				
营收	26	31	35	38
同比增速		20.0%	10.0%	10.0%
毛利率	7.47%	50.00%	7.47%	7.47%
合计				
营收	3,504	3,511	4,038	5,006
同比增速		0.2%	15.0%	24.0%
毛利率	30.58%	28.69%	30.82%	31.81%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 财务报表预测及比率分析 (百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	922.21	819.17	998.87	351.10	403.83	500.60	营业收入	4734.16	3558.72	3503.59	3510.97	4038.26	5006.02
应收票据及账款	2357.99	2416.39	2127.60	2164.30	2566.78	3291.63	营业成本	3052.56	2050.25	2432.11	2503.68	2793.51	3413.45
预付账款	88.66	20.38	24.98	24.05	27.11	32.92	税金及附加	28.30	27.82	24.52	24.58	28.27	35.04
其他应收款	101.93	94.00	99.18	96.19	108.42	131.67	销售费用	148.42	162.77	178.73	175.55	205.95	255.81
存货	1128.68	1238.18	1305.76	1330.72	1431.19	1804.92	管理费用	188.18	220.01	275.04	273.86	323.06	400.98
其他流动资产	40.21	126.75	178.99	121.07	149.57	185.12	研发费用	107.69	106.96	144.88	143.95	171.63	213.26
流动资产总计	4639.69	4714.86	4735.38	4087.42	4686.91	5946.86	财务费用	26.83	33.20	37.20	39.39	34.56	49.66
长期股权投资	4.67	17.14	23.15	43.15	63.15	83.15	资产减值损失	-16.95	-14.15	-64.56	-17.55	-16.15	-15.02
固定资产	1201.05	2070.30	2064.63	2000.28	2098.62	2025.33	信用减值损失	-2.28	-12.05	-18.16	-7.02	-12.11	-15.02
在建工程	327.50	214.66	343.44	561.20	503.96	346.72	其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	179.47	185.77	266.22	263.52	294.15	308.11	投资收益	-4.43	-0.47	-4.29	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	30.19	22.61	43.01	21.51	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.66	0.60	0.60	0.60
其他非流动资产	557.85	316.27	443.84	515.14	559.50	596.21	资产处置收益	-1.40	0.00	0.87	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2300.73	2826.74	3184.30	3404.79	3519.38	3359.53	其他收益	34.47	44.14	38.80	50.00	40.00	44.00
资产总计	6940.42	7541.61	7919.67	7492.21	8206.29	9306.39	营业利润	1191.60	975.17	364.44	376.00	493.62	652.38
短期借款	799.91	563.36	563.42	4.91	462.66	1192.94	营业外收入	0.54	0.45	0.07	15.05	15.10	15.08
应付票据及账款	492.18	363.33	490.01	514.45	578.60	698.59	营业外支出	17.52	2.38	6.34	6.00	5.50	5.80
其他流动负债	224.72	202.78	194.94	196.93	218.27	259.42	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1516.81	1129.47	1248.37	716.29	1259.54	2150.95	利润总额	1174.62	973.24	358.17	385.05	503.22	661.66
长期借款	496.82	739.88	830.32	701.61	537.54	305.04	所得税	197.94	147.54	44.70	57.76	75.48	99.25
其他非流动负债	105.10	206.87	172.61	155.00	146.00	135.00	净利润	976.68	825.69	313.47	327.29	427.74	562.41
非流动负债合计	601.92	946.75	1002.93	856.61	683.54	440.04	少数股东损益	20.83	24.24	-4.91	6.55	8.55	11.25
负债合计	2118.73	2076.22	2251.31	1572.89	1943.37	2590.99	归属母公司股东净利润	955.85	801.45	318.38	320.74	419.19	551.17
股本	459.86	459.86	458.90	458.34	458.34	458.34	EBITDA	1323.73	1164.54	596.53	873.73	1097.69	1344.67
资本公积	1290.70	1305.37	1298.46	1286.82	1286.82	1286.82	NOPLAT	1017.37	855.80	350.78	352.57	448.44	596.23
留存收益	2926.21	3516.06	3658.37	3914.97	4250.32	4691.25	EPS(元)	2.09	1.75	0.69	0.70	0.91	1.20
归属母公司权益	4676.77	5281.29	5415.73	5660.13	5995.48	6436.41							
少数股东权益	144.92	184.09	252.64	259.18	267.74	278.99							
股东权益合计	4821.70	5465.38	5668.37	5919.31	6263.22	6715.40							
负债和股东权益合计	6940.42	7541.61	7919.67	7492.21	8206.29	9306.39							

现金流量表						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	976.68	825.69	313.47	276.59	385.07	516.62
折旧与摊销	122.28	158.10	201.16	449.30	559.91	633.35
财务费用	26.83	33.20	37.20	39.39	34.56	49.66
投资损失	4.43	0.47	4.29	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-579.79	-143.52	245.05	-24.09	-472.27	-1006.04
其他经营现金流	35.29	41.66	55.26	44.05	34.60	38.28
经营性现金净流量	585.72	915.60	856.44	785.23	541.87	231.86
资本支出	568.90	544.35	389.37	667.61	659.00	461.00
长期投资	-6.00	-45.94	-255.09	-5.00	-5.00	-5.00
其他投资现金流	-53.06	-218.45	70.45	42.57	-0.43	-6.98
投资性现金净流量	-627.96	-808.74	-574.01	-630.04	-664.43	-472.98
短期借款	262.15	-236.55	0.06	-558.51	457.76	730.28
长期借款	71.83	243.06	90.44	-128.72	-164.07	-232.49
普通股增加	0.01	0.00	-0.96	-0.56	0.00	0.00
资本公积增加	-6.93	14.67	-6.91	-11.64	0.00	0.00
其他筹资现金流	-168.97	-251.39	-205.93	-103.53	-118.39	-159.89
筹资性现金净流量	158.09	-230.20	-123.30	-802.96	175.29	337.89
现金流量净额	113.18	-113.75	164.72	-647.77	52.73	96.78

主要财务比率						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力						
营收增长率	29.48%	-24.83%	-1.55%	0.21%	15.02%	23.96%
营业利润增长率	55.89%	-18.16%	-62.63%	3.17%	31.28%	32.16%
EBIT增长率	51.31%	-16.23%	-60.72%	7.35%	26.71%	32.27%
EBITDA增长率	48.78%	-12.03%	-48.78%	46.47%	25.63%	22.50%
归母净利润增长率	56.83%	-16.15%	-60.27%	0.74%	30.69%	31.49%
经营现金流增长率	2203.33%	56.32%	-6.46%	-8.31%	-30.99%	-57.21%
盈利能力						
毛利率	35.52%	42.39%	30.58%	28.69%	30.82%	31.81%
净利率	20.63%	23.20%	8.95%	9.32%	10.59%	11.23%
营业利润率	25.17%	27.40%	10.40%	10.71%	12.22%	13.03%
ROE	20.44%	15.18%	5.88%	5.67%	6.99%	8.56%
ROA	13.77%	10.63%	4.02%	4.28%	5.11%	5.92%
ROIC	22.92%	15.28%	5.65%	5.71%	6.97%	8.42%
估值倍数						
P/E	10.10	12.04	30.32	30.09	23.03	17.51
P/S	2.04	2.71	2.76	2.75	2.39	1.93
P/B	2.09	1.85	1.80	1.73	1.63	1.52
股息率	2.28%	1.66%	0.71%	0.66%	0.87%	1.14%
EV/EBIT	29.72	19.63	32.63	24.57	19.97	15.82
EV/EBITDA	26.98	16.96	21.63	11.94	9.79	8.37
EV/NOPLAT	35.10	23.08	36.78	29.58	23.95	18.88

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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、未来也将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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。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、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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起。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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637