

火炬电子（603678.SH）：特种 MLCC 领先企业，第二增长曲线逐步明晰

2025 年 1 月 22 日

推荐/首次

火炬电子

公司报告

深耕陶瓷电容器行业 30 余年，国内陶瓷电容器行业的领军企业。火炬电子主要从事陶瓷电容器及相关产品的研发、生产、销售、检测及服务业务，产品主要适用于航空、航天、舰船、兵器、电子对抗等武器装备军工市场及部分高端民用领域；公司作为首批通过宇航级产品认证的企业，承担多项国家特种科研任务，已与多数特种企事业单位等建立良好的合作关系。

业务围绕“元器件、新材料、国际贸易”三大战略板块布局，子公司分工明确。至今为止公司共有 14 家全资、控股一级子公司。自产元器件由火炬电子、福建毫米、天极科技以及厦门芯一代实施生产、研发和销售。自产新材料由立亚系公司实施，国际贸易板块由雷度系公司负责，多年来与国际知名品牌原厂保持了良好合作关系。公司目前主要收入来源为以电容器为主的电子元器件生产和销售业务，公司自产新材料营收占比逐年增长。因市场需求整体放缓，2023 年以及 2024 年上半年营收和利润都同比有所下降，尤其是贸易板块业务销售规模同比下降明显，导致营业收入同比减少。2024 年三季度附加价值较高的产品出货增加，业绩呈现改善的趋势。

MLCC 市场需求稳步攀升，国产替代空间巨大。目前，日本、韩国和中国等国家的企业在 MLCC 市场上占据主导地位。日本企业村田、京瓷、TDK 在 MLCC 占据全球最大的份额。根据中国海关数据显示，2023 年我国 MLCC 进口额达 438.27 亿元，出口额 238.50 亿元，贸易逆差 199.77 亿元。从 2020-2023，MLCC 贸易逆差有逐年缩小的态势。未来随着中国 MLCC 行业的不断发展壮大，其国际竞争力将进一步提升，国产替代空间巨大。随着消费电子回暖、AI 服务器需求上升，MLCC 行业迎来温和复苏，预计 2025 年出货量将达到 5.3 万亿只。中商产业研究院预测，2025 年全球 MLCC 市场规模将达到 1120 亿元，中国 MLCC 市场规模有望达到 473 亿元。

装备现代化进程加快，2024 年国内军用 MLCC 市场规模达 51 亿元。我国《十四五规划和 2035 年远景目标纲要》提出，加快武器装备现代化，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。2024 年我国国防预算约为 1.67 万亿元人民币，同比增长 7.2%，连续三年增速突破 7%，继续位于 2020 年以来高点。随着我国国防建设的发展，装备现代化进程加快，特别是装备电子化、信息化、智能化、国产化持续推进，军用 MLCC 市场前景广阔，2024 年中国军用 MLCC 市场规模达 51 亿元。火炬电子有领先的技术和丰富的客户资源，具备强大的竞争力。随着我国国防预算的增长和信息化技术的提高，国内军工信息化产业将迎来进一步的增长，公司业绩有望乘装备现代化进程加快之风。

新材料从 0 到 1，打造第二成长曲线。立亚系突破“卡脖子”关键材料-高性能陶瓷纤维。目前公司第二代连续碳化硅产品已经应用在航空发动机热结构件、航天冲压发动机热结构件、航空航天近空间飞行器外防热结构件、核能领域构件。陶瓷纤维的性能决定 CMC 的性能，发展 CMC 的关键在于发展高性能陶瓷纤维。当下陶瓷基复合材料在航空航天领域的应用发展较快，2022 年

公司简介：

福建火炬电子科技股份有限公司主营业务是电子元器件、新材料及相关产品的研发、生产、销售、检测及服务业务，围绕“元器件、新材料、国际贸易”三大战略板块布局。公司依托二十余年的专业经验，拥有多项具有知识产权的核心技术，是国家高新技术企业，福建省“十一五”规划电子元器件发展支柱企业，福建省第二批创新型试点企业。火炬牌多层陶瓷电容器曾荣获国家重点新产品奖，高可靠多层陶瓷电容器曾荣获国家级火炬计划科技项目，福建省新产品奖，福建省科技进步奖等荣誉称号，“火炬”牌注册商标被评为“福建省企业知名字号”等，品牌影响力显著。贸易业务汇聚全球多家知名厂商的有力支持和配合，形成自身较强的竞争优势，在业内赢得了良好的口碑。

资料来源：公司公告、同花顺

未来 3—6 个月重大事项提示：

无

资料来源：公司公告、同花顺

发债及交叉持股介绍：

无

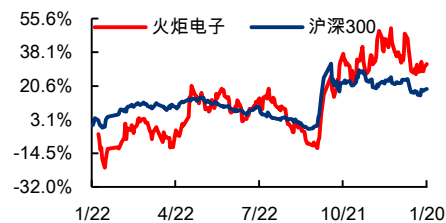
资料来源：公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间（元）	32.78-17.13
总市值（亿元）	131.73
流通市值（亿元）	131.73
总股本/流通 A 股（万股）	45,834/45,834
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	2.45

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘航

全球航空航天领域在陶瓷基复合材料市场占比达到 37%，从全球 CMC 材料市场规模来看，根据 Straits Research 数据，预计将在 2030 年达到 90.4 亿美元，期间年复合增长率为 12.79%。公司作为国内少数具备特陶材料规模化生产，新材料业务需求有望逐步放量。

公司盈利预测及投资评级：公司是我国军用 MLCC 核心供应商，MLCC 业务或迎来恢复式增长，公司非 MLCC 业务发展有望持续向好；陶瓷材料是公司布局的重点领域，第二增长曲线逐步明晰。考虑到下游装备的放量节奏，业绩有望持续增长。预计公司 2024—2026 年收入增速分别为-15.24%、23.84%、18.19%；归母净利润分别为 3.06、4.17 和 5.66 亿元，对应 EPS 分别为 0.67、0.91 和 1.23 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：（1）下游需求不及预期；（2）市场竞争加剧风险；（3）技术迭代风险

021-25102913

执业证书编号：

研究助理：李科融

021-65462501

执业证书编号：

liuhang-yjs@dxzq.net.cn

S1480522060001

likr-yjs@dxzq.net.cn

S1480124050020

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,558.72	3,503.59	2,969.54	3,677.63	4,346.53
增长率（%）	-24.83%	-1.55%	-15.24%	23.84%	18.19%
归母净利润（百万元）	801.45	318.38	306.13	417.08	565.90
增长率（%）	-16.15%	-60.27%	-3.85%	36.24%	35.68%
净资产收益率（%）	15.18%	5.88%	5.41%	6.97%	8.80%
每股收益（元）	1.75	0.69	0.67	0.91	1.23
PE	13.63	16.25	40.91	42.55	31.23
PB	2.75	3.66	3.72	4.39	3.54

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 国内陶瓷电容器行业的领军企业，“元器件、新材料、国际贸易”三轮驱动	4
2. 持续加大研发投入，业绩呈现改善的趋势	6
3. MLCC 市场需求稳步攀升，新材料从 0 到 1 打造第二成长曲线	8
3.1 MLCC 市场需求稳步攀升，军用 MLCC 市场前景广阔	9
3.2 新材料从 0 到 1，打造第二成长曲线	11
4. 投资建议	14
4.1 盈利预测	14
4.2 投资建议	15
5. 风险提示	16
相关报告汇总	18

插图目录

图 1：火炬电子发展历程	4
图 2：火炬电子股权结构（截至 2024 年三季报）	4
图 3：2024 前三季度营收为 21.51 亿元	7
图 4：2024 前三季度归母净利润为 2.26 亿元	7
图 5：自产元器件业务逐步稳定在 30% 以上	7
图 6：自产元器件毛利率最高	8
图 7：研发投入持续增长	8
图 8：MLCC 行业的企业竞争格局呈现出高度集中和垄断的特点	9
图 9：国内 MLCC 贸易逆差有望逐步缩小	9
图 10：2025 年全球 MLCC 出货量有望达到 5.30 万亿只	10
图 11：2025 年全球 MLCC 市场规模有望达到 1120 亿元	10
图 12：2025 年中国 MLCC 市场规模有望达到 473 亿元	10
图 13：2024 年中国军用 MLCC 市场规模达 51 亿元	11
图 14：高性能陶瓷纤维决定陶瓷基复合材料的性能	11
图 15：立亚新材主要产品	12
图 16：立亚新材第二代连续碳化硅纤维产品应用	12
图 17：2030 年全球 CMC 市场规模有望达到 90.4 亿美元	13
图 18：2023 年中国 CMC 市场规模达到 15.02 亿元	14

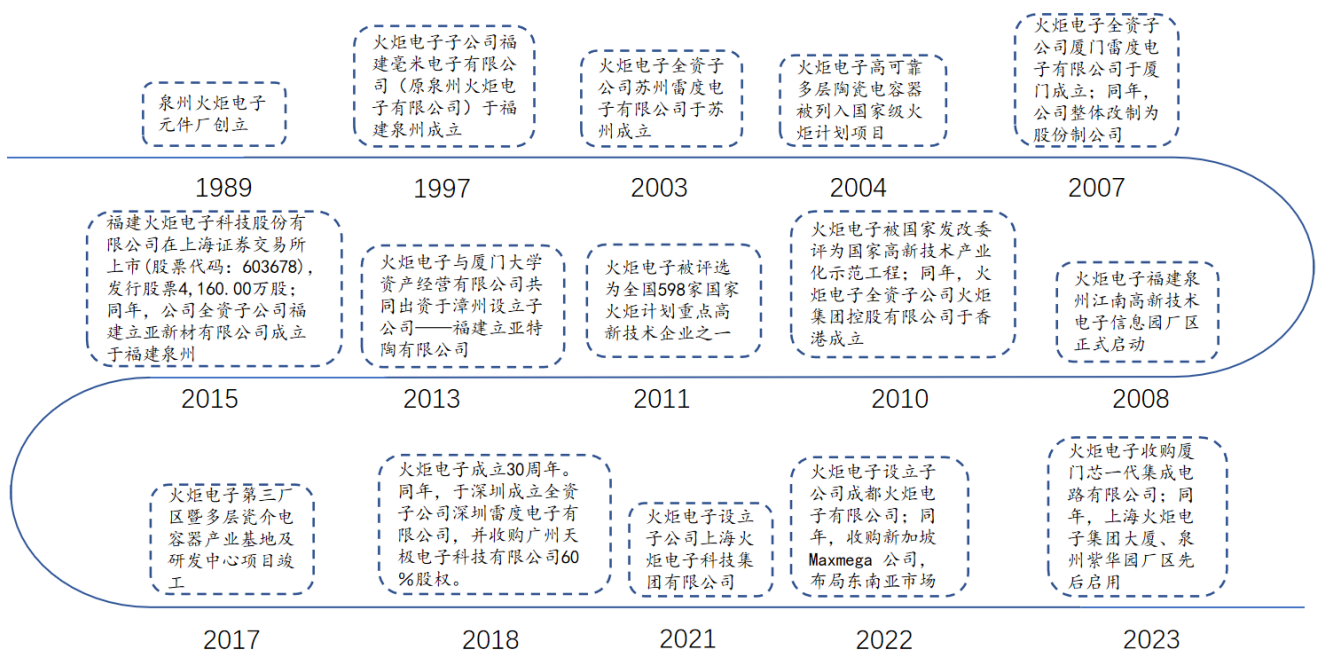
表格目录

表 1：公司部分自产元器件	5
附表：公司盈利预测表	17

1. 国内陶瓷电容器行业的领军企业，“元器件、新材料、国际贸易”三轮驱动

深耕陶瓷电容器行业 30 余年，国内陶瓷电容器行业的领军企业。福建火炬电子科技股份有限公司（火炬电子）成立于 1989 年，2007 年改制成为股份有限公司，2015 年在上交所上市。公司主要从事陶瓷电容器及相关产品的研发、生产、销售、检测及服务业务，产品主要适用于航空、航天、船舶、兵器、电子对抗等武器装备军工市场及部分高端民用领域；公司作为首批通过宇航级产品认证的企业，承担多项国家特种科研任务，已与多数特种企事业单位等建立良好的合作关系。

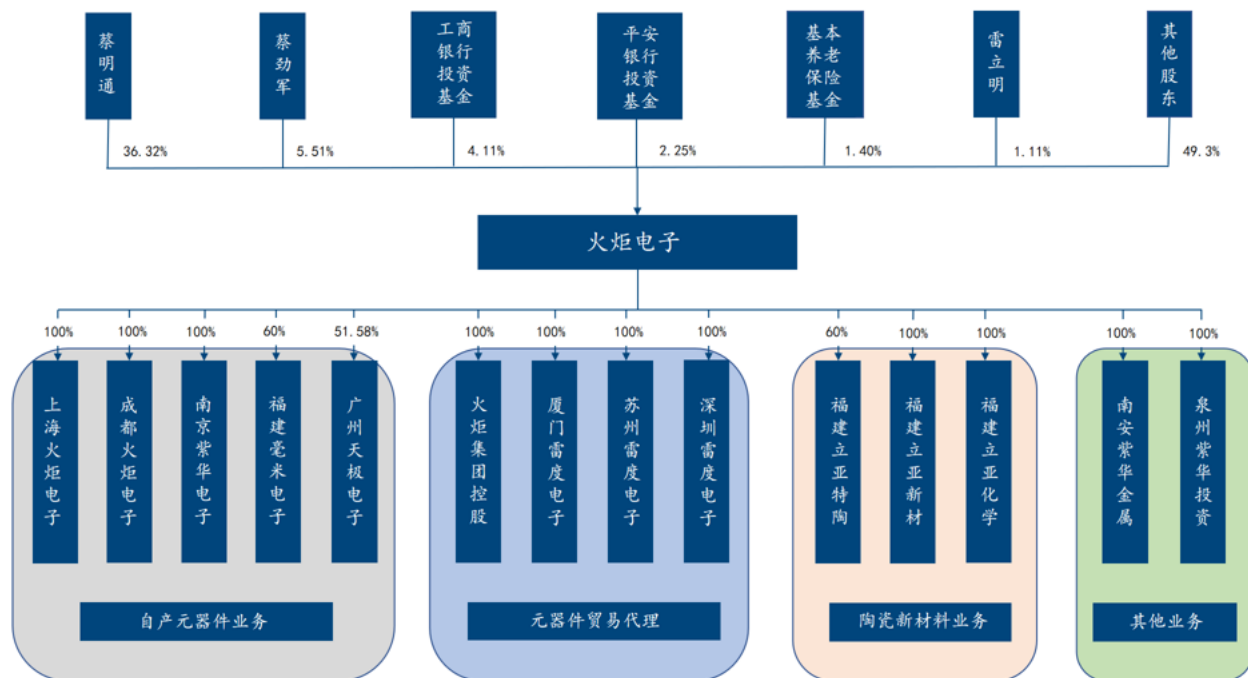
图1：火炬电子发展历程



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

公司股权结构稳定，子公司分工明确。截至 2024 年三季报，蔡明通、蔡劲军作为公司实际控制人分别持有 36.32%和 5.51%股份。至今为止公司共有 14 家全资、控股一级子公司。

图2：火炬电子股权结构（截至 2024 年三季报）



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

业务围绕“元器件、新材料、国际贸易”三大战略板块布局。

元器件产品结构呈现出多元化，含被动元器件和主动元器件。（1）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，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。（2）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，广泛应用于军用雷达、电子 对抗、精确制导、卫星通信等国防领域以及 5G 通信、光通信等民用领域。（3）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，面向航天、航空、船舶及高端医疗、电子汽车、物联网等中高端领域。（4）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。

表1：公司部分自产元器件

产品	产品特点	产品用途
片式多层瓷介电容器 	外形尺寸：0201~2225 容量范围：0.5 pF ~330 μF 额定电压范围：4V ~ 3kV	CG：振荡器、混频器、中频/高频/甚高频/超高频放大器、低噪声放大器、时间电路、高频滤波电路、高频耦合 2X1、X5R：电源（滤波、旁路）电路、时间电路、储能电路、中频/低频放大器（隔直、耦合阻抗匹配）、高频开关电源（S.P.S）、DC/DC变换器、滤波、旁路电路、隔直、阻抗匹配电路 2F4：电源滤波电路、隔直、阻抗匹配电路
引线式多层瓷介电容器 	外形尺寸：0805~2225 容量范围：0.5pF~330 μF 额定电压范围：4V~3kV	
模压表贴瓷介电容器 	环氧模压，密封性好，物理强度高，防潮性能好 表贴式，体积小、重量轻 无极性，便于安装 耗散功率极小 高频特性好 精密模压，激光标志	高频开关电源、输出/输入滤波和电源总线滤波
片式高分子固体电解质钽电容器 	模压环氧树脂封装，适用于SMT 自动贴装 超低ESR、高频特性优良、抗浪涌，耐大波纹电流 无燃烧失效模式	典型应用于消费电子、汽车电子、通讯、医疗、工业等领域电子设备，常见用途包括 DC/DC 滤波、去耦、储能延时等
高性能碳基双电层电容器 	低内阻寿命长 较低的RC 时间常数 利用独特工艺实现更宽使用温度范围 可接受定制特殊尺寸	消费类电子电源、便携式电动工具、有记忆存储功能电子仪器的备用电源、智能三表，或应用于有可靠性要求的高端设备电路中大电流充放、断电延时、功率补偿等

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

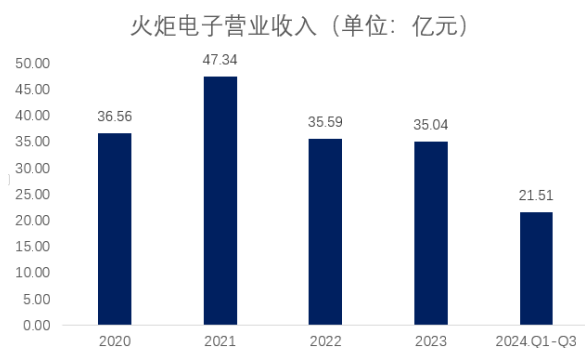
新材料由立亚系公司实施，结合研发、生产、销售和服务为一体，批量生产及小批量定制化两种模式结合，以直销方式进行销售。其中，立亚新材主营产品为 CASAS-300 高性能特种陶瓷材料系列产品，应用于航天、航空、核工业等领域的热端结构部件；立亚化学主要产品包括固态聚碳硅烷、液态聚碳硅烷等系列，一方面能作为高性能特种陶瓷材料的先驱体，另一方面，亦可作为基体制造陶瓷基复合材料。

国际贸易板块由雷度系公司负责，采取买断式销售模式。多年来，保持与国际知名品牌原厂的良好合作关系，覆盖产品主要包括大容量陶瓷电容器、钽电解电容器、金属膜电容器、铝电解电容器、电感器、双工器、滤波器、精密电阻器等

2. 持续加大研发投入，业绩呈现改善的趋势

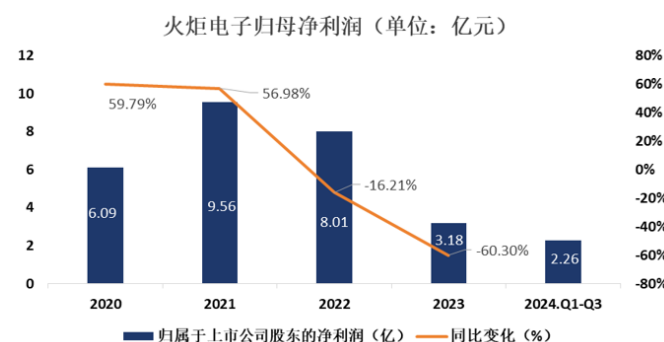
2023 年业绩短暂承压，2024 年三季度附加价值较高产品出货增加，业绩呈现改善的趋势。 2023 年，公司所处元器件行业的客户需求尚处于缓慢恢复阶段，公司实现营收 35.04 亿元，同比下降 1.55%，归母净利润 3.18 亿元，同比下降 60.27%。2024 年上半年因市场需求整体放缓，毛利较高的自产业务以及贸易板块业务销售规模同比下降，导致归母净利润同比减少 35.24%。三季度附加值较高的产品出货增加，三季度归母净利润为 0.62 亿元，同比增长 60.48%，业绩呈现改善的趋势。

图3：2024 前三季度营收为 21.51 亿元



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

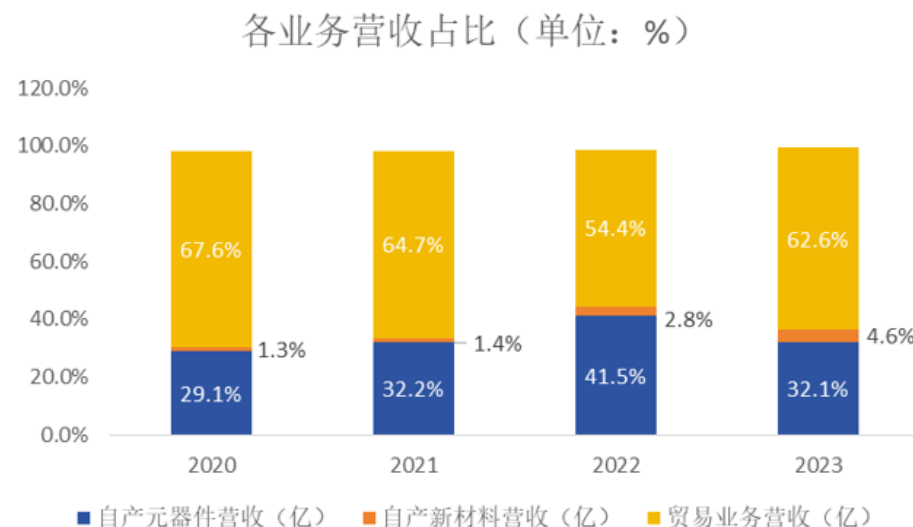
图4：2024 前三季度归母净利润为 2.26 亿元



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

公司目前主要收入来源为以电容器为主的电子元器件生产和销售业务，公司自产新材料营收占比逐年增长。从整体来看公司业务分为自产元器件、自产新材料以及贸易业务，其中公司自产元器件业务和贸易业务营收占比超过 95%。2020-2023 年，公司自产新材料营收占比逐年增长，到 2023 年占比增长至 4.6%。

图5：自产元器件业务逐步稳定在 30%以上

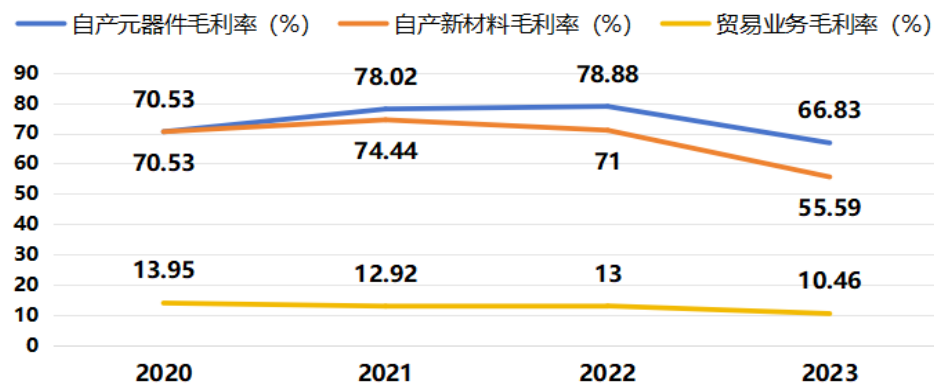


资料来源：同花顺、东兴证券研究所

自产元器件业务毛利率最高，23 年受调价影响毛利率有所下滑。自产业务毛利率最高，2020-2022 年自产元器件毛利率保持增长态势，自产业务毛利率稳定在 70%以上，贸易业务毛利率约为 13%。2023 年受电子元器件行业领域景气度较弱，下游需求不及预期的影响，为提高客户粘度调整部分产品价格，三项业务毛利

率均有所下降，自产元器件业务毛利率下降到 66.83%，但整体来看，公司这块业务的毛利率仍然有能力保持较高水平。

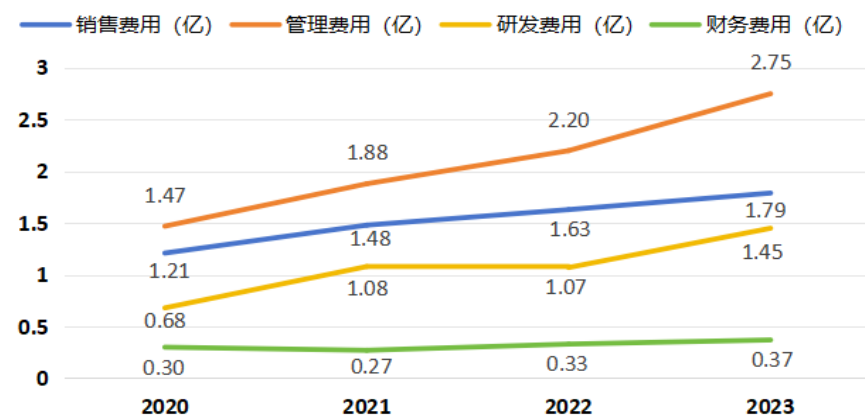
图6：自产元器件毛利率最高



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

公司持续加大研发投入，整体费用率有较好的控制。公司持续加大研发投入，2020-2023 年研发费用持续增长；2023 年研发费用为 1.45 亿元，同比增长 35.44%。2023 年管理费用受薪酬增加及折旧摊销，管理费用增长至 2.75 亿元，同比增长 25.1%。财务费用与销售费用保持在相对稳定的状态。

图7：研发投入持续增长



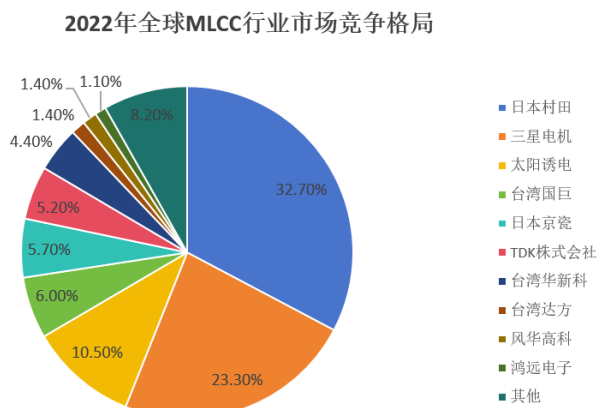
资料来源：同花顺、东兴证券研究所

3. MLCC 市场需求稳步攀升，新材料从 0 到 1 打造第二成长曲线

3.1 MLCC 市场需求稳步攀升，军用 MLCC 市场前景广阔

目前，日本、韩国和中国等国家的企业在 MLCC 市场上占据主导地位。全球 MLCC 行业的企业竞争格局呈现出高度集中和垄断的特点。日本企业村田、京瓷、TDK 在 MLCC 占据全球最大的份额，具有强大的竞争力。国内厂商如火炬电子、风华高科、三环集团、鸿远电子等也在加速布局，引领国产替代

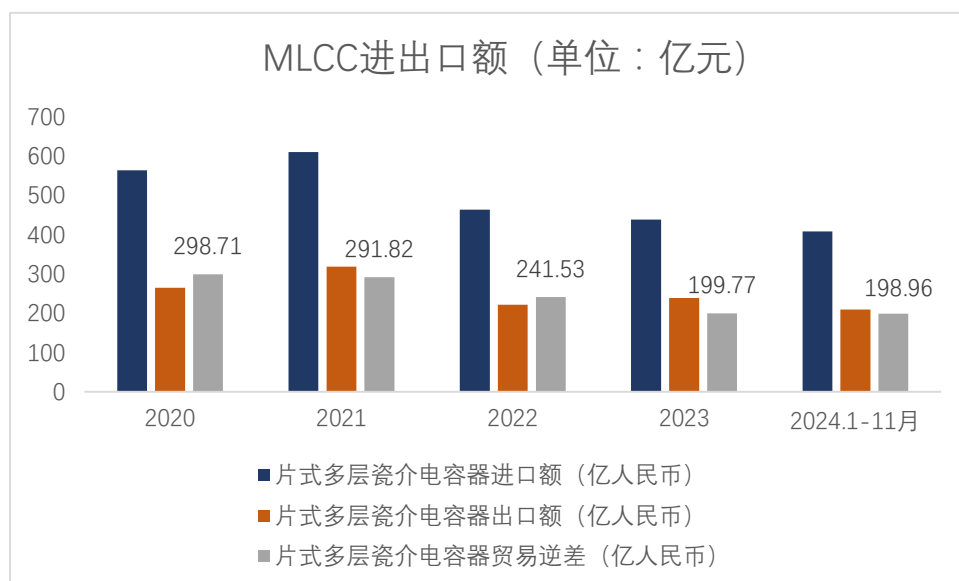
图8：MLCC 行业的企业竞争格局呈现出高度集中和垄断的特点



资料来源：中商情报网、东兴证券研究所

MLCC 贸易逆差有逐年缩小的态势，国产替代空间巨大。根据中国海关数据显示，2023 年我国 MLCC 进口额达 438.27 亿元，出口额 238.50 亿元，贸易逆差 199.77 亿元。从 2020-2023，MLCC 贸易逆差有逐年缩小的态势。未来随着中国 MLCC 行业的不断发展壮大，其国际竞争力将进一步提升，国产替代空间巨大。

图9：国内 MLCC 贸易逆差有望逐步缩小

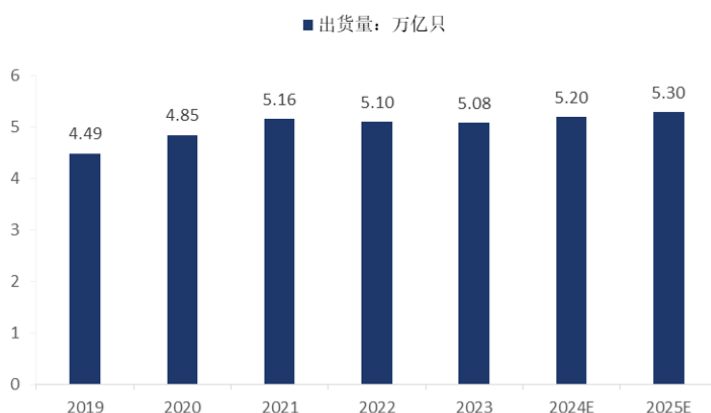


资料来源：中国海关、东兴证券研究所

随着消费电子回暖、AI 服务器需求上升，MLCC 行业迎来温和复苏，预计 2025 年出货量将达到 5.3 万亿只。从出货量来看，2023 年全球 MLCC 市场进入低速成长期，MLCC 出货量约 5.08 万亿只。2024 年随着消费电子回暖、AI 服务器需求上升，MLCC 行业迎来温和复苏，2024 全球 MLCC 出货量将达 5.2 万亿只，2025 年出货量将达到 5.3 万亿只。

图10：2025 年全球 MLCC 出货量有望达到 5.30 万亿只

2019-2025 年全球 MLCC 出货量预测趋势图

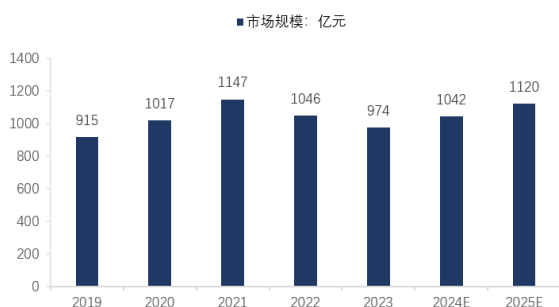


资料来源：中商情报网、东兴证券研究所

2025 年全球 MLCC 市场规模有望达到 1120 亿元，国内 MLCC 市场规模有望达到 473 亿元。2023 年，由于上年基数过高，计算机、高端装备、影音类家电及小家电均出现明显下滑，移动智能终端、通信设备等行业的发展也不乐观，需求萎缩导致 MLCC 产品整体量价齐跌。2023 年全球 MLCC 市场规模约为 974 亿元，同比下降约 6.88%。中商产业研究院预测，2025 年全球 MLCC 市场规模将达到 1120 亿元，中国 MLCC 市场规模有望达到 473 亿元。

图11：2025 年全球 MLCC 市场规模有望达到 1120 亿元

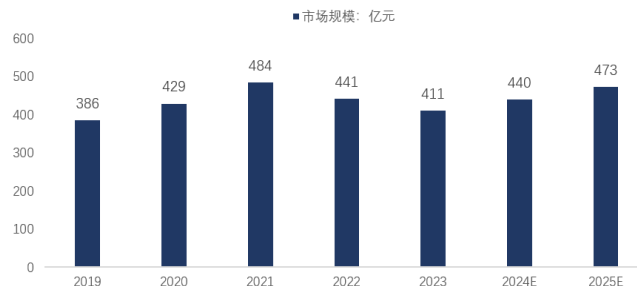
2019-2025 年全球 MLCC 市场规模预测趋势图



资料来源：中商情报网、东兴证券研究所

图12：2025 年中国 MLCC 市场规模有望达到 473 亿元

2019-2025 年中国 MLCC 市场规模预测趋势图

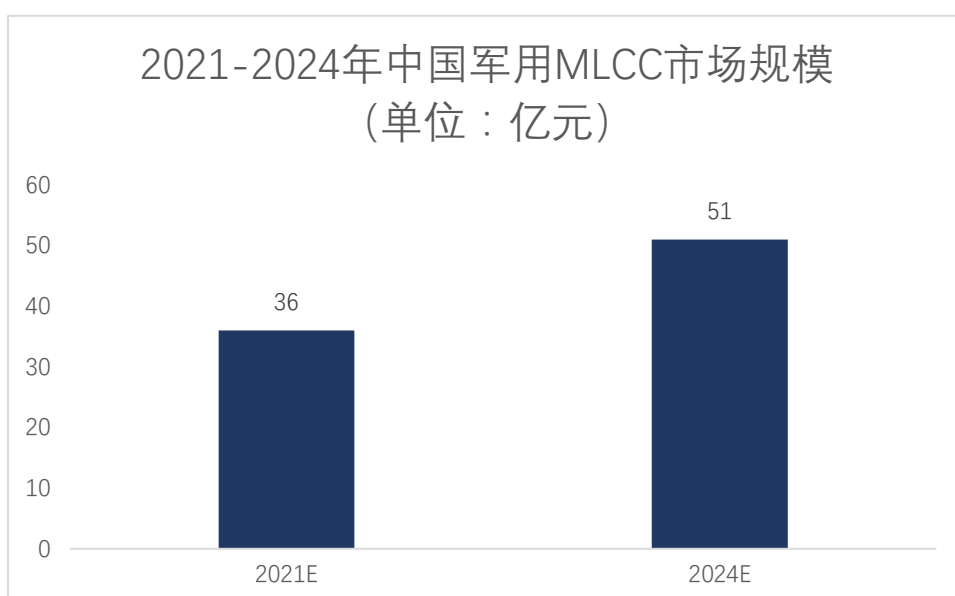


资料来源：中商情报网、东兴证券研究所

装备现代化进程加快，2024 年国内军用 MLCC 市场规模达 51 亿元。我国《十四五规划和 2035 年远景目标纲要》提出，加快武器装备现代化，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。2024 年我国国防预算约为 1.67 万亿元人民币，同比增长 7.2%，连续三年增速突破 7%，继续位于 2020 年以来高点。随着我国国防建设的发展，装备现代化进程加快，特别是装备电子化、信息化、智能化、国产化持续推进，军用 MLCC 市场前景广阔，2024 年中国军用 MLCC 市场规模达 51 亿元。

公司为国内军用 MLCC 领先企业之一，有望乘装备现代化进程加快之风。火炬电子有领先的技术和丰富的客户资源，具备强大的竞争力。随着我国国防预算的增长和信息化技术的提高，国内军工信息化产业将迎来进一步的增长，公司业绩有望乘装备现代化进程加快之风。

图13：2024 年中国军用 MLCC 市场规模达 51 亿元



资料来源：前瞻经济学人、东兴证券研究所

3.2 新材料从 0 到 1，打造第二成长曲线

陶瓷纤维的性能决定 CMC 的性能，发展 CMC 的关键在于发展高性能陶瓷纤维。随着航空航天领域武器的发展，现有的高温合金材料最高使用温度 1100℃，新一代武器装备的性能需要更耐高温、更耐氧化的、更高强度的陶瓷基复合材料（CMC）。陶瓷纤维的性能决定 CMC 的性能，发展 CMC 的关键在于发展高性能陶瓷纤维。

图14：高性能陶瓷纤维决定陶瓷基复合材料的性能



资料来源：空天界、东兴证券研究所

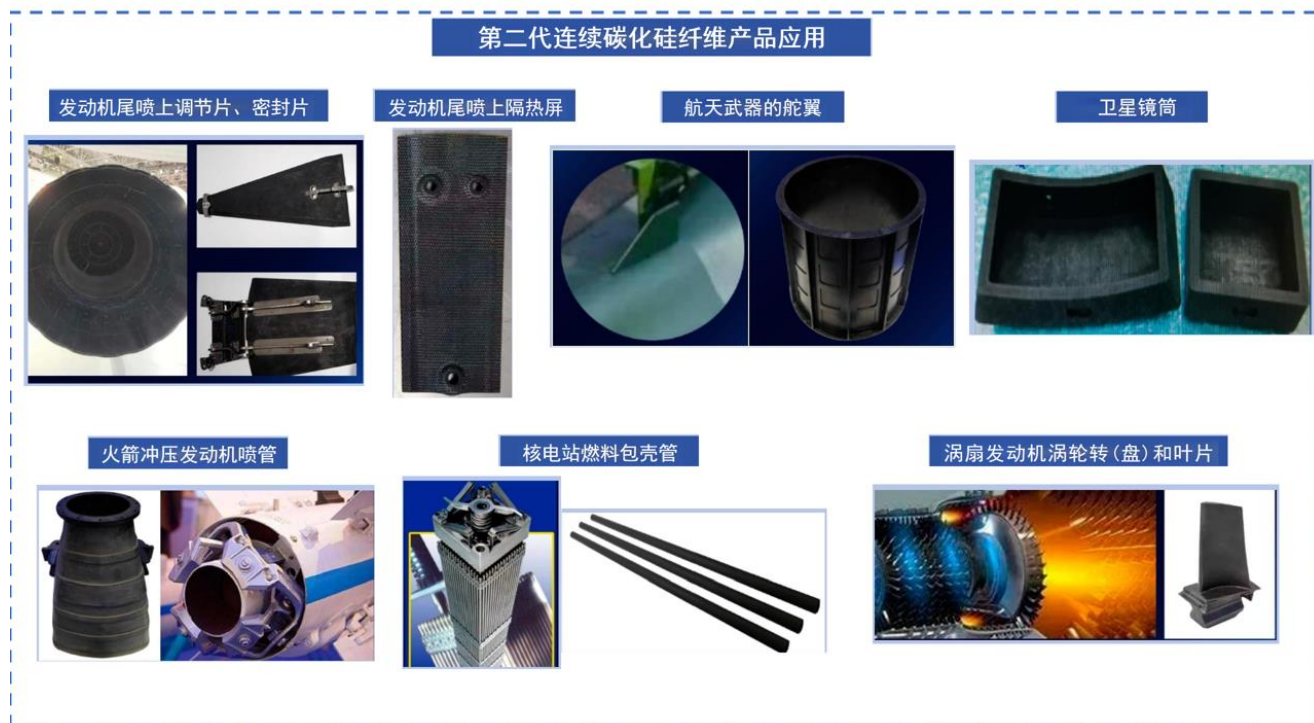
立亚系突破“卡脖子”关键材料-高性能陶瓷纤维。 立亚新材专注于高性能陶瓷纤维研发生产，代表产品CASAS-300 是高性能特种陶瓷材料系列产品；立亚化学主要产品包括固态聚碳硅烷、液态聚碳硅烷等系列，一方面能作为高性能特种陶瓷材料的先驱体，另一方面，亦可作为基体制造陶瓷基复合材料。目前公司第二代连续碳化硅产品已经应用在航空发动机热结构件、航天冲压发动机热结构件、航空航天近空间飞行器外防热结构件、核能领域构件。

图15：立亚新材主要产品

产品名称	图例	特点
Cansas3200系列低氧高碳型（第二代）碳化硅纤维		① 氧含量超低，耐高温抗氧化，可在1250°C发动机燃气环境下长期使用 ② 密度小，只有难熔金属的1/4左右，可实现高温热结构部件的增强减重 ③ 拉伸强度高、模量大，可与陶瓷基、金属基和树脂基材料复合，制备各种高性能复合材料。连续碳化硅纤维增强碳化硅基（SiC(f)/SiC）复合材料是下一代 发动机最理想的高温结构材料
Cansas3300系列近化学计量型（第三代）碳化硅纤维		① Si/C元素比接近1:1 ② 低密度、高强高模、耐高温抗氧化、抗蠕变和抗辐照能力强，是核反应堆包壳的理想材料 ③ 可在1450°C长时间稳定工作，瞬间使用温度近3000°C，是航空、航天、核能领域高温结构件的理想材料
Cansas4100系列连续氮化硅纤维		① 介电常数与介电损耗小，在0.3GHz~18GHz范围内，电磁波反射率低、功耗小、透过率高 ② 低密度、高强高模、耐磨损、耐腐蚀，耐高温抗氧化 ③ 可在1400°C下长时间稳定工作，高温力学性能和透波性能不衰，是高超声速飞行器、天线罩等新型透波复合材料的理想增强体

资料来源：空天界、东兴证券研究所

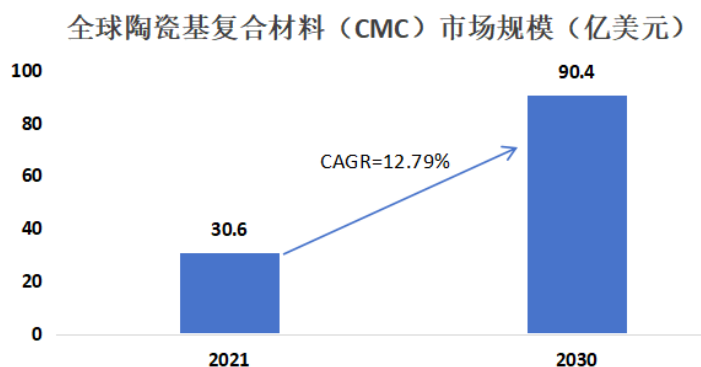
图16：立亚新材第二代连续碳化硅纤维产品应用



资料来源: 空天界、东兴证券研究所

CMC 材料在航天飞行器需要承受极高温度的特殊部位的使用具有很大的潜力, 预计将在 2030 年达到 90.4 亿美元。目前陶瓷基复合材料在航空航天领域的应用发展较快, 2022 年全球航空航天领域在陶瓷基复合材料市场占比达到 37%, 从全球 CMC 材料市场规模来看, 根据 Straits Research 数据, 2021 年全球陶瓷基复合材料(CMC)市场规模为 30.6 亿美元, 并预计将在 2030 年达到 90.4 亿美元, 期间年复合增长率为 12.79%。

图17: 2030 年全球 CMC 市场规模有望达到 90.4 亿美元

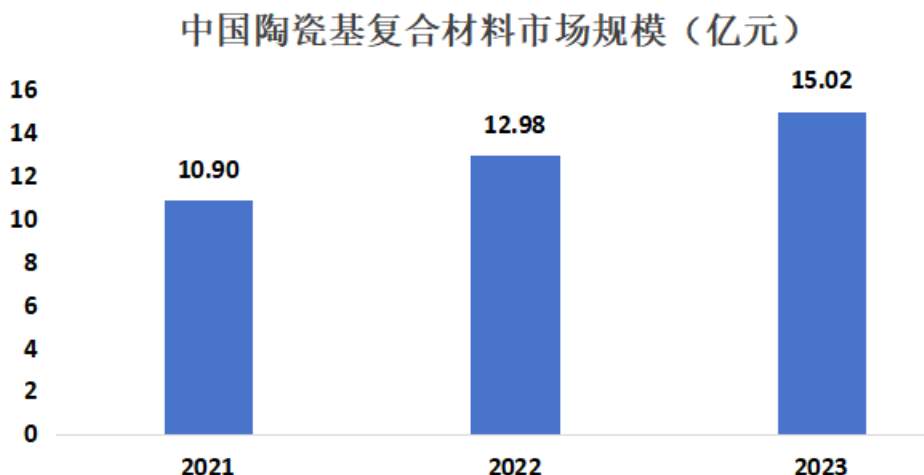


资料来源: Straits Research、华经产业研究院、东兴证券研究所

2022 年，我国陶瓷基复合材料市场规模为 12.98 亿元，同比增长 19.08%。2023 年我国陶瓷基复合材料市场规模达到 15.02 亿元。

公司作为国内少数具备特陶材料规模化生产，新材料业务需求有望逐步放量。公司作为国内 CMC 中上游材料领先企业，伴随着陶瓷基复合材料在航空航天领域的应用发展，公司新材料业务需求有望逐步放量。

图18：2023 年中国 CMC 市场规模达到 15.02 亿元



资料来源：中研网、东兴证券研究所

4. 投资建议

4.1 盈利预测

火炬电子是我国被动元器件领先企业，围绕“元器件、新材料、国际贸易”三大战略板块布局。公司元器件业务目前已经进入稳定经营阶段，立亚系突破“卡脖子”关键材料-高性能陶瓷纤维，新材料业务目前进入到持续放量阶段，未来有望成为净利润增长的主要推动点。

自产元器件：公司作为特种 MLCC 核心供应商，深度参与航空、航天、兵器等方向元器件配套，是国内首批通过宇航级产品认证的企业之一，先发优势明显；特种元器件业务受短期需求波动影响有所下滑，公司自产元器件也不断向钽电容、微波元件、电阻等其他品类扩展，随着需求逐步恢复，未来有望持续贡献新增长。预计 2024-2026 年公司自产元器件业务营收增速分别为 -14%/30%/25%，毛利率基本保持稳定，分别为 66%/65%/64%。

贸易业务：公司在贸易业务上与国际知名厂商保持长期合作和长期稳定合作关系，在新加坡等地设立子公司，辐射东南亚市场，有望开拓公司业务新的增长点。预计公司 2024-2026 贸易业务营收增速分别为 -16%/18%/10%，毛利率分别为 13%/12%/12%

新材料业务: 公司作为国内少数具备特陶材料规模化生产, 是国内 CMC 中上游材料龙头。陶瓷基复合材料在航空航天领域的应用发展较快, 公司新材料业务需求有望逐步放量。预计公司 2024-2026 贸易业务营收增速分别为-12%/60%/60%, 毛利率分别为 55%/58%/60%

4.2 投资建议

公司是我国军用 MLCC 核心供应商, MLCC 业务或迎来恢复式增长, 公司非 MLCC 业务发展有望持续向好; 陶瓷材料是公司布局的重点领域, 第二增长曲线逐步明晰。考虑到下游装备的放量节奏, 业绩有望持续增长。预计公司 2024—2026 年收入增速分别为-15.24%、23.84%、18.19%; 归母净利润分别为 3.06、4.17 和 5.66 亿元, 对应 EPS 分别为 0.67、0.91 和 1.23 元。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

5. 风险提示

（1）下游需求不及预期；（2）市场竞争加剧风险；（3）技术迭代风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	4,714.86	4,735.38	3,896.57	4,200.13	4,830.57	营业收入	3,558.72	3,503.59	2,969.54	3,677.63	4,346.53
货币资金	819.17	998.87	807.55	423.33	434.65	营业成本	2,050.25	2,432.11	2,013.22	2,467.74	2,836.29
应收账款	2,416.39	2,127.60	1,766.23	2,187.39	2,585.24	营业税金及附加	27.82	24.52	20.58	25.49	30.13
其他应收款	94.00	99.18	75.48	93.48	110.48	营业费用	162.77	178.73	151.45	187.56	221.67
预付款项	20.38	24.98	31.26	38.72	45.76	管理费用	220.01	275.04	234.59	294.21	339.03
存货	1,238.18	1,305.76	1,013.69	1,242.55	1,428.12	财务费用	33.20	37.20	46.72	28.00	22.26
其他流动资产	126.75	178.99	202.36	214.68	226.31	研发费用	106.96	144.88	121.75	147.11	178.21
非流动资产合计	2,826.74	3,184.30	3,434.85	3,394.64	3,257.22	资产减值损失	-26.19	-82.72	-59.98	-61.78	-76.06
长期股权投资	17.14	23.15	28.15	33.15	38.15	公允价值变动收益	0.00	0.66	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,070.30	2,064.63	1,874.14	1,713.95	1,566.85	投资净收益	-0.47	-4.29	0.00	0.00	0.00
无形资产	185.77	266.22	325.18	418.48	426.78	加：其他收益	44.14	39.67	39.14	39.14	39.14
其他非流动资产	316.27	443.84	567.67	509.49	503.32	营业利润	975.17	364.44	360.38	504.88	682.02
资产总计	7,541.61	7,919.67	7,331.42	7,594.77	8,087.78	营业外收入	0.45	0.07	0.35	0.35	0.35
流动负债合计	1,129.47	1,248.37	533.05	653.60	907.26	营业外支出	2.38	6.34	8.75	8.75	8.75
短期借款	563.36	563.42	0.00	0.00	155.50	利润总额	973.24	358.17	351.99	496.48	673.62
应付账款	363.33	490.01	362.33	444.13	510.46	所得税	147.54	44.70	42.24	74.47	101.04
预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	825.69	313.47	309.75	422.01	572.58
其他流动负债	202.78	194.94	170.73	209.47	241.30	少数股东损益	24.24	-4.91	3.61	4.93	6.68
非流动负债合计	946.75	1,002.93	886.01	696.40	484.74	归属母公司净利润	801.45	318.38	306.13	417.08	565.90
长期借款	739.88	830.32	713.40	523.79	312.13	主要财务比率					
应付债券	206.87	172.61	172.61	172.61	172.61		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	2,076.22	2,251.31	1,419.07	1,350.01	1,392.00	成长能力					
少数股东权益	184.09	252.64	256.25	261.18	267.86	营业收入增长	-24.83%	-1.55%	-15.24%	23.84%	18.19%
实收资本（或股本）	459.86	458.90	458.90	458.90	458.90	营业利润增长	-18.16%	-62.63%	-1.11%	40.09%	35.09%
资本公积	1,305.37	1,298.46	1,298.46	1,298.46	1,298.46	归属于母公司净利润增长	-16.15%	-60.27%	-3.85%	36.24%	35.68%
未分配利润	3,516.06	3,658.37	3,898.74	4,226.23	4,670.56	获利能力					
归属母公司股东权益合计	5,281.29	5,415.73	5,656.10	5,983.59	6,427.92	毛利率(%)	42.39%	30.58%	32.20%	32.90%	34.75%
负债和所有者权益	7,541.61	7,919.67	7,331.42	7,594.77	8,087.78	净利率(%)	23.20%	8.95%	10.43%	11.48%	13.17%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	10.63%	4.02%	4.18%	5.49%	7.00%
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE(%)	15.18%	5.88%	5.41%	6.97%	8.80%
经营活动现金流	915.60	856.44	1,273.19	366.60	594.92	偿债能力					
净利润	825.69	313.47	282.70	395.88	546.45	资产负债率(%)	28%	28%	19%	18%	17%
折旧摊销	158.10	201.16	417.45	479.21	516.42	流动比率	4.17	3.79	7.31	6.43	5.32
财务费用	33.20	37.20	46.72	28.00	22.26	速动比率	2.95	2.70	5.25	4.37	3.62
投资损失	0.47	4.29	0.00	0.00	0.00	营运能力					
营运资金变动	-143.52	245.05	495.59	-567.23	-520.95	总资产周转率	0.47	0.44	0.41	0.48	0.54
其他经营现金流	41.66	55.26	30.74	30.74	30.74	应收账款周转率	2.03	2.10	2.25	2.25	2.25
投资活动现金流	-808.74	-574.01	-671.69	-443.61	-383.61	应付账款周转率	5.66	5.17	5.70	5.70	5.70
资本支出	121.85	389.37	663.00	434.00	374.00	每股指标(元)					
其他投资现金流	-930.59	-963.38	-1,334.69	-877.61	-757.61	每股收益(最新摊薄)	1.75	0.69	0.67	0.91	1.23
筹资活动现金流	-230.20	-123.30	-792.82	-307.21	-199.98	每股净现金流(最新摊薄)	0.52	1.43	-0.14	-0.78	0.16
短期借款增加	-236.55	0.06	-563.42	0.00	155.50	每股净资产(最新摊薄)	11.38	11.67	12.20	12.91	13.88
长期借款增加	243.06	90.44	-116.92	-189.61	-211.66	估值比率					
普通股增加	0.00	-0.96	0.00	0.00	0.00	P/E	13.63	16.25	40.91	42.55	31.23
资本公积增加	14.67	-6.91	0.00	0.00	0.00	P/B	2.75	3.66	3.72	4.39	3.54
现金净增加额	-113.75	164.72	-191.32	-384.22	11.33	EV/EBITDA	16.96	21.63	16.40	13.61	11.27

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	聚灿光电（300708.SZ）：预告归母净利润增长 61-77%，募投项目投产运行	2025-01-17
行业深度报告	【东兴电子】先进封装行业：CoWoS 五问五答—新技术前瞻专题系列（七）	2025-01-08
行业深度报告	电子行业 2025 年投资展望：关注硬件创新	2024-12-18
行业深度报告	【东兴科技】智驾芯片行业的春天—新技术前瞻专题系列（六）	2024-11-11
行业深度报告	【东兴科技】空中成像行业：风起于青萍之末— 新技术前瞻专题系列（五）	2024-11-08
公司普通报告	聚灿光电（300708.SZ）：三季度业绩创历史新高，募投项目稳步推进—公司 2024 年三季报业绩点评	2024-10-16
行业深度报告	【东兴科技】纯血鸿蒙五问五答	2024-10-14
行业深度报告	光刻机行业：国之重器，路虽远行则将至—海外硬科技龙头复盘研究系列之九	2024-08-22
公司普通报告	聚灿光电（300708.SZ）：利润明显改善，终端需求持续回暖—公司 2024 年半年报业绩点评	2024-08-01
行业深度报告	电子行业：借鉴日韩“产、官、学”成功经验，给大基金三期投资带来哪些启示？—海外硬科技龙头复盘研究系列之八	2024-07-31
行业深度报告	电子行业：拥抱新质生产力，掘金“AI+”新蓝筹—电子行业 2024 年半年度投资展望	2024-07-19
公司普通报告	聚灿光电（300708.SZ）：业绩明显改善，高端产品持续渗透—公司 2024 年一季度业绩点评	2024-04-25
公司普通报告	聚灿光电（300708.SZ）：收入增长 22.30%，Mini LED 等产品取得突破—公司 2023 年年报业绩点评	2024-02-19
公司深度报告	聚灿光电（300708）：LED 芯片后起之秀，加码布局 Mini LED 领域	2023-08-18

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘航

复旦大学工学硕士, 2022 年 6 月加入东兴证券研究所, 现任电子行业首席分析师兼科技组组长。曾就职于 Foundry 厂、研究所和券商资管, 分别担任工艺集成工程师、研究员和投资经理。证书编号: S1480522060001。

研究助理简介

李科融

电子行业研究助理, 曼彻斯特大学金融硕士, 2024 年加入东兴证券, 主要覆盖 OLED、消费电子防护、半导体检测设备、模拟芯片等板块。

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, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526