

2025 年 03 月 25 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

火炬电子（603678）

2024 年报点评：元器件、碳化硅纤维双轮驱动

业绩概要：2024 年公司实现营业收入 28.0 亿元（-20.0%），实现归母净利润 1.95 亿元（-38.9%），对应 EPS 为 0.43 元，扣非归母净利润为 1.69 亿元（-45.3%）。公司 Q4 实现营业收入 6.5 亿元（同比-17.6%，环比-10.2%），实现归母净利润-0.31 亿元（同比-219%，环比-151%），实现扣非净利润-0.43 亿元（同比-244%，环比-176%）；

行业情况：电子元器件行业受到下游需求波动影响，过去两年整体承压，随着“十四五”收官之年来临，行业需求有望得到快速恢复；陶瓷纤维及其复材是下一代武器装备以及民用航空领域重点考虑的新型材料，随着下游中试线的投产运营，或将带来未来两年行业需求的提升；贸易行业受到内卷加剧、竞争白热化等因素扰动，需求显著分化，行业内企业在交期、技术服务等方面竞争较为激烈；

业绩总体承压，公司积极应对：在传统主业面临需求不振，新材料板块尚未放量的情况下，报告期内业绩总体承压，但公司通过培育新动能积极应对。**分板块来看，自产元器件业务**实现收入 9.9 亿元（-11.8%），毛利率 56.1%（-10.8pcts），主要系行业受到宏观环境、行业需求波动影响，景气度下降，公司调整产品定价以增强客户黏性；**新材料板块**实现收入 1.3 亿元（-16.2%），毛利率 51.7%（-3.9pcts），我们推测主要系部分客户订单放缓，聚碳硅烷出货量有所下降，而碳化硅纤维需求尚处于换挡期，整体产能利用率不高所致；**贸易板块**实现收入 16.5 亿元（-24.6），其毛利率 14.6%（+4.1pcts），我们推测主要系公司积极优化品牌资源，拓宽并优化产品线，产品结构有所调整所致。**自产被动元器件**中，脉冲电容、钽电容以及超级电容逆势增长，表现亮眼，薄膜电路业务占比提升；**自产主动元器件**实现收入 1.5 亿元（+25.5%），毛利率 7.7%（+0.8pcts），主动元器件 1 和主动元器件 2 销量分别实现 23.0 万片（+92%）、2331 万颗（2023 年销量 10200 颗），主要系公司在主动元器件领域积极作为，正逐步渗透到多个细分领域的同时，部分项目公司实现订单突破所致。Q4 毛利率有所下降，我们判断是由于公司产品结构有所变化所致；

财务数据：报告期内，公司计提资产减值损失 5809 万元，其中存货跌价损失 3259 万元、商誉减值损失 2550 万元，这两项计提对公司 2024 年度利润影响较大；在建工程减少较多，主要系公司紫华园一期及小体积项目转固所致；应收账款融资增加较多，主要系公司受到银行承兑汇票增加所致；预付款项减少较多，主要系公司预付供应商的货款减少所致；

投资评级

增持

维持评级

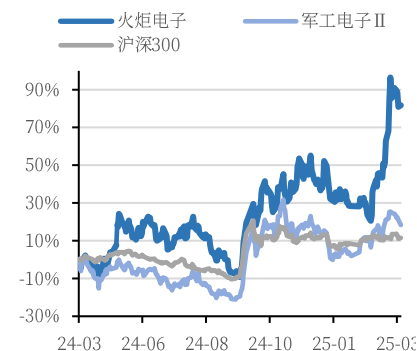
2025 年 03 月 24 日

收盘价(元): 38.38

公司基本数据

总股本(百万股)	458.34
总市值(百万)	17,591.20
流通股本(百万股)	458.34
流通市值(百万)	17,591.20
12 月最高/最低价(元)	43.00/19.07
资产负债率(%)	25.82
每股净资产(元)	11.82
市盈率(TTM)	90.43
市净率(PB)	3.25
净资产收益率(%)	3.55

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

王勇杰 分析师
SAC 执业证书: S0640524090001
邮箱: wangyjsh@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

军用元器件需求复苏，公司充分受益：“十四五”收官之年有望释放之前延迟的订单，叠加“十五五”初期下游加快备货需求，我们判断 2025 年军用元器件需求将表现旺盛，与此同时，随着信息化、数字化的电子战趋势，军工电子行业需求未来可期。公司深度布局自产元器件板块，收购福建毫米 40%股权，多品类全方面布局军工电子相关产品，有望充分受益；

陶瓷基复材放量在即：公司是国内聚碳硅烷及碳化硅纤维制造商，陶瓷基复材是新一代装备的重点材料，公司作为上游纤维材料企业，核心卡位优势明显，市占率领先。随着下游中试线的投产以及部件验证的推进，相关材料的大规模量产将成为可能，牵引公司新材料板块业务保持高速增长；

股权激励草案发布，公司信心十足：2025 年 3 月 11 日，火炬电子发布股权激励草案，本次员工持股计划考核年度为 2025 年度，年度业绩目标为 2025 年营业收入不低于 40 亿元（含）或 2025 年净利润不低于 5 亿元（含）。公司股权激励方案不仅促进了员工积极性，也反映出公司对于自身业务发展的强烈信心；

投资建议：公司作为军工电子和碳化硅纤维行业的龙头企业，随着需求复苏以及新一轮的武器装备备货周期，元器件板块有望迎来反弹；新材料板块随着下游武器装备逐步装机，有望得到快速成长。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 39.5 亿元、51.7 亿元、61.6 亿元，同比增长 41.1%、30.7%、19.3%，实现归母净利润 5.1 亿元、6.2 亿元、7.5 亿元，同比增长 160%、21.9%、21.5%，对应 PE 为 35X、29X、23X，维持“增持”评级。

风险提示：需求恢复不及预期、新领域应用不及预期、毛利率大幅波动等

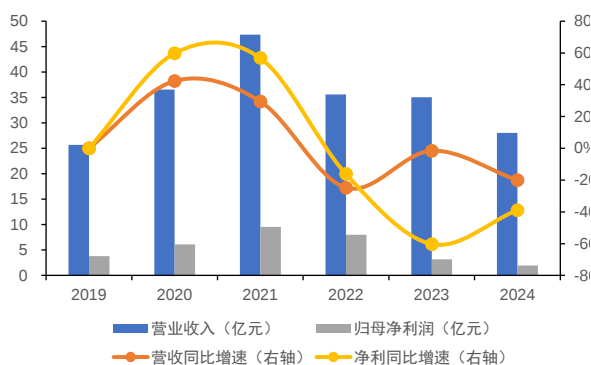
盈利预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,504	2,802	3,954	5,169	6,164
增速（%）	-1.55%	-20.04%	41.14%	30.72%	19.26%
归母净利润（百万元）	318	195	506	617	749
增速（%）	-60.27%	-38.90%	160.14%	21.93%	21.48%
每股收益（元）	0.69	0.42	1.10	1.35	1.64
市盈率（倍）	55.25	90.43	34.76	28.51	23.47

资料来源：iFinD，中航证券研究所

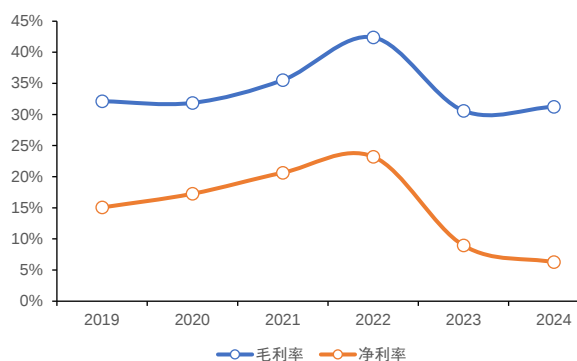
2024Q3 业绩点评：业绩保持稳定，关注陶瓷材料第二增长曲线 —2024-11-03
2024 年中报点评：陶瓷材料有望开启第二增长曲线 —2024-09-02

图1 营业收入、归母净利润及其同比增速



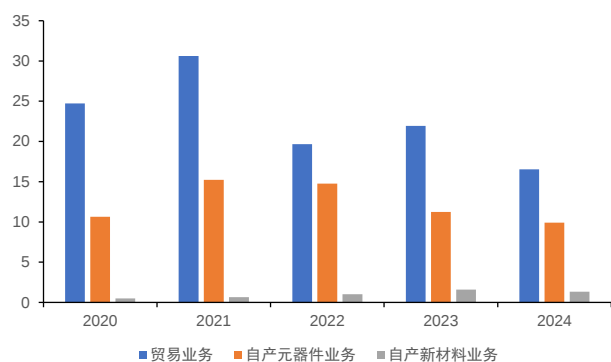
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率和净利率



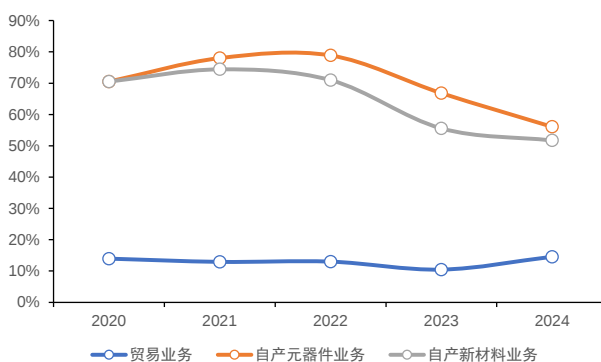
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 各业务收入情况 (亿元)



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 各业务毛利率情况



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 分季度数据

	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
营业收入(百万元)	650	725	775	652	790	1136	936	642
营业成本(百万元)	473	496	517	439	575	900	581	375
销售费用率	8.6%	6.1%	4.8%	5.3%	8.2%	3.6%	4.5%	4.9%
管理费用率	15.8%	9.9%	9.8%	9.3%	11.0%	6.4%	6.9%	8.1%
财务费用率	1.8%	0.4%	0.8%	0.8%	1.7%	0.8%	0.9%	0.9%
研发费用率	5.7%	3.3%	3.3%	3.8%	6.4%	3.2%	3.8%	3.5%
资产减值损失(百万元)	29.55	12.09	3.09	13.37	1.13	27.51	29.60	6.33
利润总额(百万元)	-42	68	103	81	24	30	155	149
所得税费用(百万元)	-3	12	15	11	-2	2	22	22
归母净利润(百万元)	-31	62	90	74	26	38	127	126
扣非归母净利润(百万元)	-43	57	86	69	30	36	121	123
EPS (元)	-0.07	0.13	0.20	0.16	0.06	0.08	0.28	0.28
毛利率	27.2%	31.5%	33.3%	32.6%	27.1%	20.8%	37.9%	41.5%
期间费用率	31.9%	19.7%	18.8%	19.3%	27.2%	14.0%	16.0%	17.4%
所得税率	7.1%	18.2%	14.1%	14.0%	-7.6%	8.4%	14.3%	14.6%
净利润率	-4.8%	8.5%	11.6%	11.4%	3.3%	3.4%	13.6%	19.7%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 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	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	819.17	998.87	969.85	395.39	516.85	616.42	营业收入	3558.72	3503.59	2801.50	3953.93	5168.52	6164.21
应收票据及账款	2416.39	2127.60	1895.36	2632.35	3398.48	3968.74	营业成本	2050.25	2432.11	1926.60	2715.80	3548.41	4201.82
预付账款	20.38	24.98	15.96	27.08	34.69	40.53	税金及附加	27.82	24.52	25.11	27.68	36.18	43.15
其他应收款	94.00	99.18	112.80	108.33	138.77	162.13	销售费用	162.77	178.73	171.47	197.70	248.09	289.72
存货	1238.18	1305.76	1309.57	1860.14	2381.81	2647.72	管理费用	220.01	275.04	311.19	280.73	356.63	422.25
其他流动资产	126.75	178.99	162.34	123.72	166.53	208.28	研发费用	106.96	144.88	112.15	154.20	193.82	228.08
流动资产总计	4714.86	4735.38	4465.87	5147.01	6637.13	7643.83	财务费用	33.20	37.20	26.57	48.75	88.98	127.76
长期股权投资	17.14	23.15	16.35	36.35	56.35	76.35	资产减值损失	-14.15	-64.56	-58.09	-39.54	-62.02	-92.46
固定资产	2070.30	2064.63	2429.65	2367.06	2604.37	2852.28	信用减值损失	-12.05	-18.16	-7.85	-11.86	-20.67	-18.49
在建工程	214.66	343.44	82.51	224.50	391.50	291.50	其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	185.77	266.22	242.70	243.92	278.47	296.35	投资收益	-0.47	-4.29	3.96	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	22.61	43.01	58.86	29.43	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.66	-0.63	0.60	0.60	0.60
其他非流动资产	316.27	443.84	411.53	494.59	538.22	574.21	资产处置收益	0.00	0.87	0.32	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2826.74	3184.30	3241.60	3395.85	3868.91	4090.70	其他收益	44.14	38.80	47.51	49.00	30.00	44.00
资产总计	7541.61	7919.67	7707.47	8542.86	10506.05	11734.53	营业利润	975.17	364.44	213.64	527.27	644.32	785.08
短期借款	563.36	563.42	286.01	790.11	2217.39	2905.51	营业外收入	0.45	0.07	1.61	15.05	15.10	15.08
应付票据及账款	363.33	490.01	459.97	632.45	770.93	923.25	营业外支出	2.38	6.34	4.62	6.00	5.50	5.80
其他流动负债	202.78	194.94	251.83	239.64	291.58	317.46	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	1129.47	1248.37	997.81	1662.20	3279.90	4146.21	利润总额	973.24	358.17	210.63	536.32	653.92	794.36
长期借款	739.88	830.32	801.52	666.02	588.07	435.92	所得税	147.54	44.70	35.38	80.45	98.09	119.15
其他非流动负债	206.87	172.61	190.97	155.00	146.00	135.00	净利润	825.69	313.47	175.24	455.88	555.83	675.21
非流动负债合计	946.75	1002.93	992.50	821.02	734.07	570.92	少数股东损益	24.24	-4.91	-19.28	-50.15	-61.14	-74.27
负债合计	2076.22	2251.31	1990.31	2483.22	4013.97	4717.14	归母净利润	801.45	318.38	194.52	506.02	616.97	749.48
股本	459.86	458.90	458.34	457.78	457.78	457.78	EBITDA	1164.54	596.53	462.93	913.10	1144.34	1373.84
资本公积	1305.37	1298.46	1263.09	1251.45	1251.45	1251.45	NOPLAT	855.80	350.78	200.66	489.11	622.79	775.40
留存收益	3516.06	3658.37	3764.70	4169.52	4663.09	5262.68	EPS (元)	1.75	0.69	0.42	1.10	1.35	1.64
归属母公司权益	5281.29	5415.73	5486.13	5878.75	6372.33	6971.92	主要财务比率						
少数股东权益	184.09	252.64	231.04	180.89	119.75	45.48	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	5465.38	5668.37	5717.17	6459.64	6492.08	7017.39	成长能力						
负债和股东权益合计	7541.61	7919.67	7707.48	8542.86	10506.05	11734.53	营收增长率	-24.83%	-1.55%	-20.04%	41.14%	30.72%	19.26%
现金流量表							营业利润增长率	-18.16%	-62.63%	-41.38%	146.81%	22.20%	21.85%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	-16.23%	-60.72%	-40.01%	146.67%	26.97%	24.12%
税后经营利润	825.69	313.47	175.24	406.02	521.66	629.41	EBITDA增长率	-12.03%	-48.78%	-22.40%	97.24%	25.32%	20.06%
折旧与摊销	158.10	201.16	225.74	328.03	401.44	451.72	归母净利润增长率	-16.15%	-60.27%	-38.90%	160.14%	21.93%	21.48%
财务费用	33.20	37.20	26.57	48.75	88.98	127.76	经营现金流增长率	56.32%	-6.46%	-24.69%	-130.47%	22.37%	437.06%
投资损失	0.47	4.29	-3.96	0.00	0.00	0.00	盈利能力						
营运资金变动	-143.52	245.05	173.54	-1022.39	-1189.24	-732.93	毛利率	42.39%	30.58%	31.23%	31.31%	31.35%	31.84%
其他经营现金流	41.66	55.26	47.88	43.05	24.60	38.28	净利率	23.20%	8.95%	6.26%	11.53%	10.75%	10.95%
经营性现金净流量	915.60	856.44	645.01	-196.54	-152.57	514.24	营业利润率	27.40%	10.40%	7.63%	13.34%	12.47%	12.74%
资本支出	544.35	389.37	315.20	485.97	859.00	661.00	ROE	15.18%	5.88%	3.55%	8.61%	9.68%	10.75%
长期投资	-45.94	-255.09	127.62	-5.00	-5.00	-5.00	ROA	10.63%	4.02%	2.52%	5.92%	5.87%	6.39%
其他投资现金流	-218.45	70.45	-113.51	-93.39	1.07	-6.98	ROIC	15.28%	5.65%	3.25%	8.16%	8.50%	8.50%
投资性现金净流量	-808.74	-574.01	-301.10	-584.36	-862.93	-672.98	估值倍数						
短期借款	-236.55	0.06	-277.41	504.11	1427.28	688.11	P/E	21.85	54.99	90.01	34.60	28.38	23.36
长期借款	243.06	90.44	-28.80	-135.51	-77.95	-152.15	P/S	4.92	5.00	6.25	4.43	3.39	2.84
普通股增加	0.00	-0.96	-0.56	-0.56	0.00	0.00	P/B	3.36	3.27	3.23	3.01	2.78	2.54
资本公积增加	14.67	-6.91	-35.37	-11.64	0.00	0.00	股息率	0.91%	0.39%	0.18%	0.58%	0.70%	0.86%
其他筹资现金流	-251.39	-205.93	-68.49	-149.96	-212.38	-277.65	EV/EBIT	19.63	32.63	61.08	32.40	27.27	22.47
筹资性现金净流量	-230.20	-123.30	-410.63	206.44	1136.96	258.31	EV/EBITDA	16.96	21.63	31.30	20.76	17.70	15.08
现金流量净额	-113.75	164.72	-65.34	-574.46	121.46	99.57	EV/NOPLAT	23.08	36.78	72.20	38.76	32.52	26.72

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。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%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, 形成业务层面一二二级市场协同。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

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

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

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、内容或其复印本给予任何其他人。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。

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