

火炬电子 (603678.SH)

经营业绩稳步提升，新材料板块景气可期

公司评级

增持

| | |
|------|------------|
| 当前价格 | 37.17 元 |
| 合理价值 | 49.43 元 |
| 报告日期 | 2025-09-05 |

核心观点:

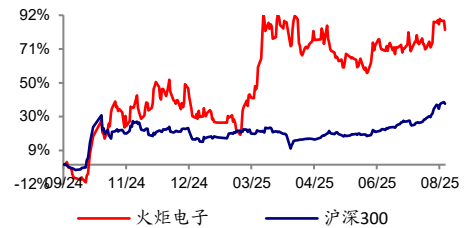
- 事件&点评:** 经营业绩改善明显，新材料业务稳健发展。8月22日，火炬电子公布2025年半年报。2025年上半年实现营业收入17.72亿元，同比增长24.20%；实现归母净利润2.61亿元，同比增长59.04%；实现扣非归母净利润2.53亿元，同比增长62.71%。
- 核心投资逻辑:** (1) **元器件业务**，短期来看，2025年需求较去年恢复，营收改善显著。中长期来看，公司在军工领域具备较强的客户黏性与稳定的行业地位，未来订单增长的确信性较高；同时特种装备MLCC国产替代及信息化转型持续推进，公司产品需求空间稳步释放。此外，公司持续加大新能源汽车等新兴领域布局，MLCC市场需求稳步扩大，将有效支撑元器件业务的中长期业绩表现。(2) **新材料业务**，公司已实现聚碳硅烷、陶瓷纤维等产品的稳定供应，具备CMC中上游材料的先发优势。随着国产航发、航天装备及C919等大飞机应用推进，叠加军用航空装备列装提速，高性能陶瓷材料需求持续增长，中长期有望成为公司新的增长引擎。(3) **国际贸易业务**，公司深耕电子元器件分销业务，长期与多家知名原厂保持紧密合作，产品线丰富，渠道体系成熟。受益于汽车电子、新能源等行业快速发展，高端电容器需求持续扩大。同时公司依托香港、新加坡等公司持续引入优质产品线，布局东南亚市场，有望拓展新增量，带动外贸业务稳步增长。
- 盈利预测与投资建议:** 预计25-27年EPS分别为1.10/1.41/1.81元/股，考虑新一轮补库存周期下景气度提升，叠加新材料业务贡献加速，结合可比公司估值，给予公司26年35倍PE，对应合理价值49.43元/股，给予“增持”评级。
- 风险提示:** 市场需求不及预期、市场拓展不及预期、政策波动、市场竞争加剧等风险。

盈利预测:

| 单位:人民币百万元 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 3,504 | 2,802 | 3,804 | 4,910 | 6,152 |
| 增长率 (%) | -1.5% | -20.0% | 35.8% | 29.1% | 25.3% |
| EBITDA | 699 | 537 | 859 | 1,094 | 1,336 |
| 归母净利润 | 318 | 195 | 506 | 647 | 828 |
| 增长率 (%) | -60.3% | -38.9% | 160.3% | 27.8% | 28.0% |
| EPS (元/股) | 0.69 | 0.42 | 1.10 | 1.41 | 1.81 |
| 市盈率 (P/E) | 38.2 | 71.9 | 33.0 | 25.8 | 20.2 |
| ROE (%) | 5.9% | 3.5% | 8.4% | 9.7% | 11.1% |
| EV/EBITDA | 17.9 | 26.2 | 19.8 | 15.6 | 12.6 |

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

孟祥杰



SAC 执证号: S0260521040002

SFC CE No. BRF275



010-59136693



mengxiangjie@gf.com.cn

分析师:

吴坤其



SAC 执证号: S0260522120001

SFC CE No. BRT139



010-59133689



wukunqi@gf.com.cn

分析师:

邱净博



SAC 执证号: S0260522120005

010-59136685



qiujingbo@gf.com.cn

分析师:

邵艺阳



SAC 执证号: S0260525060005

010-59136696



shaoyiyang@gf.com.cn

请注意, 邱净博, 邵艺阳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

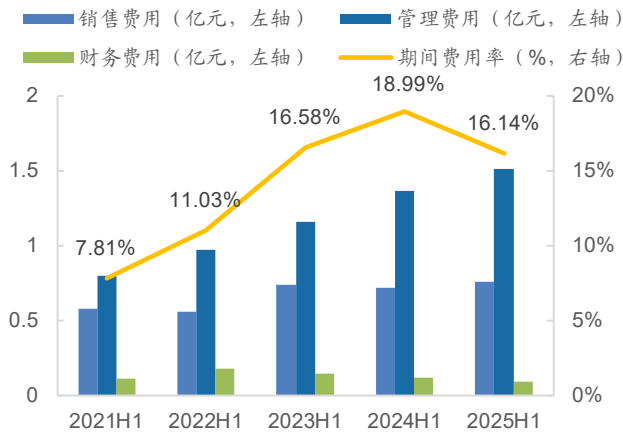
一、2025 半年报点评

事件：8月22日，火炬电子公布2025年半年报。2025年上半年实现营业收入17.72亿元，同比增长24.20%；实现归母净利润2.61亿元，同比增长59.04%；实现扣非归母净利润2.53亿元，同比增长59.02%。

三大业务业绩稳步提升，新材料业务稳健发展。收入端，公司2025年上半年实现营业收入17.72亿元，同比增长24.20%。分行业看，自产元器件业务，实现营业收入6.92亿元，同比增长27.62%；新材料板块业务，实现营业收入1.33亿元（含研发服务收入），同比增长101.88%；国际贸易业务，实现营业收入9.41亿元，同比增长15.86%。

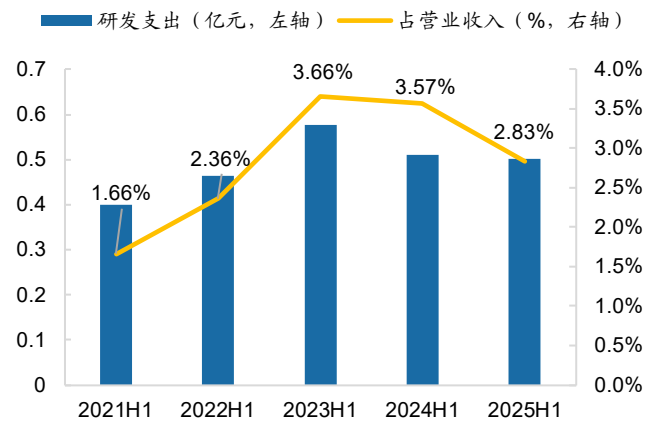
利润端，公司持续注重研发投入，整体费用水平控制良好。2025上半年公司实现归母净利润2.61亿元，同比增长59.04%。公司上半年毛利率35.59%，比同期增长2.648个pct。分产品看，陶瓷电容器毛利率同比减少0.94pct至77.06%，钽电容器毛利率同比增加4.05pct至39.66%。期间费用率为16.14%，比同期减少2.85个pct。其中，销售费用率同比下降0.75pct至4.27%；管理费用率同比下降1.06pct至8.52%；研发费用率同比下降0.74pct至2.83%；财务费用率同比下降0.29pct至0.52%。

图1：近五年公司期间费用率



数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

图2：近五年公司研发支出与营收占比



数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

分季度看，2025上半年Q2营收及归母净利润占比最高，同比增长显著。2025 Q1/Q2单季度实现营业收入7.62亿元/10.10亿元，占全年比例26.17%/32.09%，同比增加16.96%/30.29%，环比增长17.19%/32.52%；实现归母净利润1.07亿元/1.55亿元，占全年比例47.01%/53.03%，同比增加43.60%/71.78%，环比增长439.25%/44.93%。

表1: 2022年以来公司各季度业绩情况

| 年份 | 季度 | 营收 (亿元) | 占全年比例 (%) | 同比增长 (%) | 环比增长 (%) | 归母净利润 (亿元) | 占全年比例 (%) | 同比增长 (%) | 环比增长 (%) |
|------|----|------------|--------------|-------------|-------------|---------------|--------------|-------------|-------------|
| 2022 | Q1 | 8.43 | 23.69% | -26.92% | -25.89% | 1.94 | 24.19% | -24.89% | 11.32% |
| | Q2 | 11.17 | 31.40% | -11.22% | 32.56% | 3.02 | 37.74% | 3.43% | 56.00% |
| | Q3 | 8.76 | 24.62% | -26.06% | -21.59% | 2.21 | 27.62% | -4.17% | -26.81% |
| | Q4 | 7.22 | 20.30% | -36.49% | -17.55% | 0.84 | 10.44% | -51.98% | -62.21% |
| 2023 | Q1 | 6.42 | 18.31% | -23.90% | -11.19% | 1.26 | 39.69% | -34.83% | 51.06% |
| | Q2 | 9.36 | 26.72% | -16.21% | 45.95% | 1.27 | 39.99% | -57.91% | 0.75% |
| | Q3 | 11.36 | 32.43% | 29.69% | 21.35% | 0.38 | 12.05% | -82.68% | -69.87% |
| | Q4 | 7.90 | 22.54% | 9.32% | -30.50% | 0.26 | 8.27% | -68.51% | -31.31% |
| 2024 | Q1 | 6.52 | 23.26% | 1.57% | -17.48% | 0.74 | 38.19% | -41.22% | 181.95% |
| | Q2 | 7.75 | 27.67% | -17.21% | 18.96% | 0.90 | 46.26% | -29.31% | 21.15% |
| | Q3 | 7.25 | 25.86% | -36.23% | -6.53% | 0.62 | 31.71% | 60.84% | -31.45% |
| | Q4 | 6.50 | 23.21% | -17.65% | -10.25% | -0.31 | -16.16% | -219.35% | -150.97% |
| 2025 | Q1 | 7.62 | 26.17% | 16.96% | 17.19% | 1.07 | 47.01% | 43.60% | 439.25% |
| | Q2 | 10.10 | 32.09% | 30.29% | 32.52% | 1.55 | 53.03% | 71.78% | 44.93% |

数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

资产负债表端, 公司2025上半年期末存货为13.78亿元, 较年初增加5.26%, 主要系业务扩张带来的备货需求; 应收账款为19.1亿元, 较年初减少39.17%; 在建工程期末余额为0.92亿元, 较年初增加11.66%; 固定资产为23.79亿元, 较年初减少1.50%; 合同负债为0.07亿元, 较年初增加120.15%, 主要系公司业务规模扩大及预收货款增加。

现金流端, 经营活动产生的现金流量净额-0.67亿元, 同比减少113.71%, 主要系本期内支付供应商货款增加; 投资活动产生的现金流量净额-3.16亿元, 主要系公司本期收购融科热控导致投资支出增加; 筹资活动产生的现金流量净额1.12亿元, 主要系本期公司通过股权激励款项及银行借款补充资金。

持续深化自主创新, 多领域取得新突破。具体来看, 根据火炬电子2025年半年报, 公司持续开展电子元器件产品优化及新品研发工作, 实现关键技术自主可控, 形成从产品设计、材料开发到生产工艺的一系列陶瓷电容器制造的核心技术, 并拥有CNAS实验室认可的火炬电子实验室、国家企业技术中心、省级工程技术研究中心。与此同时, 子公司天极科技拥有自主可控的介质材料制备技术和半导体薄膜工艺; 立亚新材CASAS-300特种陶瓷材料以技术独占许可及自主研发的方式, 掌握了“高性能特种陶瓷材料”产业化的一系列专有技术; 立亚化学高性能热端关键材料聚碳硅烷项目荣获2024年第十三届中国创新创业大赛全国总决赛第一名、第九届中国航空创新创业大赛全国总决赛创新组二等奖。

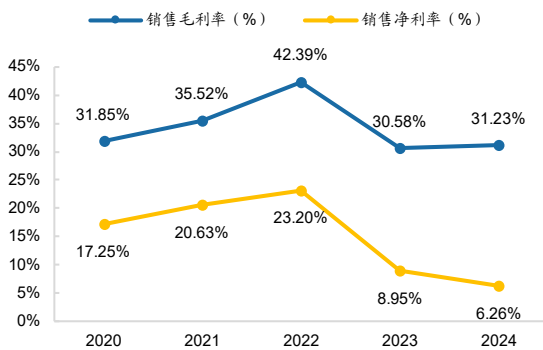
二、火炬电子：MLCC 核心供应商

（一）公司介绍及财务分析

火炬电子是国内MLCC行业的核心供应商之一。据火炬电子招股说明书及公司官网，1989年，公司前身“泉州火炬电子元件厂”成立；2007年，在火炬电子厂进行整体改制的基础上，火炬电子厂原股东出资共同发起设立福建火炬电子科技股份有限公司。2015年公司于上交所上市。公司主要从事电容器及相关产品的研发、生产、销售、检测及服务业务，其主营业务包括自产业务和代理业务。自产业务主要产品包括片式多层陶瓷电容器、引线式多层陶瓷电容器以及多芯组陶瓷电容器，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通讯设备、工业控制设备、医疗电子设备、消费类电子等民用市场；代理业务主要通过下属公司完成，产品主要包括AVX的钽电解电容器、AVX金属膜电容器、KEMET铝电解电容器、太阳诱电的大容量陶瓷电容器等，主要适用于电力、轨道交通、风能、太阳能、汽车电子、智能手机等民用市场。

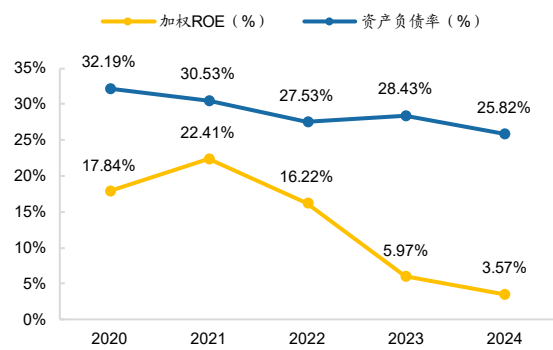
营收利润短暂承压，需求恢复助力业绩反弹。2020-2024年公司营收从2020年的36.56亿元降低至2024年的28.02亿元，CAGR达-6.67%；归母净利润由2020年的6.10亿元降低至2024年的1.95亿元，CAGR达-25.27%。公司盈利承压，近年来毛利率、净利率均有下降。2024年毛利率小幅降低至31.23%，净利率由17.25%降低至6.26%。公司注重研发投入，研发费用率大幅上升，由2020年的1.86%上升至2024年的4.00%。2020-2024年期间费用率分别为10.01%、9.95%、14.69%、18.15%、22.18%，呈震荡上升趋势。公司固定资产周转率由2020年的4.43（次）下降至2024年的1.26（次），总资产周转率和营运资本周转率略有下降，2020-2024年内分别由0.71（次）、1.60（次）降低至0.36（次）、0.81（次）；应收帐款周转率和存货周转率震荡下降，2020-2024年内分别由2.63（次）、3.00（次）降低至1.93（次）、1.47（次）。

图3：近五年公司净利率与毛利率



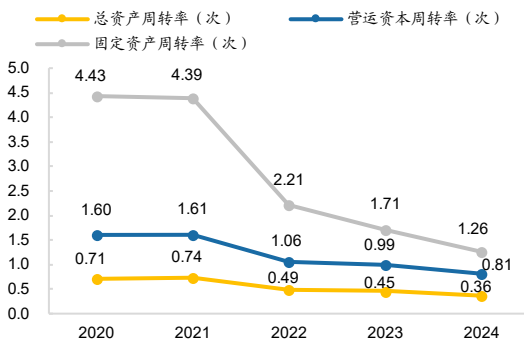
数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

图4：近五年公司ROE与资产负债率



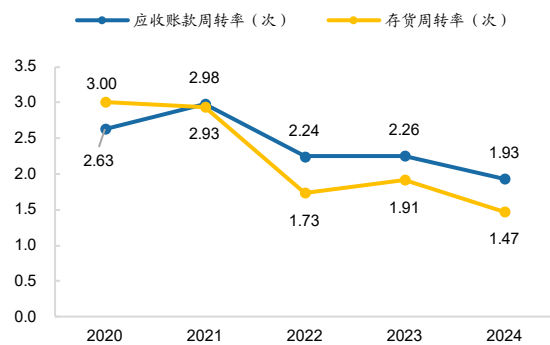
数据来源：ifind，广发证券发展研究中心

图5: 近五年固定资产、营运资产、总资产周转率



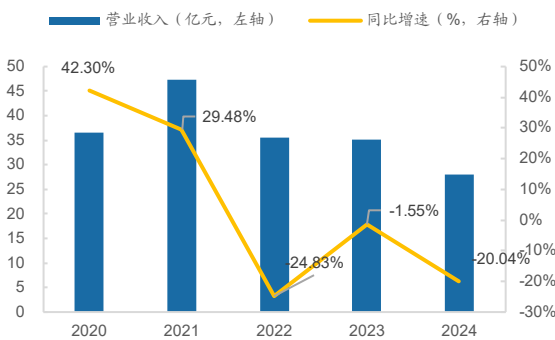
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图6: 近五年公司应收账款与存货周转率



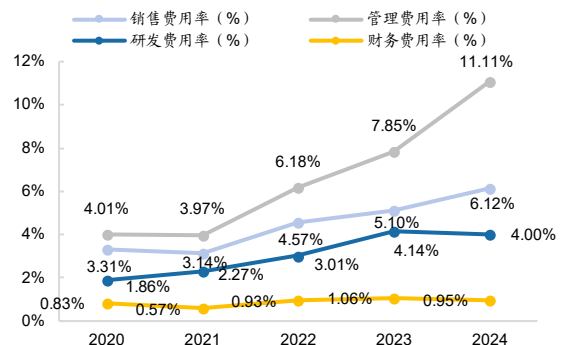
数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图7: 近五年营业总收入与同比增速



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

图8: 近五年公司四大费用率



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

(二) 元器件及新材料行业发展

我国军队信息化建设需求持续, 装备现代化或抬高增长中枢。伴随我国国防事业发展, 装备现代化进程加快, 装备电子化、信息化、智能化持续推进, 特种电子元器件作为上游核心环节, 需求有望持续。2020年11月3日, 《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二零三五年远景目标的建议》发布, 要求加快机械化、信息化和智能化融合发展; 提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力, 确保2027年实现建军百年奋斗目标; 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; 到2035年“关键核心技术实现重大突破”; 促进国防实力和经济实力同步提升。“十四五”末年及“十五五”国防信息化需求持续, 或抬高上游元器件增长中枢。

被动元器件作为电子产品基础单元之一, 下游应用广泛, 电容器市场规模相对较大。据火炬电子2021年年报, 被动元器件RCL元件(电容、电感和电阻)市场规模占比近90%, 以电容器为主导。陶瓷电容器属于电容器种类之一, 据中国电子元件协会官网, 陶瓷电容器市场份额约占各类电容器的一半。电容器是三大被动电子元件之一, 它通过静电的形式储存和释放电能, 在两极导电物质间以介质隔离, 并将电能储存其间, 主要作用为电荷储存、交流滤波或旁路、切断或阻止直流、提供调谐及振荡等。电容器是电子线路中不可缺少的基础元件, 几乎所有的电子设备中都需要规模化的配置。根据介质不同, 电容器产品可分为陶瓷电容器、铝电解电容器、钽电解

电容器和薄膜电容器等。据鸿远电子2021年年报数据，从近年来全球各类电容器市场份额看，在前述四类主要电容器中陶瓷电容器约占一半。

与其他种类的电容器相比，MLCC优良特性明显。据鸿远电子招股说明书，陶瓷电容器又可分为单层陶瓷电容器（SLCC）和多层瓷介电容器（MLCC），其中MLCC以其等效电阻低、耐高压/高温、寿命长、体积小、电容量范围宽等优势占据较高市场份额，在市场中90%的陶瓷电容器为MLCC。片式多层陶瓷电容器（MLCC）由内电极、陶瓷层和端电极三部分组成，其介质材料与内电极以错位的方式堆叠，然后经过高温烧结烧制成形，再在芯片的两端封上金属层，得到了一个类似于独石的结构体，故MLCC也常被称为“独石电容器”。MLCC具有容量范围宽、频率特性好、工作电压和工作温度范围宽、体积超小以及无极性等优势特性。对比其他类型的电容器，由于MLCC具有无极性的特性，更为适合电路的装配，特别随着下游电子产品的微型化发展，其优势越发明显。

全球MLCC市场需求端保持增长态势，我国特种及民用MLCC市场空间有望随装备及5G等建设进一步增长。据鸿远电子2021年年报援引的《2021年版中国MLCC市场竞争研究报告》（北京智多星信息技术有限公司，2021年），2020年MLCC市场全球需求量约为43,930亿只，预计2025年约60,520亿只，5年复合增长率约为6.6%。具体看我国MLCC市场，2021年开年我国MLCC市场仍处于供不应求局面，预计2025年需求量约47,890亿只，市场规模约791.5亿元，2020-2025年需求量、市场规模复合增长率分别为6.6%、8.2%。我国MLCC市场占据全球半数以上份额，具备市场空间潜力。

陶瓷基复合材料（CMC）耐高温、密度小、耐磨耗、耐腐蚀、抗氧化等性能优异。根据《陶瓷基复合材料在航空发动机热端部件应用及热分析研究进展》（杜昆 2022），CMC材料的结构和组织特征使得其既保留了碳化硅陶瓷材料耐高温、抗氧化、耐磨耗、密度小、耐腐蚀等优点，同时SiC纤维的增强增韧机制又使得材料对裂纹不敏感，克服了陶瓷材料脆性大、可靠性差等致命弱点，成为各国重点研究的战略热结构材料，广泛应用于航空航天发动机等领域。

CMC材料全球市场空间有望以较快的复合增速持续增长，航空航天领域需求为主要驱动力。根据Straits Research发布的报告《Ceramic Matrix Composites Market: Information by Product, Applications, and Region – Forecast till 2030》，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（CAGR）为12.79%。由于CMC材料具有卓越的机械性能与功率重量比，可减轻重量，实现较高水平的燃油效率并减少污染，航空航天业以及汽车工业对此类材料的需求不断增加，预计未来几年全球市场对CMC材料的需求将会以较快的复合增速持续提升。根据应用领域划分，CMC材料应用领域包括航空航天、国防、能源与电力、电路与电子等。参考Grand View Research发布的报告《Ceramic Matrix Composites Market Size, Share & Trends Analysis Report By Product, By Application, And Segment Forecasts, 2022-2030》，CMC材料在航空航天领域的应用发展较快，2021年占全球份额的36%以上，其次是国防、能源与电力、电路与电子等领域。

（三）我国 MLCC 及 CMC 行业格局

目前国内MLCC等电子元器件主要存在三种商业模式自产自销、代理销售及两种兼有。据各公司官网，自产自销，指在生产加工和工艺控制上形成一条具有自己特色的工艺技术方案，代表企业为中国台湾的国巨、华新科技，大陆地区企业风华高科、三环集团。代理销售，指公司利用自身的管理、营销、技术服务等优势，取得前端厂商的代理授权后，提供销售和其他服务，代为处理行业终端较为庞杂的用户群，代表企业为厦门信和达、湘海电子、创意电子等。当前，国内特种领域MLCC上市企业多自产自销及代理销售两种商业模式兼有，如火炬电子、鸿远电子、成都宏明等。

自产业务，尤其是在特种领域，依托核心技术壁垒和严格的资质认证体系，普遍具备较高的毛利率水平。以鸿远电子、火炬电子为代表的企业，其军工类自产MLCC产品毛利率通常可达70%–80%，主要源于军方对产品可靠性、定制化要求极高、需求弹性低，且采购路径一旦确定便相对固定，再加上国产化替代政策的支持，形成可持续的垄断溢价能力。民用自产方面，以风华高科、三环集团为例，该类业务毛利率维持在15%–60%之间，虽低于军工特种产品，但仍高于代理业务。相比之下，代理销售业务因直接面对市场竞争，营业成本较高，毛利率普遍处于10%–20%区间。然而，代理模式也具备经营灵活、市场反应快等优势，企业可通过优化客户和产品结构提升整体盈利能力。

国内MLCC行业市场集中度较高，火炬电子、鸿远电子和成都宏明占据的市场份额高，呈现明显的寡头格局。据各公司招股书，火炬电子的MLCC产品主要为片式多层瓷介电容器、模压引线式多层瓷介电容器和涂层引线式多层瓷介电容器，公司掌握瓷胶移膜工艺和湿法淋幕成型工艺等核心技术，产品应用于航空航天、通讯、电力、汽车等行业。鸿远电子MLCC产品涵盖片式多层瓷介电容器、有引线多层瓷介电容器以及金属支架多层瓷介电容器，公司核心技术包括陶瓷浆料配方及分散技术、薄膜流延技术和金属陶瓷共烧技术，产品广泛应用于航空、航天、兵器、船舶等领域。成都宏明则专注于瓷介电容器、微波模块组件、微波无源器件以及电子功能陶瓷材料等产品，以电子封装技术为核心，服务于卫星航天、航空、航海、雷达和广播通讯等领域。

公司在元器件和新材料领域前瞻性布局。根据火炬电子招股书、火炬电子2017.03.08关于设立全资子公司的公告、火炬电子2015年非公开发行预案和火炬电子2021年年报，元器件板块，公司自产业务有望受益于规模效应、高附加值产品拓展，贸易业务下游应用场景增加。自产业务方面，公司自2015年IPO以来，通过定向增发、可转债、收购等方式，不断提升陶瓷电容器产能、布局高附加值产品。2020-2024年，核心自产元器件陶瓷电容器毛利率由74.59%提升至75.05%；2016年定向增发后，随产能建设逐步落地，公司陶瓷材料毛利率由2017年的29.22%逐步提升至2024年的51.73%。扩产提质增效，叠加高附加值产品品类拓展，自产元器件盈利能力逐步改善。贸易业务方面，业务增速及毛利率水平较为稳定，公司与太阳诱电、AVX等多个国际知名品牌原厂建立了良好的长期合作关系，近年，随着物联网、5G、新能源汽车等新兴市场发展，产品应用场景及需求种类持续拓展。新材料板块，优先布局高性能特种陶瓷材料产业化，并向上游先驱体材料延伸，有望卡位新装备放量。国内CMC新材料在航空发动机、航天等领域热端结构件领域应用仍处于较为早期阶段，但下游装备性能升级对热端结构件性能要求显著提升，CMC在部分环节对高温合金

的替代需求提升。2013年，公司通过立亚特陶较早与厦门大学达成合作，实现技术优先布局；2016年，设立立亚新材，推进CASAS-300 高性能特种陶瓷材料产业化；2017年，设立立亚化学，布局陶瓷材料先驱体聚碳硅（PCS），亦可作为基体制造陶瓷基复合材料，实现陶瓷基复合材料产业链中上游环节完整布局，进一步提升产品附加值；2022年，通过与专业投资机构合作设立产业基金，推动新材料下游发展，实现产业链的良性循环。同时，公司通过技术独占许可方式掌握了CASAS-300特种陶瓷材料产业化的一系列专有技术，技术水平领先；作为国内少数具备陶瓷材料规模化生产能力的企业之一，产品性能和产能已具备稳定供货能力，为公司后续增长提供第二增长极。

三、盈利预测和投资建议

核心投资逻辑：（1）**元器件业务**，短期来看，2025年需求较去年恢复，营收改善显著。中长期来看，公司在军工领域具备较强的客户黏性与稳定的行业地位，未来订单增长的确定性较高；同时特种装备MLCC国产替代及信息化转型持续推进，公司产品需求空间稳步释放。此外，公司持续加大新能源汽车等新兴领域布局，MLCC市场需求稳步扩大，将有效支撑元器件业务的中长期业绩表现。（2）**新材料业务**，公司已实现聚碳硅烷、陶瓷纤维等产品的稳定供应，具备CMC中上游材料的先发优势。随着国产航发、航天装备及C919等大飞机应用推进，叠加军用航空装备列装提速，高性能陶瓷材料需求持续增长，中长期有望成为公司新的增长引擎。（3）**国际贸易业务**，公司深耕电子元器件分销业务，长期与多家知名原厂保持紧密合作，产品线丰富，渠道体系成熟。受益于汽车电子、新能源等行业快速发展，高端电容器需求持续扩大。同时公司依托香港、新加坡等公司持续引入优质产品线，布局东南亚市场，有望拓展新增量，带动外贸业务稳步增长。

公司为国内MLCC行业的核心供应商之一，处于国内领先地位。军品方面受益于“十四五”末年订单需求增加，民品方面受益于国产替代加速，市场前景广阔。

具体来看：

（1）**自产被动元器件**：公司主要被动元器件产品包括MLCC、钽电容、电阻（毫米公司）等，近年受下游客户需求影响阶段性放缓。2023-24年，公司自产被动元器件业务实现营业收入10.01/8.37亿元，同比增长-32.17%/-16.36%；毛利率74.20%/65.00%。由于十四五规划目标完成的强指引，我们认为伴随行业需求的周期回升，元器件行业或开启补库周期，叠加公司积极拓展产品品类，预计2025-2027年公司自产被动元器件业务收入同比增长65.00%/40.00%/30.00%。考虑产品供应逐步稳定及产品结构调整，预计未来三年自产业务毛利率分别为68.00%/68.00%/67.00%。

（2）**自产主动元器件**：公司主要主动元器件产品包括MOSFET、IGBT、模拟IC和第三代功率器件等半导体芯片，下游应用覆盖消费电子、工业及新能源车等领域。2023-24年，公司自产主动元器件业务实现营业收入1.23/1.54亿元，24年同比增长25.53%；毛利率6.86%/7.68%。由于下游如新能源汽车市场的扩展，叠加十五五规划初期新装备备货周期，预计2025-2027年公司自产主动元器件业务同比增长维持在35.00%，毛利率维持在7.50%。

(3) 自产陶瓷材料: 公司陶瓷材料业务产业化能力及业务布局存在领先优势, 当前业务营收基数较小。2023-24年, 公司自产陶瓷材料实现营收1.60/1.34亿元, 同比增长58.51%/-16.18%; 毛利率55.59%/51.73%。下游航空航天领域为高端装备发展的核心赛道之一, 且考虑国内陶瓷基复材市场处于发展阶段, 潜在空间较大, 预计2025-2027公司自产陶瓷材料及其他业务收入同比增长55.00%/40.00%/30.00%。新材料业务处于产业化发展阶段, 短期内毛利率有望相对稳定, 预计未来三年毛利率分别为维持在57.00%。

(3) 国际贸易业务: 公司贸易业务与知名国际供应商合作, 代理销售多种元器件, 深耕多个应用领域。2023-24年, 公司国际贸易业务实现营收21.93/16.54亿元, 同比增长13.28%/-24.60%; 毛利率10.46%/14.55%。考虑下游丰富的应用场景及需求, 预计2025-2027年公司贸易业务收入同比增长维持在20.00%。公司历史贸易业务毛利率基本维持在10%~20%附近, 预计未来三年贸易业务毛利率维持在14.50%。

(4) 其他业务: 2023-24年, 公司其他业务实现营收0.26/0.22亿元, 同比增长58.51%/-16.18%; 毛利率7.45%/39.87%。预计2025-27年该业务营收同比上升维持在0.00%, 预计2025-27年该业务毛利率维持在40.00%。

(5) 费用率: 结合公司营收增长情况及相关市场的开拓与业务整合, 预计2025-27年公司销售费用率维持在6.00%, 管理费用率维持在11.00%, 研发费用率分别为4.00%/4.50%/5.00%, 财务费用率分别为0.50%/0.42%/0.29%。

表2: 公司分业务拆分 (单位: 亿元)

| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 国际贸易业务 | | | | |
| 收入 | 16.54 | 19.85 | 23.81 | 28.58 |
| 增长率 (%) | -24.60% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 成本 | 14.13 | 16.97 | 20.36 | 24.43 |
| 毛利 | 2.41 | 2.88 | 3.45 | 4.14 |
| 毛利率 (%) | 14.55% | 14.50% | 14.50% | 14.50% |
| 自产被动元器件 | | | | |
| 收入 | 8.37 | 13.81 | 19.34 | 25.14 |
| 增长率 (%) | -16.36% | 65.00% | 40.00% | 30.00% |
| 成本 | 2.93 | 4.42 | 6.19 | 8.30 |
| 毛利 | 5.44 | 9.39 | 13.15 | 16.85 |
| 毛利率 (%) | 65.00% | 68.00% | 68.00% | 67.00% |
| 自产主动元器件 | | | | |
| 收入 | 1.54 | 2.08 | 2.81 | 3.80 |
| 增长率 (%) | 25.53% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 成本 | 1.43 | 1.93 | 2.60 | 3.51 |
| 毛利 | -2.97 | 0.16 | 0.21 | 0.28 |
| 毛利率 (%) | 7.68% | 7.50% | 7.50% | 7.50% |
| 自产陶瓷材料 | | | | |
| 收入 | 1.34 | 2.08 | 2.91 | 3.78 |

| | | | | |
|----------|---------|--------|--------|--------|
| 增长率 (%) | -16.18% | 55.00% | 40.00% | 30.00% |
| 成本 | 0.65 | 0.89 | 1.25 | 1.63 |
| 毛利 | 0.69 | 1.18 | 1.66 | 2.16 |
| 毛利率 (%) | 51.73% | 57.00% | 57.00% | 57.00% |
| 其他业务 | | | | |
| 收入 | 0.22 | 0.22 | 0.22 | 0.22 |
| 增长率 (%) | -16.18% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 成本 | 0.13 | 0.13 | 0.13 | 0.13 |
| 毛利 | 0.09 | 0.09 | 0.09 | 0.09 |
| 毛利率 (%) | 39.87% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| 公司主要营业指标 | | | | |
| 收入 | 28.02 | 38.04 | 49.10 | 61.52 |
| 增长率 (%) | -20.04% | 35.80% | 29.06% | 25.30% |
| 成本 | 19.27 | 24.34 | 30.54 | 38.00 |
| 毛利 | 8.75 | 13.70 | 18.56 | 23.52 |
| 毛利率 (%) | 31.23% | 36.01% | 37.81% | 38.23% |

数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

可比公司估值: 元器件板块, 主要可比上市公司包括鸿远电子、宏达电子等。其中鸿远电子与公司同为高可靠MLCC领域的核心供应商之一, 宏达电子优势领域为钽电容器, 近两年其也逐步向MLCC领域渗透。(1) 自产业务, 从细分赛道看, 火炬电子客户航空、电子类客户占比相对较大, 鸿远电子航天类客户占比相对较高, 各公司深耕自身下游大客户, 格局相对稳定, 受益“十四五”目标强指引, 元器件板块增速有望向好; (2) 贸易业务, 公司与太阳诱电、AVX等国际知名品牌合作, 品牌效应巩固市场地位, 有望促进贸易业务稳定发展。**新材料板块**, 目前的核心可比公司苏州赛菲、宁波众兴等均未上市, 公司新材料板块业务布局在上市资产中具备一定领先优势, 考虑其下游航空、航天及核工业等多赛道潜在市场空间, 公司业务成长弹性有望提升。**综合来看**, 考虑公司处于成长型赛道, 元器件板块品类扩张值得期待, 特别是在高端装备领域有望同时受益行业增长的 β 及国产替代的份额扩张 α , 同时长期布局的新材料板块有望随新装备定型而率先受益, 第二增长曲线清晰。预计25-27年EPS分别为1.10/1.41/1.81元/股, 参考可比公司估值, 给予公司26年35倍PE, 对应合理价值49.43元/股, 给予“增持”评级。

表3: 可比公司估值分析

| 公司名称 | 公司代码 | 业务类型 | 市值 (亿元) | 净利润(亿元) | | | | 动态 PE 估值水平 | | | |
|------|-----------|-----------------|------------|---------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|
| | | | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 鸿远电子 | 603267.SH | 自产及代理 MLCC 等 | 120.60 | 1.54 | 3.40 | 4.70 | 5.88 | 54.45 | 35.47 | 25.66 | 20.51 |
| 宏达电子 | 300726.SZ | 钽电容等电 子元器件 | 140.40 | 2.79 | 2.96 | 3.49 | 4.19 | 45.87 | 47.43 | 40.23 | 33.51 |

数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心 (ifind 一致预测数据, 市值选取 2025/9/4 日收盘。)

四、风险提示

（一）市场需求不及预期

“十五五”期间元器件行业、航空航天等市场需求及订单放量不及预期，营收可能不及预期。

（二）市场拓展不及预期

国内陶瓷基复材产品技术及产业化能力及下游市场需求仍处于发展阶段，如市场规模及业务拓展不及预期，可能对盈利水平造成影响。

（三）政策波动风险

公司产品以高端制造业为主，若国内外政策发生较大变化，如定价、税收、采购等，可能会对公司规模造成一定影响。

（四）市场竞争加剧风险

公司为国内航空航天用元器件供应商之一且自产业务毛利率水平相对较高，不排除竞争加剧的风险，同时公司下游配套高端装备，若发生产品质量风险、供应风险等，或许对公司后续订单获取有一定影响。

资产负债表

单位:人民币百万元

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产总额 | 4,735 | 4,466 | 4,940 | 5,642 | 6,437 |
| 货币资金 | 999 | 970 | 972 | 1,002 | 1,052 |
| 应收及预付 | 2,015 | 1,714 | 1,979 | 2,376 | 2,738 |
| 存货 | 1,306 | 1,310 | 1,488 | 1,696 | 2,006 |
| 其他 | 416 | 472 | 501 | 567 | 641 |
| 非流动资产总额 | 3,184 | 3,242 | 3,395 | 3,500 | 3,535 |
| 长期股权投资 | 23 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 固定资产 | 2,046 | 2,415 | 2,583 | 2,679 | 2,704 |
| 在建工程 | 343 | 83 | 93 | 103 | 113 |
| 使用权资产 | 18 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 无形资产 | 266 | 243 | 243 | 243 | 243 |
| 其他 | 487 | 470 | 445 | 445 | 445 |
| 资产总额 | 7,920 | 7,707 | 8,335 | 9,142 | 9,973 |
| 流动负债总额 | 1,248 | 998 | 1,163 | 1,356 | 1,390 |
| 短期借款 | 563 | 286 | 432 | 504 | 389 |
| 应付及预收 | 497 | 463 | 518 | 650 | 808 |
| 其他 | 188 | 249 | 213 | 202 | 193 |
| 非流动负债总额 | 1,003 | 992 | 993 | 983 | 973 |
| 长期借款 | 426 | 389 | 400 | 400 | 400 |
| 应付债券 | 392 | 403 | 403 | 403 | 403 |
| 其他 | 185 | 201 | 190 | 180 | 170 |
| 负债总额 | 2,251 | 1,990 | 2,155 | 2,338 | 2,363 |
| 股本 | 459 | 458 | 458 | 458 | 458 |
| 其他 | 4,957 | 5,028 | 5,536 | 6,185 | 7,016 |
| 归母权益合计 | 5,416 | 5,486 | 5,994 | 6,644 | 7,474 |
| 少数股东权益 | 253 | 231 | 185 | 160 | 136 |
| 负债和股东权益 | 7,920 | 7,707 | 8,335 | 9,142 | 9,973 |

利润表

单位:人民币百万元

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 3,504 | 2,802 | 3,804 | 4,910 | 6,152 |
| 营业成本 | 2,432 | 1,927 | 2,434 | 3,054 | 3,800 |
| 营业税金及附加 | 25 | 25 | 34 | 44 | 55 |
| 销售费用 | 179 | 171 | 221 | 285 | 357 |
| 管理费用 | 275 | 311 | 411 | 530 | 677 |
| 研发费用 | 145 | 112 | 152 | 221 | 277 |
| 财务费用 | 37 | 27 | 19 | 22 | 21 |
| 资产信用减值损失 | -83 | -66 | -40 | -50 | -60 |
| 公允价值变动收益 | 1 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -4 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 营业利润 | 364 | 214 | 543 | 742 | 955 |
| 营业外收支 | -6 | -3 | 5 | -1 | 2 |
| 利润总额 | 358 | 211 | 548 | 741 | 957 |
| 所得税费用 | 45 | 35 | 88 | 119 | 153 |
| 合并净利润 | 313 | 175 | 460 | 622 | 804 |
| 少数股东损益 | -5 | -19 | -46 | -25 | -24 |
| 归母净利润 | 318 | 195 | 506 | 647 | 828 |
| EPS (元/股) | 0.69 | 0.42 | 1.10 | 1.41 | 1.81 |

现金流量表

单位:人民币百万元

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流净额 | 867 | 654 | 351 | 393 | 549 |
| 合并净利润 | 313 | 175 | 460 | 622 | 804 |
| 折旧摊销 | 212 | 235 | 261 | 285 | 305 |
| 营运资金变动 | 245 | 174 | -461 | -590 | -647 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流净额 | -574 | -301 | -395 | -385 | -335 |
| 资本性开支 | -354 | -332 | -440 | -390 | -340 |
| 投资 | -153 | 128 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -67 | -97 | 45 | 5 | 5 |
| 融资活动现金流净额 | -123 | -411 | 84 | 20 | -166 |
| 股本融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权融资 | 123 | -231 | 125 | 61 | -124 |
| 股利分配与偿付利息 | -197 | -135 | -29 | -32 | -31 |
| 其他 | -49 | -45 | -12 | -10 | -10 |
| 现金净增加额 | 175 | -56 | 42 | 30 | 50 |
| 期初现金余额 | 811 | 986 | 930 | 972 | 1,002 |
| 期末现金余额 | 986 | 930 | 972 | 1,002 | 1,052 |

主要财务比率

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长率 | -1.5% | -20.0% | 35.8% | 29.1% | 25.3% |
| 营业利润增长率 | -62.6% | -41.4% | 154.2% | 36.7% | 28.7% |
| 归母净利增长率 | -60.3% | -38.9% | 160.3% | 27.8% | 28.0% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 30.6% | 31.2% | 36.0% | 37.8% | 38.2% |
| 净利率 | 8.9% | 6.3% | 12.1% | 12.7% | 13.1% |
| ROE | 5.9% | 3.5% | 8.4% | 9.7% | 11.1% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 28.4% | 25.8% | 25.9% | 25.6% | 23.7% |
| 有息负债率 | 17.4% | 14.0% | 14.8% | 14.3% | 12.0% |
| 流动比率 | 3.8 | 4.5 | 4.2 | 4.2 | 4.6 |
| 利息保障倍数 | 9.8 | 8.6 | 20.8 | 25.5 | 33.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 2.3 | 1.9 | 2.4 | 2.6 | 2.8 |
| 存货周转率 | 1.9 | 1.5 | 1.6 | 1.8 | 1.9 |
| 应付账款周转率 | 5.2 | 4.5 | 5.1 | 5.1 | 5.1 |
| 每股指标 | | | | | |
| 每股收益 | 0.69 | 0.42 | 1.10 | 1.41 | 1.81 |
| 每股净资产 | 11.80 | 11.97 | 13.08 | 14.50 | 16.31 |
| 每股经营现金流 | 1.89 | 1.43 | 0.76 | 0.86 | 1.20 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 38.2 | 71.9 | 33.0 | 25.8 | 20.2 |
| PB | 2.2 | 2.5 | 2.8 | 2.5 | 2.2 |
| EV/EBITDA | 17.9 | 26.2 | 19.8 | 15.6 | 12.6 |

广发军工行业研究小组

孟祥杰：首席分析师，清华大学机械工程博士、哈佛大学访问学者，航天科工实业背景，曾任方正证券军工首席分析师，主要从事军工信息化、新材料及军工高端制造领域研究。

吴坤其：资深分析师，对外经济贸易大学精算本科、金融学硕士，曾任方正证券军工研究员，主要覆盖军工新材料、军工电子。

邱净博：资深分析师，北京航空航天大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

邵艺阳：高级分析师，中国人民大学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

史嘉麒：高级研究员，南洋理工大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|----------------------------------|-----------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼 | 深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层 | 北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼 | 香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | - |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。