



# 多极战略布局完善，全年高增速可期

## —— 火炬电子公司点评

2026年05月06日

### 核心观点

- 25 业务推进迅速，26Q1 营收高速增长：**25 年营收 41.21 亿，YoY+47.09%，主因特种领域客户业务推进节奏提速，自产元器件业务订单交付大幅增加，同时国际贸易、新材料板块规模增加所致；归母净利润 3.20 亿元，YoY+64.39%，主因公司优化产品结构，改善运营效率，使得费用率下降明显。
  - 单季来看，**2026Q1 营收 13.50 亿，YoY+77.16%，QoQ-5.11%；归母净利润 0.40 亿元，YoY-62.82%，环比扭亏。营收端实现高速增长，主要得益于公司自产民用板块及贸易板块拓展市场份额。利润大幅下滑，主要受上年同期高基数、资产减值损失增加以及特种业务受订单释放节奏影响。
  - 分业务看，自产元器件业务营收** 13.63 亿元（YoY+37.45%），毛利率 54.29%（YoY-1.78pct），公司本部脉冲、支架、多芯组、超级电容器及高能钽等品类均实现显著增长。**陶瓷材料**营收 2.04 亿元（YoY+52.34%），毛利率 55.78%（YoY+4.05pct），实现收入和毛利率双提升，主要系立亚系公司产业结构优化与运营效能提升。**国际贸易业务**营收 25.31 亿元（YoY+53.07%），毛利率 10.12%（YoY-4.43pct），公司从单一被动元器件分销商向综合型电子元器件分销平台转型，但毛利率阶段性承压。
  - 毛利率下滑，期间费用率改善明显：**公司 2025 年毛利率为 27.13%，YoY-4.10pct，主要受元器件和国际贸易毛利率下降、以及产品结构变化的综合作用。期间费用率 17.05%，YoY-5.13pct，主因营收快速增长，规模效应逐步显现。其中，销售费用率 4.42%（YoY-1.70pct），管理费用率 9.14%（YoY-1.97pct），研发费用率 3.00%（YoY-1.01pct），财务费用率 0.49%（YoY-0.46pct），费用控制效果显著。
  - 合同负债达历年新高，现金流短期承压：**26Q1 公司存货高达 22.91 亿元，较期初增长 45.94%，较去年同期增长 66.85%，或因公司为应对订单增长而主动备货，26Q1 公司合同负债 1.76 亿元，较期初增长 3137.34%，为公司历年来季度新高。26Q1 应收票据及账款 25.41 亿元，较期初微降 1.86%，但仍处高位。现金流方面，公司 26Q1 经营活动现金流量净额-3.22 亿元，较去年同期-0.77 亿元进一步走弱，主要系支付供货商货款同期增幅较大，与存货增长相对应。
- 多极战略布局，完善产业矩阵：**1) 外延并购加速，2025 年公司通过收购四川中星 65% 股权切入薄膜电容市场，补齐元器件领域产品矩阵；收购融科热控 51% 股权进军新能源热管理领域。2) 公司及子公司参与设立多支产业基金，投向半导体、新材料等领域，通过资本运作拓展业务边界。其中 26Q1 全资子公司以自有资金 1,400 万元认购康芯威 1.02% 的股权，布局存储技术领域。
- 员工持股计划落地，高考核目标凸显发展信心。**公司推出第五期员工持股计划面对核心管理和骨干人员，以 19 元/股的价格受让不超过 130 万股，激励性价比突出。公司层面解锁目标为 2026 年净利润同比增速不低于 80-100%，即净利润不低于 5.82-6.47 亿元，充分彰显公司对未来经营增长的充足信心。
- 投资建议：**公司元器件+新材料+贸易平台业务架构已成型，并持续拓展产业边界，与主业深度协同。预计 26-28 年归母净利为 6.02/8.09/10.00 亿元，EPS 为 1.27/1.70/2.10 元，PE 为 26/19/16 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**下游需求波动的风险；客户延迟验收的风险；毛利率下降的风险。

### 火炬电子（股票代码：603678）

推荐 首次评级

#### 分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515090001

胡浩森

☎：010-80927657

✉：huhao\_miao\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521100001

#### 市场数据

2026年05月06日

|              |          |
|--------------|----------|
| 股票代码         | 603678   |
| A 股收盘价(元)    | 33.00    |
| 上证指数         | 4,160.17 |
| 总股本(万股)      | 47,557   |
| 实际流通 A 股(万股) | 47,557   |
| 流通 A 股市值(亿元) | 157      |

#### 相对沪深 300 表现图

2026年05月06日



资料来源：中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河军工李良】公司点评报告\_国防军工\_火炬电子(603678)\_业绩增长符合预期，盈利能力显著提升

【银河军工李良】公司点评报告\_火炬电子(603678.SH)：下游需求强劲叠加规模经济，公司全年高增长可期

## 主要财务指标预测

|            | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 4,121 | 5,976 | 7,086 | 8,084 |
| 收入增长率%     | 47.09 | 45.02 | 18.57 | 14.08 |
| 归母净利润(百万元) | 320   | 602   | 809   | 1,000 |
| 利润增长率%     | 64.39 | 88.22 | 34.45 | 23.60 |
| 分红率%       | 35.51 | 29.33 | 31.96 | 32.27 |
| 毛利率%       | 27.13 | 28.00 | 28.40 | 29.00 |
| 摊薄 EPS(元)  | 0.67  | 1.27  | 1.70  | 2.10  |
| PE         | 49.08 | 26.08 | 19.39 | 15.69 |
| PB         | 2.57  | 2.37  | 2.17  | 1.97  |
| PS         | 3.81  | 2.63  | 2.21  | 1.94  |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 一、公司情况

公司主要从事电子元器件、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，构建泉州、广州、成都生产制造基地。公司元器件板块包含被动元器件和主动元器件两类，其中被动元器件大类主要采用批量生产及小批量定制化生产两种模式相结合，通过直销方式进行销售，如火炬电子、天极科技、福建毫米、四川中星；主动元器件板块的厦门芯一代则采用 Fabless 经营模式，即主要对客户的定制化要求进行研发设计，而晶圆制造、封装和测试等环节均外包给专业的集成电路制造企业、封装测试企业。公司元器件产品结构呈现出多元化。

表1：业务主体和布局

| 业务板块 | 主体           | 业务  |
|------|--------------|---|
| 元器件  | 火炬电子         | 成熟产品包括陶瓷电容器、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。   |
|      | 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。   |
|      | 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、汽车电子、物联网等中高端领域。  |
|      | 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，下游应用覆盖消费类电子、工业以及新能源等市场领域。   |
|      | 成都火炬         | 致力于实施精准研发和定制化设计，目前主要产品包括 EMI 电源滤波器、SIP 模块、定制化特种元器件等，广泛应用于射频功率放大器、有源模块、通信设备、信号处理、数据处理、存储设备、电机控制、终端导航等领域。   |
|      | 四川中星         | 专注薄膜电容器研发与制造，已构建起覆盖 EMI 滤波电容器、电力电子电容器、金属化聚丙烯/聚酯薄膜电容器等多品类全谱系的产品矩阵，下游应用覆盖电力电子、工业控制、新能源、储能、汽车电子等多个关键领域。  |
| 新材料  | 立亚系公司负责      | 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，立亚新材专注于具有突破性能的新一代材料，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 | 雷度系公司及境外公司负责 | 采取买断式销售模式。在稳固与全球知名原厂紧密合作关系的同时，持续引进高品质的品牌资源，拓宽并优化产品线，灵活应对市场多元化需求，逐步从单一被动元器件分销转向综合多元化电子元器件分销，形成“被动+主控+存储+模拟芯片+结构器件”的全产业产品矩阵，下游涉及领域广泛，主要集中于能源、汽车电子、泛 PC、AI、通讯产品、数码产品、安防、工业类电子等领域。                |
| 其他业务 | 融科热控         | 其他业务中，融科热控作为技术领先的热管理设备供应商，为储能系统、新能源汽车、算力设备、电力电网等领域提供设备热管理解决方案，致力于成为业界领先的热管理方案服务商。   |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 二、公司业绩

**25 业务推进迅速，26Q1 营收高速增长：**25 年营收 41.21 亿，YoY+47.09%，主因特种领域客户业务推进节奏提速，自产元器件业务订单交付大幅增加，同时国际贸易、新材料板块规模增加所致；归母净利润 3.20 亿元，YoY+64.39%，主因公司优化产品结构，改善运营效率，使得费用率下降明显。

**单季来看，**2026Q1 营收 13.50 亿，YoY+77.16%，QoQ-5.11%；归母净利润 0.40 亿元，YoY-62.82%，环比扭亏。营收端实现高速增长，主要得益于公司自产民用板块及贸易板块拓展市场份额。利润大幅下滑，主要受上年同期高基数、资产减值损失增加以及特种业务受订单释放节奏影响。

**分业务看，自产元器件业务**营收 13.63 亿元 (YoY+37.45%)，毛利率 54.29% (YoY-1.78pct)，公司本部脉冲、支架、多芯组、超级电容器及高能钽等品类均实现显著增长。**陶瓷材料**营收 2.04 亿元 (YoY+52.34%)，毛利率 55.78% (YoY+4.05pct)，实现收入和毛利率双提升，主要系立亚系公司产业结构优化与运营效能提升。**国际贸易业务**营收 25.31 亿元 (YoY+53.07%)，毛利率 10.12% (YoY-4.43pct)，公司从单一被动元器件分销商向综合型电子元器件分销平台转型，但毛利率阶段性承压。

图1：2018-2025 公司营收（亿元）

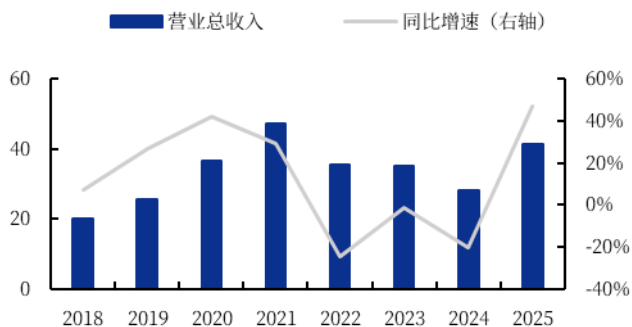
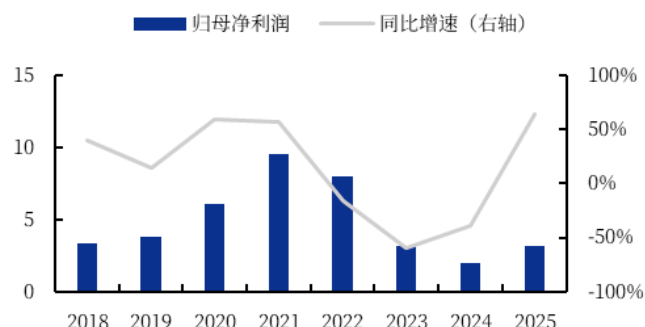


图2：2018-2025 公司归母净利润（亿元）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

**毛利率下滑，期间费用率改善明显：**公司 2025 年毛利率为 27.13%，YoY-4.10pct，主要受元器件和国际贸易毛利率下降、以及产品结构变化的综合作用。期间费用率 17.05%，YoY-5.13pct，主因营收快速增长，规模效应逐步显现。其中，销售费用率 4.42% (YoY-1.70pct)，管理费用率 9.14% (YoY-1.97pct)，研发费用率 3.00% (YoY-1.01pct)，财务费用率 0.49% (YoY-0.46pct)，费用控制效果显著。

图3：2018-2025 公司毛利率和净利率

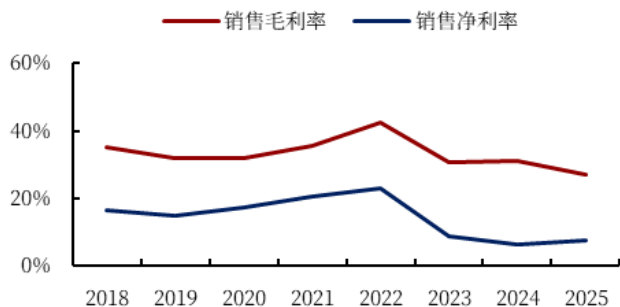
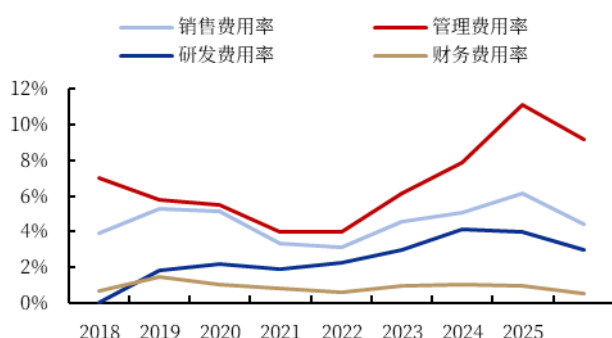


图4：2018-2025 公司费用率水平

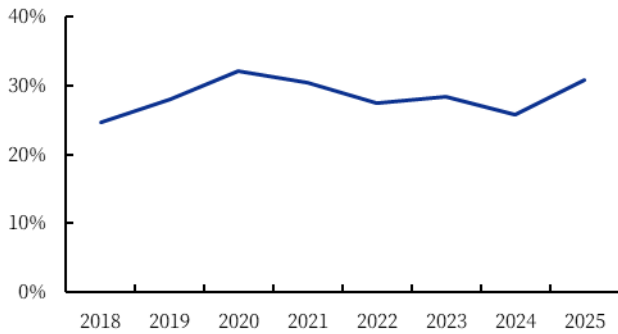


资料来源：iFind，中国银河证券研究院

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

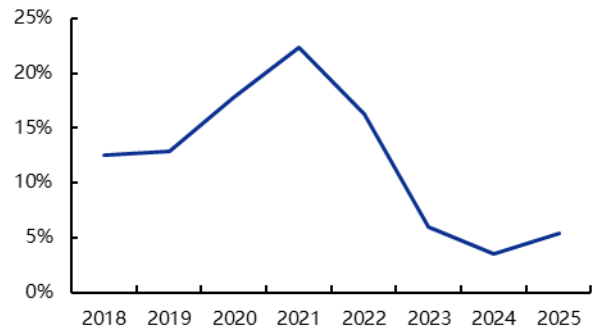
**合同负债达历年新高, 现金流短期承压:** 26Q1 公司存货高达 22.91 亿元, 较期初增长 45.94%, 较去年同期增长 66.85%, 或因公司为应对订单增长而主动备货, 26Q1 公司合同负债 1.76 亿元, 较期初增长 3137.34%, 为公司历年来季度新高。26Q1 应收票据及账款 25.41 亿元, 较期初微降 1.86%, 但仍处高位。现金流方面, 公司 26Q1 经营活动现金流量净额-3.22 亿元, 较去年同期-0.77 亿元进一步走弱, 主要系支付供货商货款同期增幅较大, 与存货增长相对应。

图5: 2018-2025 公司资产负债率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图6: 2018-2025 公司净资产收益率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

### 三、公司行业地位

#### (一) 电子元器件行业

**陶瓷电容：**公司自产主要产品多层片式陶瓷电容器（MLCC）是用量最大的电子元件品种之一，市场规模占整个陶瓷电容器的 90% 以上。

特种电子元器件因应用环境特殊，对保密性及高可靠性要求较高，需要企业在技术、资金投入、供应链管理、客户认可等方面具备相应实力和优势，进入配套市场门槛较高，竞争格局较为稳定。经过三十余年的发展，公司已经成为国内陶瓷电容器行业的主要企业之一，依托技术创新和产品质量赢得了广泛的市场认可和客户信赖，已连续 14 年荣登中国电子元件行业骨干企业榜单（原中国电子元件百强企业）。

公司凭借在特种领域积累的技术优势与品牌影响力，积极拓展民用市场，产品广泛应用于轨道交通、新能源汽车、5G 通讯、工业自动化设备等多个领域，有效满足了民用市场对高性能、高可靠性电子元器件的迫切需求。通过不断优化产品结构，提升服务品质，公司在民用市场的份额逐步扩大，在各产品细分领域的品牌影响力持续提升。

表2：MLCC 不同应用市场的市场空间和竞争格局

|      | 市场空间  | 竞争格局   |
|------|---|--|
| 特种市场 | MLCC 作为主要的被动元件之一，广泛应用于航空航天、船舶、武器装备等领域。随着国防信息化建设的深入推进与新型装备的加速列装，特种电子元器件市场规模持续扩大。我国特种电子行业市场规模从 2021 年的 3,508 亿元，增长至 2025 年的 5,012 亿元，年均复合增长率 9%。            | 特种行业呈现高壁垒、稳格局的特征，中高端市场集中度较高，头部企业凭借技术优势和规模效应占据大部分市场份额。且高可靠领域的应用存在资质认证与技术积累的双重门槛，供应体系验证时间较长，流程相对复杂，进一步提升了行业集中度。在当前全球地缘政治格局变化和特种技术革新加速的趋势下，元器件行业向智能化、国产化替代方向演进。 |
| 民用市场 | 根据中国电子元件行业协会信息中心预测，随着终端电子产品需求复苏，新能源汽车、光伏等新能源行业继续高速增长，预计 2025 年全球 MLCC 市场规模约为 1,050 亿元，同比增长 4%。预计到 2029 年，全球 MLCC 市场规模将达到 1,326 亿元，2025~2029 年年均复合增速约为 6%。 | 海外头部厂商布局较早，在材料配方、设备、工艺、规模等方面构建起较强竞争壁垒，不过，近年来国内本土企业通过不懈努力，在技术攻关与产线升级等方面不断取得突破，并逐步在中高端市场发力，国产替代空间巨大。   |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**薄膜电容：**薄膜电容器作为基础电子元件，其应用场景已从家电、照明、工控、电力、电气化铁路领域拓展至光伏风电、新型储能、新能源汽车等新兴行业。当下，全球对清洁能源的需求持续攀升，我国光伏发电市场增长迅速，已成为全球光伏制造、装机和发电量的领先者。2024 年我国新增光伏装机量达 278GW，同比增长 28%。同时，新能源汽车的产销规模也在不断扩大，新能源汽车用薄膜电容器产业随之呈现蓬勃发展态势。2024 年中国新能源汽车用薄膜电容器市场规模达 56 亿元，2025 年约为 69 亿元，同比增长 23.2%。根据中国电子元件行业协会预计，2027 年全球薄膜电容器市场规模将达到 390 亿元，2022-2027 年复合年均增长率达 9.83%。

**超级电容器：**公司自产超级电容器系介于传统电容器和电池之间的新型储能装置，凭借其高功率密度、循环寿命长、充放电速度快、安全性能突出等特性，广泛用于需要频繁充放电或需要瞬时大功率输出的场景。随着全球能源结构转型和新能源产业的快速发展，超级电容器行业在电动汽车、轨道交通、工业节能、智能电网等多个领域的应用全面开花。根据华经情报网数据显示，2021 年全球超级电容市场规模为 16 亿美元，到 2023 年增长至 22 亿美元，预计到 2029 年可增长至约 54 亿

美元。2025年2月工信部等八部门联合印发实施《新型储能制造业高质量发展行动方案》，提出推动超级电容器等工程化和应用技术攻关，“支持高电压电解液、高导电石墨烯、高性能隔膜等新型材料技术创新，开展高能量密度电极材料、电极制备、高效预嵌锂等技术攻关，发展高比能、高安全、长寿命超级电容器”。随着“双碳”目标的推进及技术进步带来的能量密度、功率密度提升，预计未来中国超级电容器市场规模将呈现高速增长态势。

微波无源元器件:微波无源元器件作为关键组件,其行业发展深受国防现代化建设的强劲推动,有源相控阵雷达的列装带动 T/R 组件需求的爆发性增长。在 5G 通信、卫星通信、雷达系统、电子对抗等应用领域,微波无源元器件需求量不断攀升,特别是在通信领域,其需求量占总市场规模的超过 60%,推动了微波器件市场的快速发展。

## (二) 陶瓷新材料行业

新一代技术发展中材料扮演着至关重要的角色,其性能提升、创新应用深刻影响装备技术进步和产业升级。作为我国新一代武器装备基础支撑,新材料的发展多依赖于科研院所多年的技术预研攻关,行业壁垒高,跟随新型号研发后具有较高的排他性,对突破产业发展瓶颈具有重大的战略意义。

公司高性能特种陶瓷材料已历经多年技术发展,耐温性及抗氧化性得到显著提升,其中第三代纤维耐温性可达 1450°C,不仅在传统航天、航空领域被视为热端结构件的理想材料,还在核反应堆包壳材料等领域展现出巨大潜力。相较于全球领先的生产商,我国在该领域的研究工作起步较晚,但通过“产学研”深度融合模式,已成功突破技术瓶颈,实现了稳定且可持续的规模生产能力,并已在多个重点型号上验证考核。

## (三) 贸易业务

公司贸易业务主要围绕电子元器件相关领域开展。随着电子元器件产业链向高附加值环节延伸,原厂及终端客户对分销商的筛选标准持续升级,除具备强大的市场开拓能力、资金实力及管理规范度外,更强调供应链敏捷响应速度、技术方案定制化开发能力以及信息系统集成水平。促使分销商从传统“搬运工”角色向“技术+服务”综合服务商转型。同时,国产替代进程加速与新兴领域需求爆发为分销商开辟了结构性增长空间,具备技术授权资源、数字化供应链体系及全球化布局的分销商将主导行业格局重构。

## 四、投资建议

**多极战略布局，完善产业矩阵：**1) 外延并购加速，2025 年公司通过收购四川中星 65% 股权切入薄膜电容市场，补齐元器件领域产品矩阵；收购融科热控 51% 股权进军新能源热管理领域。2) 公司及子公司参与设立多支产业基金，投向半导体、新材料等领域，通过资本运作拓展业务边界。其中 26Q1 全资子公司以自有资金 1,400 万元认购康芯威 1.02% 的股权，布局存储技术领域。

**员工持股计划落地，高考核目标凸显发展信心。**公司推出第五期员工持股计划面对核心管理和骨干人员，以 19 元/股的价格受让不超过 130 万股，激励性价比突出。公司层面解锁目标为 2026 年净利润同比增速不低于 80-100%，即净利润不低于 5.82-6.47 亿元，充分彰显公司对未来经营增长的充足信心。

表3：公司业绩分拆（亿元）

|               | 2023/12/31    | 2024/12/31     | 2025/12/31    | 2026E         | 2027E         | 2028E         |
|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>国际贸易业务</b> |               |                |               |               |               |               |
| <b>收入</b>     | 21.93         | 16.54          | 25.31         | 33.66         | 38.71         | 42.58         |
| <b>YOY</b>    |               | -24.6%         | 53.0%         | 33.0%         | 15.0%         | 10.0%         |
| <b>毛利率</b>    | 10.5%         | 14.6%          | 10.1%         | 10.0%         | 10.0%         | 10.0%         |
| <b>收入占比</b>   | 62.6%         | 59.0%          | 61.4%         | 55.2%         | 53.8%         | 51.7%         |
| <b>电子元器件</b>  |               |                |               |               |               |               |
| <b>收入</b>     | 11.24         | 9.92           | 13.63         | 21.79         | 26.30         | 31.11         |
| <b>YOY</b>    |               | -11.7%         | 37.4%         | 59.9%         | 20.7%         | 18.3%         |
| <b>毛利率</b>    | 66.8%         | 56.1%          | 54.3%         | 52.0%         | 51.9%         | 51.7%         |
| <b>收入占比</b>   | 32.1%         | 35.4%          | 33.1%         | 36.5%         | 37.1%         | 38.5%         |
| <b>陶瓷材料</b>   |               |                |               |               |               |               |
| <b>收入</b>     | 1.60          | 1.34           | 2.04          | 3.06          | 4.28          | 5.36          |
| <b>YOY</b>    |               | -16.3%         | 52.2%         | 50.0%         | 40.0%         | 25.0%         |
| <b>毛利率</b>    | 55.6%         | 51.7%          | 55.8%         | 55.0%         | 55.0%         | 55.0%         |
| <b>收入占比</b>   | 4.6%          | 4.8%           | 5.0%          | 5.1%          | 6.0%          | 6.6%          |
| <b>其他业务</b>   |               |                |               |               |               |               |
| <b>收入</b>     | 0.26          | 0.22           | 0.22          | 0.24          | 0.27          | 0.29          |
| <b>YOY</b>    |               | -15.4%         | 0.0%          | 10.0%         | 10.0%         | 10.0%         |
| <b>毛利率</b>    | 7.5%          | 39.9%          | 35.3%         | 30.0%         | 30.0%         | 30.0%         |
| <b>收入占比</b>   | 0.7%          | 0.8%           | 0.5%          | 0.4%          | 0.4%          | 0.4%          |
| <b>合计</b>     | <b>35.04</b>  | <b>28.02</b>   | <b>41.21</b>  | <b>59.76</b>  | <b>70.86</b>  | <b>80.84</b>  |
| <b>YOY</b>    | <b>-1.55%</b> | <b>-20.04%</b> | <b>47.09%</b> | <b>45.02%</b> | <b>18.57%</b> | <b>14.08%</b> |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**投资建议：**公司元器件+新材料+贸易平台业务架构已成型，并持续拓展产业边界，与主业深度协同。预计 26-28 年归母净利润为 6.02/8.09/10.00 亿元，EPS 为 1.27/1.70/2.10 元，PE 为 26/19/16 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**下游需求波动的风险；客户延迟验收的风险；毛利率下降的风险。

表4: 主要财务指标预测

|            | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 4,121 | 5,976 | 7,086 | 8,084 |
| 收入增长率%     | 47.09 | 45.02 | 18.57 | 14.08 |
| 归母净利润(百万元) | 320   | 602   | 809   | 1,000 |
| 利润增长率%     | 64.39 | 88.22 | 34.45 | 23.60 |
| 分红率%       | 35.51 | 29.33 | 31.96 | 32.27 |
| 毛利率%       | 27.13 | 28.00 | 28.40 | 29.00 |
| 摊薄 EPS(元)  | 0.67  | 1.27  | 1.70  | 2.10  |
| PE         | 49.08 | 26.08 | 19.39 | 15.69 |
| PB         | 2.57  | 2.37  | 2.17  | 1.97  |
| PS         | 3.81  | 2.63  | 2.21  | 1.94  |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

| 资产负债表(百万元) | 2025A | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| 流动资产       | 5,725 | 6,859  | 8,034  | 9,299  |
| 现金         | 592   | 1,013  | 1,645  | 2,502  |
| 应收账款       | 2,152 | 2,407  | 2,559  | 2,695  |
| 其它应收款      | 114   | 192    | 236    | 251    |
| 预付账款       | 69    | 60     | 76     | 99     |
| 存货         | 1,570 | 1,673  | 1,832  | 1,913  |
| 其他         | 1,229 | 1,515  | 1,685  | 1,839  |
| 非流动资产      | 3,596 | 3,254  | 2,908  | 2,560  |
| 长期投资       | 221   | 221    | 221    | 221    |
| 固定资产       | 2,557 | 2,211  | 1,844  | 1,468  |
| 无形资产       | 281   | 328    | 373    | 414    |
| 其他         | 537   | 493    | 470    | 457    |
| 资产总计       | 9,322 | 10,113 | 10,942 | 11,860 |
| 流动负债       | 2,241 | 2,517  | 2,720  | 2,887  |
| 短期借款       | 1,297 | 1,297  | 1,297  | 1,297  |
| 应付账款       | 497   | 712    | 840    | 950    |
| 其他         | 447   | 508    | 584    | 640    |
| 非流动负债      | 639   | 639    | 639    | 639    |
| 长期借款       | 370   | 370    | 370    | 370    |
| 其他         | 269   | 269    | 269    | 269    |
| 负债总计       | 2,880 | 3,156  | 3,359  | 3,526  |
| 少数股东权益     | 324   | 331    | 340    | 352    |
| 归属母公司股东权益  | 6,118 | 6,626  | 7,243  | 7,982  |
| 负债和股东权益    | 9,322 | 10,113 | 10,942 | 11,860 |

| 现金流量表(百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流    | -235  | 557   | 861   | 1,153 |
| 净利润        | 323   | 609   | 819   | 1,012 |
| 折旧摊销       | 273   | 386   | 389   | 391   |
| 财务费用       | 24    | 0     | 0     | 0     |
| 投资损失       | -7    | -4    | -9    | -10   |
| 营运资金变动     | -912  | -349  | -313  | -240  |
| 其他         | 65    | -86   | -25   | 0     |
| 投资活动现金流    | -839  | -42   | -36   | -35   |
| 资本支出       | -221  | -46   | -45   | -45   |
| 长期投资       | -596  | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | -22   | 4     | 9     | 10    |
| 筹资活动现金流    | 721   | -94   | -192  | -261  |
| 短期借款       | 1,011 | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款       | -19   | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | -272  | -94   | -192  | -261  |
| 现金净增加额     | -355  | 420   | 632   | 857   |

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

| 利润表(百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入    | 4,121 | 5,976 | 7,086 | 8,084 |
| 营业成本     | 3,003 | 4,303 | 5,074 | 5,740 |
| 税金及附加    | 33    | 48    | 59    | 66    |
| 销售费用     | 182   | 260   | 283   | 323   |
| 管理费用     | 377   | 538   | 624   | 703   |
| 研发费用     | 123   | 179   | 213   | 243   |
| 财务费用     | 20    | -12   | -20   | -33   |
| 资产减值损失   | -34   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益 | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益及其他  | 46    | 65    | 131   | 173   |
| 营业利润     | 394   | 725   | 984   | 1,215 |
| 营业外收入    | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 营业外支出    | 3     | 5     | 4     | 4     |
| 利润总额     | 392   | 721   | 982   | 1,212 |
| 所得税      | 68    | 112   | 163   | 201   |
| 净利润      | 323   | 609   | 819   | 1,012 |
| 少数股东损益   | 4     | 7     | 9     | 12    |
| 归属母公司净利润 | 320   | 602   | 809   | 1,000 |
| EBITDA   | 685   | 1,095 | 1,351 | 1,571 |
| EPS (元)  | 0.67  | 1.27  | 1.70  | 2.10  |

| 主要财务比率     | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入增长率   | 47.1% | 45.0% | 18.6% | 14.1% |
| 营业利润增长率    | 84.2% | 84.2% | 35.8% | 23.4% |
| 归母净利润增长率   | 64.4% | 88.2% | 34.5% | 23.6% |
| 毛利率        | 27.1% | 28.0% | 28.4% | 29.0% |
| 净利率        | 7.9%  | 10.2% | 11.6% | 12.5% |
| ROE        | 5.2%  | 9.1%  | 11.2% | 12.5% |
| ROIC       | 4.1%  | 6.8%  | 8.5%  | 9.6%  |
| 资产负债率      | 30.9% | 31.2% | 30.7% | 29.7% |
| 净资产负债率     | 44.7% | 45.4% | 44.3% | 42.3% |
| 流动比率       | 2.55  | 2.72  | 2.95  | 3.22  |
| 速动比率       | 1.72  | 1.94  | 2.16  | 2.44  |
| 总资产周转率     | 0.48  | 0.61  | 0.67  | 0.71  |
| 应收账款周转率    | 2.34  | 2.62  | 2.85  | 3.08  |
| 应付账款周转率    | 6.50  | 7.12  | 6.54  | 6.42  |
| 每股收益(元)    | 0.67  | 1.27  | 1.70  | 2.10  |
| 每股经营现金流(元) | -0.49 | 1.17  | 1.81  | 2.43  |
| 每股净资产(元)   | 12.86 | 13.93 | 15.23 | 16.78 |
| P/E        | 49.08 | 26.08 | 19.39 | 15.69 |
| P/B        | 2.57  | 2.37  | 2.17  | 1.97  |
| EV/EBITDA  | 24.81 | 15.13 | 11.80 | 9.60  |
| PS         | 3.81  | 2.63  | 2.21  | 1.94  |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

**李良：**制造组组长&军工行业首席分析师。证券从业 12 年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015 年加入银河证券。曾获 2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019 年新浪财经金融麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

**胡浩森：**军工行业分析师。证券从业 6 年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021 年加入银河证券。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。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口头承诺均为无效。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准   | 评级                      | 说明                    |
|--|-------------------------|-----------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级                    | 推荐：相对基准指数涨幅 10%以上     |
|  |                         | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 |
|  |                         | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上      |
| 公司评级   | 推荐：相对基准指数涨幅 20%以上       |                       |
|  | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 |                       |
|  | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间    |                       |
|  | 回避：相对基准指数跌幅 5%以上        |                       |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

林程 021-60387901 lincheng\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn