

火炬电子（603678）

业绩持续超预期，自产业务伴随下游高景气或延续高速增长

● Q2 环比持续提升，自产业务持续快速发展

21H1 公司实现营收 24.12 亿元，同比增长 60.92%；归母净利润为 5.51 亿元，同比增长 100.55%。单季度来看，Q2 实现营收为 12.59 亿元，同比增长 40.78%，环比提升 9.2%；归母净利润为 2.92 亿元，同比增长 41.96%，环比提升 13.2%，符合业绩环比持续提升预期。利润率方面，毛利率为 36.42%，同比增加 3.09pct；ROE 为 13.32%，同比增加 4.86pct，系期间费用率下降 1.07pct 导致净利率显著增长，费用控制能力显著提升。经营指标方面，经营性现金流净额为 3.83 亿元，同比增长 122.27%，主要原因为业务规模增长，回款相应大幅增加，经营能力显著改善。

● MLCC 市场寡头格局良好，持续受益于下游军用电子信息需求增加

火炬电子自成立以来专注电容器领域，主要成熟产品包括 MLCC、钽电容器、超级电容器等。目前 MLCC 细分市场呈现清晰的寡头垄断格局，头部供应商包括火炬电子、鸿远电子、成都宏明（上市辅导阶段），该细分赛道下游需求增长向好、企业盈利性增强。我们认为，良好竞争格局有助于企业在下游需求扩张阶段实现更好的长期盈利能力，作为国内专业从事陶瓷电容器研发生产的企业，公司有望充分受益下游需求增长。

电容器下游应用广泛，在军用领域主要应用于航空、航天、舰船、兵器、电子对抗等赛道。我国军用陶瓷电容器 MLCC 市场规模由 2013 年的 14.4 亿元增至 2019 年的 29.5 亿元，CAGR 约为 12.7%，高于工业和消费电子领域，龙头公司有望充分受益军用 MLCC 下游需求提升。2021H1，公司自产元器件收入 8.07 亿元，同比增长 69.18%，表明下游需求进一步提升，并且新品类持续放量。我们认为，“十四五”期间，自产业务中核心推动力仍为军品业务，持续较快增长可期。

● 陶瓷材料净利润实现突破，未来有望成为新增长点

2021H1，公司陶瓷材料实现营收 2870 万元，子公司角度，立亚新材实现营收 4611 万元，同比增长 6.1%、净利润 1163 万元，同比增长 48.26%；立亚化学实现营收 1062 万元，进一步提升了产业化自主保障能力。另外，我们认为立亚特陶和立亚化学有望于今年进入盈亏平衡拐点，随着下游整机型号定型转批产，未来新材料业务有望逐步贡献业绩。

● 发布首个股权激励计划，公司业绩有望持续高增长

3 月 29 日，公司发布上市以来首个股权激励计划，拟向 152 位核心骨干授予的限制性股票数量为 83.90 万股。本次股权激励解除限售考核年度为 2021-2022 年，解锁条件以 2020 年为基数，2021 年营收或净利润增长 30%，2022 年营收或净利润增长 69%，即未来两年营收或净利润复合增速不低于 30%。我们认为“十四五”期间军品业务需求将显著放量，新材料业务有望实现业绩突破，支撑公司持续高增长。

盈利预测与评级：公司为电容器专家，“十四五”期间下游军用电容器需求显著放量，特种陶瓷材料业务伴随整机产品定型批产有望进入快速放量阶段，我们认为公司长期发展可期。由于中报业绩持续超预期，我们将 2021-23 年归母净利润预期由 9.30/12.11/15.17 上调至 10.46/14.05/18.22 亿元，对应 EPS 为 2.28/3.06/3.96 元，对应 PE 为 33.5/24.94/19.24x，维持“买入”评级。

风险提示：军用产品降价的风险；军品市场需求不及预期；陶瓷材料产业化不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,569.39	3,656.25	5,135.97	6,846.19	8,957.01
增长率(%)	26.92	42.30	40.47	33.30	30.83
EBITDA(百万元)	626.52	986.13	1,379.06	1,828.15	2,360.15
净利润(百万元)	381.44	609.49	1,046.27	1,405.19	1,821.84
增长率(%)	14.49	59.79	71.66	34.30	29.65
EPS(元/股)	0.83	1.33	2.28	3.06	3.96
市盈率(P/E)	91.89	57.51	33.50	24.94	19.24
市净率(P/B)	11.26	8.99	7.44	6.03	4.85
市销率(P/S)	13.64	9.59	6.82	5.12	3.91
EV/EBITDA	16.36	33.74	25.47	19.24	14.87

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航天装备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	76.22 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	459.86
流通 A 股股本(百万股)	459.03
A 股总市值(百万元)	35,050.17
流通 A 股市值(百万元)	34,987.15
每股净资产(元)	9.13
资产负债率(%)	31.55
一年内最高/最低(元)	89.80/36.22

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

刘明洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080001
liumingyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《火炬电子-季报点评:Q1 业绩超市场预期，“十四五”期间有望持续高增长》 2021-04-28
- 2 《火炬电子-公司点评:20 年归母超预期增 55~65%，单 Q4 近翻倍，自产高增长望于 20Q1 延续》 2021-01-14
- 3 《火炬电子-季报点评:军用电子国产化需求推动订单增长/产能投放，新材料预收款+255%》 2020-10-24

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	441.68	843.87	410.88	547.70	716.56
应收票据及应收账款	1,506.34	2,047.70	2,982.81	3,866.93	5,094.72
预付账款	11.35	12.12	18.60	22.80	30.84
存货	707.69	951.99	1,285.75	1,506.45	2,393.60
其他	223.03	325.87	412.81	373.55	468.01
流动资产合计	2,890.09	4,181.54	5,110.84	6,317.43	8,703.72
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	670.76	981.18	1,096.92	1,175.48	1,218.75
在建工程	415.12	332.81	235.69	189.41	143.65
无形资产	144.15	146.93	136.73	126.52	116.32
其他	296.49	291.46	267.57	269.63	260.80
非流动资产合计	1,526.51	1,752.39	1,736.91	1,761.05	1,739.52
资产总计	4,416.61	5,933.93	6,847.74	8,078.48	10,443.25
短期借款	318.27	537.76	382.21	510.36	512.70
应付票据及应付账款	615.82	735.98	1,277.48	1,218.71	2,059.01
其他	143.38	157.60	139.94	147.03	161.89
流动负债合计	1,077.48	1,431.34	1,799.64	1,876.11	2,733.60
长期借款	140.51	71.35	50.00	30.00	20.00
应付债券	0.00	353.63	117.88	157.17	209.56
其他	17.70	54.06	28.23	33.33	38.54
非流动负债合计	158.21	479.04	196.10	220.50	268.10
负债合计	1,235.68	1,910.38	1,995.75	2,096.60	3,001.70
少数股东权益	67.99	123.25	142.71	174.03	219.80
股本	452.67	459.85	459.86	459.86	459.86
资本公积	1,106.72	1,297.63	1,297.63	1,297.63	1,297.63
留存收益	2,686.24	3,409.93	4,249.43	5,347.99	6,761.89
其他	(1,132.69)	(1,267.11)	(1,297.63)	(1,297.63)	(1,297.63)
股东权益合计	3,180.92	4,023.56	4,852.00	5,981.87	7,441.55
负债和股东权益总计	4,416.61	5,933.93	6,847.74	8,078.48	10,443.25

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	386.73	630.59	1,046.27	1,405.19	1,821.84
折旧摊销	85.30	95.67	51.60	57.91	62.70
财务费用	24.39	29.89	24.12	23.05	24.93
投资损失	(6.75)	0.00	(8.42)	(8.42)	(8.42)
营运资金变动	(57.84)	(791.97)	(831.26)	(1,125.60)	(1,346.48)
其它	(199.69)	61.25	19.46	31.32	45.77
经营活动现金流	232.14	25.43	301.77	383.46	600.34
资本支出	250.29	280.69	85.83	74.90	44.79
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(182.25)	(612.22)	(137.41)	(146.48)	(86.38)
投资活动现金流	68.03	(331.53)	(51.58)	(71.58)	(41.58)
债权融资	516.38	1,017.00	595.23	749.86	792.84
股权融资	(28.99)	224.36	(54.64)	(23.05)	(24.93)
其他	(552.94)	(577.43)	(1,223.77)	(901.87)	(1,157.80)
筹资活动现金流	(65.55)	663.93	(683.18)	(175.05)	(389.89)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	234.62	357.83	(432.99)	136.82	168.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,569.39	3,656.25	5,135.97	6,846.19	8,957.01
营业成本	1,744.14	2,491.77	3,346.88	4,414.28	5,751.79
营业税金及附加	15.55	18.19	30.65	38.78	49.58
营业费用	131.28	120.93	159.21	232.77	322.45
管理费用	141.03	146.74	184.89	273.85	385.15
研发费用	56.27	68.10	97.58	135.84	171.58
财务费用	26.22	30.23	24.12	23.05	24.93
资产减值损失	(6.85)	(24.28)	(2.31)	(11.15)	(12.58)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.58	(2.91)	8.42	8.42	8.42
其他	(13.75)	43.07	(16.83)	(16.83)	(16.83)
营业利润	469.92	764.40	1,303.34	1,747.18	2,272.52
营业外收入	0.01	0.91	0.33	0.42	0.55
营业外支出	0.40	1.50	0.93	0.94	1.12
利润总额	469.53	763.81	1,302.75	1,746.66	2,271.95
所得税	82.80	133.21	237.02	310.15	404.34
净利润	386.73	630.59	1,065.73	1,436.51	1,867.61
少数股东损益	5.29	21.10	19.46	31.32	45.77
归属于母公司净利润	381.44	609.49	1,046.27	1,405.19	1,821.84
每股收益（元）	0.83	1.33	2.28	3.06	3.96

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	26.92%	42.30%	40.47%	33.30%	30.83%
营业利润	12.45%	62.67%	70.50%	34.05%	30.07%
归属于母公司净利润	14.49%	59.79%	71.66%	34.30%	29.65%
获利能力					
毛利率	32.12%	31.85%	34.83%	35.52%	35.78%
净利率	14.85%	16.67%	20.37%	20.53%	20.34%
ROE	12.25%	15.63%	22.22%	24.19%	25.23%
ROIC	14.15%	22.02%	27.66%	30.40%	31.82%
偿债能力					
资产负债率	27.98%	32.19%	29.14%	25.95%	28.74%
净负债率	2.35%	4.30%	3.80%	3.38%	1.02%
流动比率	2.68	2.92	2.84	3.37	3.18
速动比率	2.03	2.26	2.13	2.56	2.31
营运能力					
应收账款周转率	1.90	2.06	2.04	2.00	2.00
存货周转率	4.04	4.41	4.59	4.90	4.59
总资产周转率	0.63	0.71	0.80	0.92	0.97
每股指标（元）					
每股收益	0.83	1.33	2.28	3.06	3.96
每股经营现金流	0.50	0.06	0.66	0.83	1.31
每股净资产	6.77	8.48	10.24	12.63	15.70
估值比率					
市盈率	91.89	57.51	33.50	24.94	19.24
市净率	11.26	8.99	7.44	6.03	4.85
EV/EBITDA	16.36	33.74	25.47	19.24	14.87
EV/EBIT	18.64	36.97	26.46	19.87	15.28

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com