

## 短期承压静待需求拐点；新材料业务高成长性初显

2023 年 03 月 28 日

➤ **事件:** 公司近期发布 2022 年年报, 全年实现营收 35.59 亿元, YoY -24.83%; 归母净利润 8.01 亿元, YoY -16.15%; 扣非净利润 7.70 亿元, YoY -18.82%。**业绩表现基本符合市场预期。**2022 年, 受多种因素影响, 公司产业链在物料、交付、库存消耗等多环节承压, 整体增速放缓。我们综合点评如下:

➤ **4Q22 业绩下滑 52%; 2022 年盈利能力创历史新高。**单季度看, 4Q22 公司营收 7.2 亿元, YoY -36.5%; 归母净利润 0.84 亿元, YoY -52.0%。**盈利能力角度,**4Q22 毛利率同比提升 0.4ppt 至 34.3%; 净利率同比下滑 3.0ppt 至 12.3%。公司综合盈利能力连续两年提升, 2022 年毛利率同比提升 6.9ppt 至 42.4%; 净利率同比提升 2.6ppt 至 23.2%, 毛利率与净利率均创下历史新高。

➤ **元器件利润率保持较高水平; 新材料凸显高成长性。**2022 年, 分板块看, **1) 自产元器件:** 营收 14.8 亿元, YoY -3.1%, 毛利率同比提升 0.9ppt 至 78.9%。其中, a) 陶瓷电容器营收 11.7 亿元, YoY -6.7%; 毛利率 84.3%, 同比提升 2.6ppt; b) 钽电容器营收 0.49 亿元, YoY -21.6%; 毛利率 42.1%, 同比提升 5.9ppt; c) 微波元器件营收 2.2 亿元, YoY +27.7%; 毛利率 62.9%, 同比减少 3.7ppt; d) 电阻营收 0.29 亿元, YoY +21.2%; 毛利率 44.8%, 同比减少 33.6ppt。下游需求节奏、存货、价格变化等因素导致 22 年自产元器件业务平稳略降。**2) 自产新材料:** 营收 1.0 亿元, YoY +52.5%, 毛利率同比减少 3.4ppt 至 71.0%。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, 属国内首创, 技术水平领先。**3) 贸易:** 营收 19.4 亿元, YoY -36.8%; 毛利率同比提升 0.08ppt 至 13.0%。

➤ **合同负债增加 148%; 经营净现金流改善明显。**2022 年期间费用率同比增加 4.7ppt 至 14.7%: **1)** 销售费用率同比增加 1.4ppt 至 4.6%; **2)** 管理费用率同比增加 2.9ppt 至 6.2%, 主要系薪酬增加、房产转固折旧摊销及中介机构费增加所致; **3)** 财务费用率同比增加 0.4ppt 至 0.9%; **4)** 研发费用率同比增加 0.7ppt 至 3.0%。**截至 2022 年末:** **1)** 应收账款及票据 22.4 亿元, 与年初基本持平; **2)** 存货 12.4 亿元, 较年初增加 9.7%; **3)** 预付款项 0.20 亿元, 较年初减少 77.0%; **4)** 合同负债 0.07 亿元, 较年初增加 148.3%。2022 年经营活动净现金流为 9.3 亿元, 同比增加 55.8%, 主要系收到政府补助增加及采购付款减少所致。

➤ **投资建议:** 公司是特种 MLCC 领军企业。陶瓷基复合材料具有规模化生产能力, 有望打开成长新空间。我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别是 10.2 亿元、12.9 亿元、16.1 亿元, 当前股价对应 2023~2025 年 PE 为 18x/14x/11x。**我们考虑到公司的行业地位及新业务成长性, 给予 2023 年 23 倍 PE, 2023 年 EPS 为 2.22 元/股, 对应目标价 51.06 元。维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示:** 下游需求不及预期、新产品研发不及预期等。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)       | 3559  | 4233  | 4975  | 5765  |
| 增长率 (%)          | -24.8 | 19.0  | 17.5  | 15.9  |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 801   | 1018  | 1288  | 1611  |
| 增长率 (%)          | -16.2 | 27.0  | 26.5  | 25.1  |
| 每股收益 (元)         | 1.74  | 2.22  | 2.80  | 3.51  |
| PE               | 23    | 18    | 14    | 11    |
| PB               | 3.5   | 2.9   | 2.4   | 2.0   |

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 03 月 28 日收盘价)

### 推荐

当前价格:

维持评级

40.19 元

目标价:

51.06 元


**分析师 尹会伟**

执业证书: S0100521120005

电话: 010-85127667

邮箱: yinhuiwei@mszq.com

**研究助理 孔厚融**

执业证书: S0100122020003

电话: 010-85127664

邮箱: konghourong@mszq.com

**研究助理 赵博轩**

执业证书: S0100122030069

电话: 010-85127668

邮箱: zhaoboxuan@mszq.com

### 相关研究

1. 火炬电子 (603678.SH) 2022 年三季报点评: 自产元器件稳健增长; 当前估值处于历史较低位置-2022/10/30
2. 火炬电子 (603678.SH) 2022 年中报点评: 2Q22 业绩改善明显; 估值处于历史较低位置-2022/08/31
3. 火炬电子 (603678.SH) 分拆上市事件点评: 拟分拆天极科技上市; 聚焦元器件、新材料主业-2022/05/23
4. 火炬电子 (603678.SH) 2022 年一季报点评: 1Q22 业绩短期承压; 估值处于历史较低位置-2022/04/28
5. 火炬电子 (603678.SH) 2021 年年报点评: 特种电容持续快速发展, 新材料开辟第二增长曲线-2022/03/23

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 3559  | 4233  | 4975  | 5765  |
| 营业成本      | 2050  | 2354  | 2653  | 2937  |
| 营业税金及附加   | 28    | 33    | 39    | 45    |
| 销售费用      | 163   | 194   | 232   | 269   |
| 管理费用      | 220   | 262   | 308   | 356   |
| 研发费用      | 107   | 127   | 157   | 186   |
| EBIT      | 1009  | 1264  | 1586  | 1972  |
| 财务费用      | 33    | 50    | 48    | 43    |
| 资产减值损失    | -14   | -14   | -14   | -14   |
| 投资收益      | 0     | -1    | -1    | -1    |
| 营业利润      | 975   | 1238  | 1566  | 1958  |
| 营业外收支     | -2    | -2    | -2    | -2    |
| 利润总额      | 973   | 1236  | 1564  | 1957  |
| 所得税       | 148   | 187   | 237   | 297   |
| 净利润       | 826   | 1049  | 1327  | 1660  |
| 归属于母公司净利润 | 801   | 1018  | 1288  | 1611  |
| EBITDA    | 1177  | 1495  | 1861  | 2290  |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 819   | 957   | 1654  | 2914  |
| 应收账款及票据     | 2238  | 2650  | 3007  | 3424  |
| 预付款项        | 20    | 23    | 26    | 27    |
| 存货          | 1238  | 1407  | 1348  | 1041  |
| 其他流动资产      | 399   | 451   | 487   | 528   |
| 流动资产合计      | 4715  | 5489  | 6522  | 7934  |
| 长期股权投资      | 17    | 17    | 17    | 17    |
| 固定资产        | 2048  | 2482  | 2882  | 3243  |
| 无形资产        | 186   | 191   | 197   | 202   |
| 非流动资产合计     | 2827  | 3173  | 3567  | 3917  |
| 资产合计        | 7542  | 8662  | 10089 | 11851 |
| 短期借款        | 563   | 563   | 563   | 563   |
| 应付账款及票据     | 363   | 417   | 499   | 585   |
| 其他流动负债      | 203   | 222   | 239   | 256   |
| 流动负债合计      | 1129  | 1202  | 1302  | 1404  |
| 长期借款        | 345   | 345   | 345   | 345   |
| 其他长期负债      | 602   | 602   | 602   | 602   |
| 非流动负债合计     | 947   | 947   | 947   | 947   |
| 负债合计        | 2076  | 2149  | 2249  | 2351  |
| 股本          | 460   | 459   | 459   | 459   |
| 少数股东权益      | 184   | 215   | 254   | 303   |
| 股东权益合计      | 5465  | 6514  | 7840  | 9500  |
| 负债和股东权益合计   | 7542  | 8662  | 10089 | 11851 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 营业收入增长率         | -24.83 | 18.96  | 17.51  | 15.88  |
| EBIT 增长率        | -17.60 | 25.27  | 25.52  | 24.30  |
| 净利润增长率          | -16.15 | 27.02  | 26.51  | 25.10  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 毛利率             | 42.39  | 44.40  | 46.67  | 49.05  |
| 净利率             | 23.20  | 24.77  | 26.67  | 28.79  |
| 总资产收益率 ROA      | 10.63  | 11.75  | 12.76  | 13.60  |
| 净资产收益率 ROE      | 15.18  | 16.16  | 16.98  | 17.52  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 流动比率            | 4.17   | 4.57   | 5.01   | 5.65   |
| 速动比率            | 3.06   | 3.38   | 3.95   | 4.89   |
| 现金比率            | 0.73   | 0.80   | 1.27   | 2.08   |
| 资产负债率 (%)       | 27.53  | 24.81  | 22.29  | 19.84  |
| <b>经营效率</b>     |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数        | 161.84 | 161.84 | 158.84 | 156.84 |
| 存货周转天数          | 220.43 | 220.43 | 187.36 | 131.16 |
| 总资产周转率          | 0.47   | 0.49   | 0.49   | 0.49   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 1.74   | 2.22   | 2.80   | 3.51   |
| 每股净资产           | 11.50  | 13.71  | 16.52  | 20.03  |
| 每股经营现金流         | 2.02   | 1.69   | 3.10   | 4.32   |
| 每股股利            | 0.35   | 0.35   | 0.35   | 0.35   |
| <b>估值分析</b>     |        |        |        |        |
| PE              | 23     | 18     | 14     | 11     |
| PB              | 3.5    | 2.9    | 2.4    | 2.0    |
| EV/EBITDA       | 16.15  | 12.62  | 9.76   | 7.38   |
| 股息收益率 (%)       | 0.87   | 0.87   | 0.87   | 0.87   |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 826   | 1049  | 1327  | 1660  |
| 折旧和摊销       | 168   | 231   | 274   | 318   |
| 营运资金变动      | -143  | -586  | -263  | -77   |
| 经营活动现金流     | 926   | 778   | 1423  | 1986  |
| 资本开支        | -645  | -670  | -656  | -656  |
| 投资          | -46   | -5    | -5    | -5    |
| 投资活动现金流     | -809  | -580  | -671  | -671  |
| 股权募资        | 0     | -1    | 0     | 0     |
| 债务募资        | 83    | -4    | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | -230  | -60   | -56   | -56   |
| 现金净流量       | -104  | 138   | 697   | 1260  |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                                |      | 评级   | 说明                  |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                         |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                         |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                         |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                         | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                         |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                         |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026