

2022年10月27日

Q3 自产业务增长提速，全年修复可期

火炬电子(603678)

评级:	买入	股票代码:	603678
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	85.56/32.37
目标价格:		总市值(亿)	202.43
最新收盘价:	44.02	自由流通市值(亿)	202.25
		自由流通股数(百万)	459.45

事件概述

公司发布 2022 年三季报，2022 年前三季度实现营收 28.36 亿元（同比-21.14%），归母净利润 7.18 亿元（同比-8.17%），扣非净利润 6.93 亿元（同比-11.26%）。

分析判断:

► 下游需求回暖，Q3 自产业务增长提速

公司 2022 年前三季度实现营收 28.36 亿元（-21.14%），归母净利润 7.18 亿元（-8.17%），扣非净利润 6.93 亿元（-11.26%）。单三季度实现营收 8.76 亿元，同比-26.06%，环比-21.57%；归母净利润 2.21 亿元，同比-4.17%，环比-26.69%；扣非净利润 2.09 亿元，同比-12.68%，环比-29.53%。分业务来看，自产元器件表现出较强韧性，前三季度实现收入 12.58 亿元（同比+7.76%），Q3 增长提速，实现收入 4.08 亿元（同比+12.99%），或表明下游需求有所回暖；贸易业务因消费电子市场需求整体持续低迷，实现收入 14.995 亿元（同比-35.66%）；新材料业务受疫情和周期性供货因素的影响，实现收入 6,441.69 万元（同比-32.54%）。

前瞻性指标方面，公司期末存货增长 10.63%至 12.49 亿元，合同负债大幅增长 146.31%至 725.73 万元，公司经营生产有序推进，为下游需求释放做足准备。

► 受产品结构变动等影响，毛利率提升明显

2022 前三季度和 2022Q3 综合毛利率分别为 44.46%、47.08%，同比分别上升 8.94pcts、11.81pcts，毛利水平显著提升，一方面由于低附加值贸易业务占比下降使得公司产品结构发生变化，另一方面或由于自产业务有效控本带动毛利提升。前三季度公司期间费用率为 12.45%（+4.22pcts），其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 3.54%、7.87%、1.04%、2.60%，同比+1.09pcts、+2.60pcts、+0.53pcts、+0.71pcts。综合以上影响，2022 前三季度和 2022Q3 净利率分别为 25.99%、26.10%，同比分别上升 3.65pcts、5.85pcts，盈利能力有所提升。

► Q4 MLCC 板块有望延续增长态势，全年修复可期

今年前三季度，由于疫情反复扰乱下单、生产及交付节奏、下游库存消耗和需求释放未达预期等因素影响，MLCC 板块几家公司的业绩均呈现不同程度的下滑，市场悲观情绪持续酝酿，个股估值处于历史较低位置。目前来看，下游军品需求较上半年有所回暖，且年末是各大院所追赶进度、保障任务交付的重要时期，预计 Q4 MLCC 板块将延续增长态势，全年修复可期。此外，军工行业存在刚性需求，今年延期、暂缓的项目仍会在合适节点启动，而作为最上游的普适性元器件，MLCC 将持续跟随行业整体增长而增长，我们对“十四五”期间军用 MLCC 需求仍持乐观态度。

► 陶瓷新材料业务未来可期

公司陶瓷业务主要由全资子公司立亚新材主营，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，产品系列覆盖全面，处于国内、外同行业的领先水平。公司规划 300 吨聚碳硅烷（PCS）产线，一期 150 吨产能已投产，并拥有第二代 SiC 纤维、第三代 SiC 纤维 10 吨产线，透波氮化硅纤维和宽频吸波纤维 5 吨级产线。据 2021 年年报，公司已形成四种陶瓷新材料贡献收入，竞争优势明显。

投资建议

公司是我国特种 MLCC 重要供应商之一。前三季度受疫情和周期性供货因素影响较大，公司业绩短期承压，但目前来看，公司利润核心来源的自产业务增速加快，毛利水平有所提升，全年修复可期。考虑到贸易业务下游需求存在不确定性等因素，我们将公司 2022-2024 年营收预测由 57.08/69.01/82.55 亿元调整至 38.91/46.38/55.80 亿元，归母净利润由 11.51/15.01/18.97 亿元调整至 10.01/12.90/16.13 亿元，EPS 由 2.50/3.27/4.12 元调整至 2.18/2.80/3.51 元。对应 2022 年 10 月 27 日 44.02 元/股收盘价，PE 分别为 20/16/13 倍。维持“买入”评级。

风险提示

募投产能释放不及预期；特种陶瓷材料下游应用或受武器装备型号研发批产进度影响；疫情反复扰乱生产交付进度等。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,656	4,734	3,891	4,638	5,580
YoY (%)	42.3%	29.5%	-17.8%	19.2%	20.3%
归母净利润(百万元)	609	956	1,001	1,290	1,613
YoY (%)	59.8%	56.8%	4.8%	28.8%	25.1%
毛利率 (%)	31.8%	35.5%	43.3%	45.6%	46.8%
每股收益 (元)	1.35	2.08	2.18	2.80	3.51
ROE	15.6%	20.4%	17.6%	18.5%	18.7%
市盈率	32.61	21.16	20.22	15.70	12.55

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,734	3,891	4,638	5,580	净利润	977	1,048	1,356	1,701
YoY (%)	29.5%	-17.8%	19.2%	20.3%	折旧和摊销	131	210	250	289
营业成本	3,053	2,207	2,525	2,971	营运资金变动	-568	607	-465	-600
营业税金及附加	28	23	28	33	经营活动现金流	594	1,958	1,239	1,500
销售费用	148	117	139	167	资本开支	-618	-381	-381	-381
管理费用	188	156	186	223	投资	-6	0	0	0
财务费用	27	42	12	-11	投资活动现金流	-628	-377	-376	-375
研发费用	108	86	111	139	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-17	-18	-25	-30	债务募资	310	-280	20	20
投资收益	-4	4	5	6	筹资活动现金流	158	-347	-42	-44
营业利润	1,192	1,265	1,635	2,052	现金净流量	122	1,233	820	1,081
营业外收支	-17	-2	-2	-2					
利润总额	1,175	1,263	1,633	2,050	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	198	215	278	348	成长能力				
净利润	977	1,048	1,356	1,701	营业收入增长率	29.5%	-17.8%	19.2%	20.3%
归属于母公司净利润	956	1,001	1,290	1,613	净利润增长率	56.8%	4.8%	28.8%	25.1%
YoY (%)	56.8%	4.8%	28.8%	25.1%	盈利能力				
每股收益	2.08	2.18	2.80	3.51	毛利率	35.5%	43.3%	45.6%	46.8%
					净利率	20.6%	26.9%	29.2%	30.5%
					总资产收益率 ROA	13.8%	13.2%	14.3%	14.9%
					净资产收益率 ROE	20.4%	17.6%	18.5%	18.7%
					偿债能力				
					流动比率	3.06	4.78	5.64	6.58
					速动比率	2.26	3.97	4.77	5.65
					现金比率	0.61	2.02	2.61	3.27
					资产负债率	30.5%	22.3%	19.7%	17.5%
					经营效率				
					总资产周转率	0.68	0.51	0.51	0.51
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.08	2.18	2.80	3.51
					每股净资产	10.17	12.36	15.19	18.72
					每股经营现金流	1.29	4.26	2.69	3.26
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					估值分析				
					PE	21.16	20.22	15.70	12.55
					PB	7.44	3.56	2.90	2.35

资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	922	2,155	2,976	4,057
预付款项	89	55	63	74
存货	1,129	806	919	1,081
其他流动资产	2,500	2,078	2,467	2,957
流动资产合计	4,640	5,095	6,425	8,169
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	1,176	1,391	1,548	1,654
无形资产	179	197	214	230
非流动资产合计	2,301	2,471	2,601	2,692
资产合计	6,940	7,566	9,026	10,861
短期借款	800	500	500	500
应付账款及票据	492	375	429	505
其他流动负债	225	191	211	237
流动负债合计	1,517	1,066	1,140	1,241
长期借款	112	132	152	172
其他长期负债	490	490	490	490
非流动负债合计	602	622	642	662
负债合计	2,119	1,688	1,782	1,903
股本	460	460	460	460
少数股东权益	145	192	258	346
股东权益合计	4,822	5,878	7,244	8,957
负债和股东权益合计	6,940	7,566	9,026	10,861

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，11年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。