

（报告出品方/分析师：东方财富证券 周旭辉）

1. 特种应用领域龙头，元器件和新材料“两翼齐飞”

1.1.政策支撑、国防科技补偿式发展助力公司军用领域爆发

火炬电子自成立以来，专注电容器领域，坚持以主业为核心发展，主要成熟产品包括片式多层陶瓷电容器、引线式多层陶瓷电容器、多芯组陶瓷电容器。

作为我国首批通过宇航级产品认证的企业之一，公司产品广泛应用于航空、航天、船舶以及通讯、电力、轨道交通、新能源等领域。

公司产品布局丰富，内生、外延协同发展。2016年推出“火炬牌”钽电容器、布局超级电容器、脉冲功率陶瓷电容器等系列新品，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。

主要通过营销中心采用直销方式开拓国内市场，分别在北京、西安、上海、成都、武汉、洛阳、合肥、深圳、天津、杭州、南京、宝鸡等地设立分公司及办事处;2017年，开始进行陶瓷材料产业化;2018年，公司使用现金 4,410 万元收购广州天极 60% 股权，拓展微波芯片电容器和薄膜电路等产品;2018 年，全资子公司福建毫米新建微波元件生产线，主要产品包含特种贴片电阻器类、温补衰减器等。通过内生和外延发展，目前已形成了电子元器件和新材料“两翼齐飞”的发展格局。

公司系国家高新技术企业，连续 10 年荣登中国电子元器件百强企业。

拥有 CNAS 实验室认可的火炬电子实验室、省级企业技术中心、省级工程研究中心，设立国家博士后科研工作站，先后通过 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系、ISO45001 职业健康安全管理体系、SA8000 社会责任管理体系认证和 IATF16949 质量管理体系等资质认证。

自主掌握核心技术，下游客户资源优质。

公司布局“元器件、新材料和国际贸易”三大战略板块，构建泉州

和广州两大生产智造基地，北京、上海、深圳三大运营中心。全力推进产品核心技术的自主研发，在推动内生增长的同时，积极向具有渠道和技术协同效应的其他类型元器件产品延伸。

公司的客户主要由大型电子科技集团、上市公司、军工企业等优质客户组成，回款记录良好，信誉较高，发生坏账的风险较小。

国防军费保持稳健增长，军工电子增长空间广阔。

随着我国的综合国力不断增强，我国的国防科技工业目前正处于补偿式发展阶段，军工电子产业受益明显。

2011-2022 年我国的国防费用增长尤为明显，年复合增长率达到 8.31%。但即便如此，我国的国防费用与美国相比还有很大的差距，2022 年我国国防费用预算支出达 14504.50 亿元人民币；而 2022 年 3 月初，美国众议院批准了 2022 财年军费预算，一共 7285 亿美元，约是我国的 3.4 倍。我国的国防费用与相应的综合国力和国际地位并不匹配，难以满足日益增长的国防需要，因此我国的现代化国防工业仍然具有非常广阔的增长空间。

国防装备电子信息化发展趋势明确。

近年来国家高度重视军工信息化建设，不断出台政策推动行业发展。2016 年《军队建设发展“十三五”规划纲要》提出，到 2020 年要构建能够打赢信息化战争的现代军事力量体系；2021 年“十四五”规划指出，要加快机械化信息化智能化融合发展，全面加强练兵备战，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。

1.2. 产品结构持续优化，助力经营数据高速增长

营业收入持续高增，利润水平创历史新高。受益于军用电子、5G 通讯、新能源及新兴产业等下游市场需求的快速增长，国家持续推动国产替代的发展，火炬电子营

业收入规模从 2017 年的 18.88 亿元增长到 2021 年的 47.34 亿元，年复合增长率达 25.84%；归母净利润规模从 2017 年的 2.37 亿元增长到 2021 年的 9.56 亿元，年复合增长率达 41.75%；毛利率和净利率水平也突破了此前 2018 年的高点，达到了历史最高水平，分别为 35.52% 和 20.63%。

公司自产业务占比持续攀升，贸易业务稳健增长。

从营收结构上看，2021 年公司贸易业务和自产元器件业务占比较高，合计占到公司总营收的 98.58%。

其中，受益于国家持续推动国产替代的发展，公司自产元器件板块保持快速增长，营收规模从 2017 年的 4.10 亿元增长到 2021 年的 15.23 亿元，年复合增长率达 38.80%；贸易业务营收规模从 2017 年的 14.67 亿元增长到 2021 年的 30.62 亿元，年复合增长率达 20.19%，营收占比维持在 65% 以上，2021 年，公司持续新增与国际知名品牌的合作，并利用电商平台推广品牌，抓住物联网、5G、新能源汽车等新兴市场发展机遇，快速渗透细分市场，实现贸易业务同比增长 23.86%。

自产业务毛利率高企，整体毛利率仍有提升空间。

贸易业务方面，主要面向消费类电子、物联网等民用市场，产品毛利率相对较低；而自产业务方面，随着军用电子、新能源及新兴产业等下游市场行业景气度持续向好，国产化需求不断增加，公司自产元器件、新材料板块保持快速增长。

随着未来军备科技的逐步深化，公司通过扩产增效、优化产品结构，旗下高附加值特种产品业务占比有望持续攀升，整体毛利率仍有较大的提升空间。

经营状况持续改善，偿债能力保持稳健。

2021 年，公司毛利率为 35.52%，同比提升 3.67pct，产品结构优化效果明显；从费用端来看，公司三费持续改善，销售费率同比下降 0.17pct 至 3.03%；而通过持续优化企业结构，公司管理费用同比小幅下降 0.04pct 至 3.97%；财务费用率保持较低水平在 0.57%，同比下降 0.26pct。

从 2022Q1 的数据来看，公司偿债能力保持稳健，流、速动比率均有提高，分别为 3.55、2.63。2021 年，公司销售回款明显增加，经营活动产生的现金流量净额增长了 2237.02%。

2021 年研发投入大幅增长。

公司近三年研发投入分别为 0.56 亿、0.68 亿和 1.08 亿元，营收占比分别为 2.19%、1.86%和 2.27%。并且公司高度重视自主研发，2022Q1 的研发投入为 0.20 亿元，研发费用率占比持续提升至 2.42%。（报告来源：远瞻智库）

2. 元器件业务：国防军备升级，特种 MLCC 需求攀升

电容器是电子线路中必不可少的基础电子元件，它是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。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。

电介质薄层化及多层化技术的发展，助力 MLCC 在各领域取代电解电容器。

随着 LSI（大规模集成电路）与 IC（集成电路）向高集成化发展，其供电电压、电流则向低电压化、大电流化趋势发展。

为应对该趋势，电子设备的电源开始采用分散电源系统，即从中间总线转换器将多个小型 DC-DC 转换器（POL 转换器）配置在 LSI 及 IC 等负载附近。

POL 转换器外接有多个电容器，由于需要很大的静电容量，通常使用铝电解电容器或钽电解电容器。但这两类电解电容器小

型化研发进展较慢，且存在纹波电流导致发热量较大的问题，阻碍了高度集成化的发展趋势。

而近年来，随着 MLCC 的电介质薄层化及多层化技术的发展，数 10~100 μ F 以上的大容量 MLCC 实现了产品化，从而使其可用于代替电解电容器。

2.1.MLCC 国产代替需求旺盛，特种领域市场竞争格局稳健

陶瓷电容器产品的上游主要是陶瓷粉末、电极等行业，这两种材料对电容器产品的性能均有较为重要的影响。目前，陶瓷粉末的国内供给已能满足市场需求，但带有特殊性能的陶瓷粉末则主要来源于国外。

陶瓷电容器产品的电极材料包括金属银-钪等贵金属材料以及镍、铜等贱金属材料。国内陶瓷电容器厂商已采用贱金属（镍、铜）等取代金属钪作为内电极材料，达到降低生产成本的目的。

MLCC 下游终端应用广泛，产品技术要求逐年提高。

作为电子设备中必不可少的基础电子元件，陶瓷电容器产品应用领域广泛，其下游市场涵括航空航天等国防工业领域、系统通讯、工业控制、医疗电子、汽车电子、精密仪器仪表、石油勘探设备等工业类应用领域及数码相机、智能手机、笔记本电脑等消费类电子产品等领域。

随着工业信息化、智能化的发展，国防工业及现代化建设的推进，陶瓷电容器市场发展前景更为广阔。另一方面，军用、工业类及消费电子产品对陶瓷电容器的性能要求不断提高，将有利于整个行业技术水平的提升。

进口依赖程度高，国产代替正当时。

全球 MLCC 主要制造商主要集中在日本、韩国、中国台湾、美国和中国大陆，龙头

企业包括村田、太阳诱电、京瓷、TDK、三星电机、国巨、华新科、基美等。根据智多星顾问数据显示，目前日本地区制造商的整体市场占有率达 56%，份额属全球最高；而中国大陆 MLCC 企业仅占全球 6% 的份额。2021 年，中国 MLCC 进口量为 3.45 万亿颗，出口量为 2.02 万亿颗，进口依赖度较高。

自产元器件板块保持快速增长，贡献了公司主要的利润。

通过现代化、智能化项目的引进，有效推进精益生产

、管理增效，同时受益于国家持续推动国产替代及军用电子及新兴产业的快速发展，公司自产元器件板块实现快速增长，其中陶瓷电容器占比最大。

2021 年公司元器件板块营收结构和毛利润结构中，陶瓷电容器分别占比 82.45% 和 86.36%，为元器件板块的核心业务。

公司处于特种 MLCC 市场领先地位，扩充产能将优化产品结构。

目前特种领域市场 MLCC 供应商主要有火炬电子、鸿远电子和宏科电子(未上市)。从产销角度来看，选取同为上市公司的鸿远电子作为对比，公司 2021 年的产销率情况好于同业可比公司，且同比 2020 年产销数据改善明显。

2020 年 5 月公司公开发行可转债募集资金总额 6 亿元，主要用于小体积薄介质层陶瓷电容器高技术产业化项目建设（4.47 亿元）以及补充流动资金（1.53 亿元）。

根据公司公告，该项目建设期 2 年，建成后 3 年内达产，完全达产后公司将年新增 84 亿只不同型号小体积薄介质层陶瓷电容器产能，年均实现销售收入 6.24 亿元；年平均净利润 2.30 亿元；税前内部收益率约为 27.06%。该项目的实施将有利于丰富公司产品结构，成为新的利润增长点。

我国电容器行业规模增速持续高于全球规模增速。

MLCC 产品应用领域广泛，客户涵盖航天、航空、船舶、兵器等武器装备领域以及轨道交通、汽车电子、智能电网、新能源、消费电子等工业和消费领域。

作为最大的电容器市场，我国电容器行业规模增速持续高于全球规模增速，根据中国电子元件行业协会数据，2020 年我国 MLCC 行业市场规模达 462 亿元，同比增长 5.48%，预计到 2023 年市场规模将达 533 亿元，复合增速约为 5%。

特种 MLCC 对产品可靠性要求高，产业资质需经历史沉淀。

MLCC 特种应用领域市场对产品的生产工艺要求高，并且下游客户在选用特种 MLCC 产品时，均会将配套厂家产品可靠性表现的历史数据纳入参考。

因此，行业中现存的厂商都是经历了漫长的产品验证周期，才获得当下的特种产品供货资质，市场竞争格局稳健，基本由火炬电子、鸿远电子及宏科电子三家瓜分。

国防军备电子化升级迫在眉睫。

与美国相比，我国装备信息化程度较低，提升我国军工信息化装备研发能力和自主可控水平迫在眉睫。随着我国对军工信息化的大力支持，我国军工信息化程度将不断提升，军用 MLCC 市场规模有望持续增加。

根据中国电子元件行业协会数据，预计到 2024 年我国军用 MLCC 需求量将达到 5.2 亿只，前瞻产业研究院由此推估到 2024 年我国军用 MLCC 市场规模将达到 51 亿元。

随着全球军事工业信息化、数字化的发展，武器等系统装备均开始大量的装备电子信息系统。MLCC 作为必不可少及大量使用的基础电子元件，在军工电子产业中用量规模化，需求持续增长。目前国内能够提供高可靠 MLCC 厂商数量较少，行业发展前景较为广阔，主要表现在以下方面：

随着全球军事工业信息化、数字化的发展，武器等系统装备均开始大量的装备电子信息系统。MLCC 作为必不可少及大量使用的基础电子元件，在军工电子产业中用量规模化，需求持续增长。目前国内能够提供高可靠 MLCC 厂商数量较少，行业发展前景较为广阔，主要表现在以下方面：

(1) 航天领域：

根据

航天科技

集团《“十三五”

发展综合规划纲要》，未来五年内我

国将完成空间站、探月工程三期、新一代运载火箭、新功能卫星

等重点工程。可以预见，在航天

应用“万无一失”的工作标准下，高可靠高性能的MLCC 产品需求将会持续高涨。

(2) 火箭军高端装备：2015 年底我国火箭军部队正式成立。火箭军是一支高科技、数字化的战略部队，火箭军的大力发展将会带动相关战略、战术装备和相关配套车载、地面装备的高速发展，亦会对高可靠 MLCC 产品形成持续增长的需求。

(3) 航空领域：

近年来，随着国家航

空事业的飞速发展，我国空军部队按照“空天一体

、攻防兼备”的战略要求，更新升级相应的控制系统和设备，对高可靠 MLCC 需求

量激增。而在通用航空领域，对基础电子元器件产品的质量要求也不断提高，客户

对 MLCC 的采购要求也开始由原本的通用产品转向军用质量等级产品，成为军品生

产的新的增长点。

(4) 船舶领域：

我国海军部队正逐步由近海防御型向远海护卫结合型进行战略转型。为了适应上述

战略转型，我国海军亦不断进行新一代的装备换装升级。同时随着我国对海洋权益

维护意识的加强，行政执法船的装备需求持续增加，也将带动 MLCC

军用质量等级产品需求量的增长。

(5) 兵器领域：

我国陆军部队按照“机动作战、立体攻防”战略要求，逐步建设成高度机械化和信

息化的现代化国防力量，将会带动新型武器装备和单兵信息化装备等的蓬勃发展，也

将直接提升军用高可靠 MLCC 产品的需求。

2.2. 消费电子产品持续升级，新兴市场带来需求增量

电子元器件代理业务市场呈现快速发展态势。贸易业务方面，公司主要代理太阳诱

电、AVX、KEMET 等品牌，与众厂商建立了稳定的长期合作关系。代理产品主要

包括大容

量陶瓷电容器、钽

电解电容器、金属膜电容器、铝电解电容器、电感器、双工器、滤波器等产品。

同时，公司在代理业务中为客户提供培训、检测、技术支持等全方位服务，具有较强的竞争优势，也取得了越来越多用户的信赖。

近年来，受益于消费电子、移动通讯、汽车电子、5G 通信等市场需求的快速增长，以电容器为代表的电子元器件代理业务市场呈现快速发展态势。

2.2.1 5G 手机销售占比接近 80%，性能、功耗升级推动 MLCC 用量

5G 手机出货量占比大，主导当前国内手机市场。2022 年 3 月，国内市场手机出货量 2146.0 万部，同比下降 40.5%，其中，5G 手机 1618.5 万部，同比下降 41.1%，占同期手机出货量的 75.4%。2022 年 1-3 月，国内市场手机总体出货量累计 6934.6 万部，同比下降 29.2%，其中，5G 手机出货量 5388.4 万部，同比下降 22.9%，占同期手机出货量的 77.7%。

5G 手机 MLCC 用量较 4G 手机出现大幅提升。

5G 手机的数据运算密度提高，功耗增加，将采用更大容量的电池，对 MLCC 微小化、高容值、低损耗性能要求提升，用量上相较于 4G 手机增加 30%-50%。4G 手机中低端机型用量在 700-800 颗，而 iPhone 等高端机型用量在 1000-1200 颗，5G 手机 MLCC 用量将提升至 1200-1500 颗。

2.2.2 汽车行业“新四化”发展趋势，拉动 MLCC 用量成倍增长

随着电动车市场增长以及智慧辅助驾驶系统的规格提升，MLCC 用量倍增，其电气特性与安全高规格的要求使跨入门槛不易，相对也提升 MLCC 产品单价与利润，故整体车电产业对 MLCC 需求量是呈现每年双位数成长。其中，以传统燃油车 MLCC 用量为比较基准，电动车是燃油车的 2.2 倍、电动智能为 2.7 倍、电动自驾车则高达 3.3 倍。

展望2022年，TrendForce集邦咨询预估车用市场MLCC需求将攀升至5,620 亿颗，年成长率

25%

。主要受

到汽车电子化程度

持续攀升。在全球对于碳中和政策的

要求以及特斯拉

热销下，掀起一股电动车热潮，各国也陆续敲定燃油车停售时间表。在电动车逐步成为汽车市场主流的趋势下，也将成为推升 MLCC 产业未来成长的主要动能。

2.3.钽电容市场保持稳定增长，军民两用国产代替需求强烈

钽电容下游应用领域可分为军用和民用两大类。钽电容最大的特点是体积小，ESR 值小，容值大，精度高，钽电容还具有温度特性稳定、工作温度范围宽等，同时失效后能自愈的特性可以保证长期工作的稳定性。

从下游应用角度来看，军用领域包括航空、航天、舰船、兵器和电子对抗等，民用领域包括了消费电子、工业控制、电力设备及新能源、通讯设备、轨道交通、医疗电子设备及汽车电子等。作为电子线路中必不可少的基础电子元器件，电容器产品在军民领域的应用广泛。

在民用市场，钽电容器主要应用在工业领域，消费品领域也有涉及。

新基建推动，民用钽电容工业需求旺盛。钽电容主要应用在工业领域，5G 网络商用进展顺利，云计算产业发展驱动服务器等需求，基站、服务器等新基建的旺盛需求为钽电容器市场带来发展机会。

中国钽电容器市场规模不断扩大，2019 年中国钽电容器市场规模为 61 亿元，2020 年中国钽电容器市场规模约为 63 亿元。

目前我国钽电容器民品市场进口依赖高，国产替代市场空间大。根据中国海关总署的数据显示，2021 年中国钽电容器出口金额为 18.33 亿元，较 2020 年增加了 3.5 亿元；进口金额为 60.85 亿元，较 2020 年增加了 10.76 亿元，贸易逆差巨大。（报告来源：远瞻智库）

3. 新材料业务：未来业绩增长的第二曲线

特陶材料性能优异，未来应用前景广阔。

特种陶瓷材料是继碳纤维复合材料之后发展起来的一种具有优异性能的多功能陶瓷新材料，具有低密度、高温抗氧化、耐腐蚀、低热膨胀系数、低蠕变等优点，属于近年来重点发展的新材料，可用于电子、通信、航空航天、冶金、机械、汽车、石油化工、能源、生物和环保等国民经济领域，市场前景非常广阔。

目前陶瓷新材料已经发展到第三代，抗氧化、抗蠕变等性能更好。

公司子公司立亚新材主营产品为 CASAS-300 高性能特种陶瓷材料，产品应用于航天、航空、核工业等领域的热端结构部件；立亚化学作为原材料供应基地，主要产品为聚碳硅烷（PCS），既可作为高性能特种陶瓷材料的先驱体，亦可作为基体制造陶瓷基复合材料。由 PCS 制备的纤维和基体都具有耐高温、抗氧化、高比强度、高比模量等优异特性，技术水平及产品性能领先。

碳化硅陶瓷基复合材料（SiC ceramic matrix composites，CMC-SiC）是一种兼具金属材料、陶瓷材料、碳材料性能优点（如轻质、耐高温、冷却少）的热结构功能一体化的新型材料，是纳入“十四五”产业科技创新相关发展规划的耐高温结构材料之一，属于十四五期间重点攻关的“卡脖子”品种。

目前市场上已开发出的 CMC-SiC 复合材料包括/复合材料（碳纤维增强碳化硅陶瓷基复合材料）和/复合材料（碳化硅纤维增强碳化硅陶瓷基复合材料）两种类型，其中，/复合材料被国内外普遍认定为航空发动机热端部件如航空发动机燃烧室、喷管、涡轮领域最终会应用的材料。

根据 NASA 的研究结果显示，SiC-CMC 复合材料是航空航天推进发动机的革命性热截面材料，与镍基高温合金相比，SiC/SiC CMC 具有更高的耐热

温度和更快的冷却速度，将其应用于发动机旋转部件，可进一步降低发动机结构设计的复杂性和重量。

目前最先进的 SiC/SiC CMC 系统的温度能力可达 1316°C，与超过 200°C 的高温合金相比，具有潜在的温度优势。而未来如果引入使用先进的 SiC 纤维和基体材料，其耐温能力有望高达 1482°C。

随着军用航空发动机推重比的不断提高，涡轮前进口温度不断提高。

推重比 7~8 的第三代涡扇发动机，涡轮前进口温度为 1250~1400°C 左右；推重比 10 的第四代涡扇发动机，涡轮前进口温度为 1550~1700°C；第五代涡扇发动机预计涡轮前进口温度将达到 1950~2150°C。因此，新一代军用航空发动机对新型耐高温结构材料的需求愈发迫切，CMC-SiC 成为耐高温结构材料首选之一，并主要应用于以下部件：

1) 喷管部件：

发动机尾喷管通常是飞机的外露构件，不但对飞机的后向雷达散射截面影响较大，而且是飞机的重要红外辐射源之一。

红外探测主要在 3~5 和 8~14 两个大气窗口波段，当发动机尾喷管调节片的壁面温度在 480~1000°C 之间，其热辐射能量主要分布在 3~5 以下。因此，降低发动机的电磁波和红外信号特征，对提高飞机的隐身性能具有十分重要的意义。

SiC 纤维是耐高温、抗氧化的陶瓷纤维，当其电阻率为 100~104Ω·cm 时，对 8.2~12.4GHz 波段的雷达波具有最佳的吸收效果。由于 SiC 纤维

含硅，能有效地减弱发动机的红外信号。因此，与 / 相比，/ 不但具有更高的力学性能、更好的抗氧化性能和更长的高温使用寿命，还具有更好的吸波性能。

鉴于 / 良好的隐身性能，PW 公司已将验证的 / 调节片和密封片用于改进 F119 发动机，以实现减重、隐身并提高其耐久性等。美国采用 CMC-SiC 制备了轴对称喷管，通过采用冷却结构和锯齿结构尾缘，实现了低可探测性，大幅减少了喷管的红外信号和雷达信号，并将其应用于 F-35 飞机；

2) 燃烧部件：燃烧室和加力燃烧室均要承受高温、复杂应力、水氧腐蚀和热冲击等苛刻环境。

燃烧室火焰筒、加力燃烧室内锥体和隔热屏为大型薄壁回转体结构，属中等载荷静止件，采用 CMC-SiC 可明显提高使用温度和减轻结构质量。国外/燃烧室/加力燃烧室部件，如 F136 和 F414 等发动机燃烧室火焰筒、M88 发动机火焰筒和火焰稳定器等，已进行了全寿命演示验证，并进入工程应用阶段；

3) 涡轮部件：推重比在 12~15 之间的一级航空发动机涡轮构件将承受更高的工作温度和应力水平，目前的高温合金、冷却结构及热障涂层(TBCs)技术已很难满足设计要求。

在早期的增强推进材料(EPM)计划中,美国就把 CMC-SiC 作为下一代航空发动机涡轮构件首选材料，随后的超高效发动机技术(UDET)计划再次将 CMC-SiC 作为重点发展的高温结构材料之一。在这些计划的支持下,CMC-SiC 涡轮构件制备技术得到快速发展。

综上所述，涡轮部件、燃烧室火焰筒、喷嘴等采用 CMC-SiC，冷却空气用量可明显减小,甚至为零,可改善燃烧条件、提高燃烧效率、降低污染排放和噪声水平;冷却结构可大大简化甚至省去,从而降低结构设计的复杂性,提高工作温度，并进一步减轻结构质量。

陶瓷基复合材料在其他领域的主要应用有轻质装甲、飞机、汽车等。在装甲中使用陶瓷基复合材料是由于它们的高强度重量比和低重量。另一个主要需求来自节油飞机和汽车的发展。因此，跑车和节油飞机的生产将推动这个市场。

关键制约因素是原材料和制造材料的高成本。然而，由于不断的研究和开发，正在开发新技术来制造陶瓷基复合材料，与现有技术相比，这些陶瓷基复合材料具有广泛的优越性能，并在更轻的重量下提供更高的结构效率。由于如此高水平的创新，预计将缩短周期时间并降低复合材料的制造成本。

因此，该技术的全面使用可满足对轻质陶瓷基复合材料产品的需求，市场将扩大。根据公司 在投资者互动平台上的答复显示，主要从事树脂、预浸料、蜂窝、复合材料结构件开发的中航复合材料有限责任公司是公司目前新材料业务的客户之一。

国内外陶瓷复合材料市场需求已进入快速增长阶段。

陶瓷基复合材料作为新型战略型热结构材料，具有可持续发展性，发展前景长远。根据 MarketsandMarkets 预测，全球陶瓷基复合材料市场规模预计将从 2021 年的 88 亿美元增长到 2031 年的 250 亿美元，复合年增长率为 11.0%。由于全球各个行业对陶瓷基复合材料的需求增加，陶瓷基复合材料行业正在高速增长。

4. 盈利预测

根据火炬电子此前在《公开发行可转换公司债券募集说明书》中的募投项目计划，结合 2020/2021 年公司实际的产销数据，我们预计 2022-2024 年公司自产业务占比最大的 MLCC 产能将分别达到 56、75、84 亿颗。

营业收入：

根据公司 2021 年年报中营业收入分产品进行拆解，分为自产陶瓷电容器、自产其他元件、陶瓷材料及贸易业务四块。其中自产陶瓷电容器按照上述的产能扩张节奏来推估，价格方面参考 2021 年的自产 MLCC 售价约为 0.49 元/颗，随着军品级 MLCC 出货量占比的逐步提高，我们假设 2022-2024 年的自产 MLCC 平均售价分别为 0.47、0.48、0.51 元/颗，生产开工率保持在 83%，产销率维持在 88%左右，则对应的自产 MLCC 营收分别为 19.15、26.33、31.12 亿元。

考虑到新品消费电子、5G 通讯、新能源等终端应用市场的不断升级发展，我们预计自产其他元件、陶瓷材料以及贸易业务在 2022/2023/2024 年的营收增速仍能保持较快速的提升，其中自产其他元件未来三年的营收预计分别为 3.37、4.07、4.72 亿元；陶瓷材料未来三年的营收预计分别为 0.77、0.89、1.15 亿元；贸易业务未来三年的营收预计分别为 35.62、40.12、44.12 亿元。

毛利率：随着国防军备的持续深化，我们认为自产 MLCC 在特种领域的渗透会持续提高，保守估计公司 2022 年自产 MLCC 业务的毛利率水平能继续保持 2021 年的高水平，为 80%；而后随着同业扩产落地、市场竞争格局加剧，毛利率小幅下滑至 75%、72%。

自产其他元件中的产品业务较为分散，并随着公司开展业务而变化，但各项细分产品面向的下游市场较为统一且需求保持较快增长，因为我们预计 2022-2024 年自产其他元件能保持在该业务过往两年毛利率的平均水平左右，分别为

56.5%、55.30%、55.30%。

陶瓷材料业务是公司近年来展开布局的新赛道，目前国内同级别产品的生产能力较为稀缺，因此我们判断陶瓷材料业务亦能保持住过往两年毛利率的平均水平，为72.60%。

贸易业务随着电子元器件行业的快速发展而相应发展，但市场中同业竞争也逐年激烈，我们

预计贸易业务未来的毛利率水平将小幅下滑，未来三年的毛利率水平分别为12.30%、11.90%、11.70%。

从同业对比的情况来看，选取与火炬电子同样主营电容器业务其涉及军工产品的鸿远电子、宏达电子、振华科技，2022/2023/2024 年行业一致预期 PE 的平均值分别为 26.48/20.33/16.05 倍。

从长期来看，为保障军队建设“十四五”规划布局的重大工程和重点项目启动实施，国防军费保持稳定增长，国防装备的升级将促进我国飞机、航空发动机、航空材料、卫星等行业技术和装备向电子化、智能化方向进发，有利于公司军品业务、特种陶瓷材料业务的高速发展。

从目前的经营数据来看，火炬电子正有条不紊地进行着扩产，同时保持着高效、稳定的经营秩序，考虑到未来军品级产品渗透率的持续提升以及特种陶瓷材料的大规模应用，基于 2022 年，我们推估公司能达到行业平均 26 倍的 PE 水平。

公司专注于特种领域的产品开发，当前三大业务齐头并进，有望深度受益于国防军备升级、新兴市场蓬勃发展的红利。

随着小体积薄介质层陶瓷电容器项目逐渐建成投产，自产电容器业务将保持快速增长；特种陶瓷材料的研发逐见成效，公司竞争力正不断强化，市场认可度有望进一步提升。

因此，我们预计公司 2022/2023/2024 年营业收入分别为 58.91/71.41/81.11 亿元，归母净利润分别为 11.61/14.57/17.27 亿元，EPS 分别为 2.53/3.17/3.76 元，对应 PE 分别为 20/16/14 倍。

公司在 A

股可比上市公司包括鸿远电子、宏达电子、振华科技等，考虑到公司在特种 MLCC 领域的技术深耕和国内稀缺的特种陶瓷材料生产能力，基于 2022 年给予 26 倍 PE，12 个月内目标价：65.78 元。

5. 风险提示

新材料业务产品导入不及预期；

终端市场需求不及预期；

贸易业务毛利润水平持续下滑；

特种订单需求不及预期；

扩产进度不及预期。

请您关注，了解每日最新的行业分析报告！报告属于原作者，我们不做任何投资建议！如有侵权，请私信删除，谢谢！

获取更多精选报告请登录【远

瞻智库官网】或点击：[远瞻智库-](#)

[为三亿人打造的有用知识平台|战略报告|管理文档|行业研报|精选报告|远瞻智库](#)