

国光电气（688776）

2023年中报点评：微波电真空器件领军民企，降价及税改影响短期表现

投资评级

买入
首次评级

2023年09月11日

收盘价(元): 84.76

目标价(元):

报告摘要

◆ 事件：公司8月22日公告，2023H1实现营收（4.37亿元，-16.10%），归母净利润（0.48亿元，-56.91%），毛利率（25.48%，-15.16pcts），净利率（10.88%，-10.31pcts）。2023Q2实现营收（2.72亿元，同比-16.60%，环比+64.20%），归母净利润（0.27亿元，同比-60.56%，环比+32.76%），毛利率（22.32%，同比-17.12pcts，环比-8.33pcts），净利率（9.98%，同比-11.13pcts，环比-2.36pcts）。

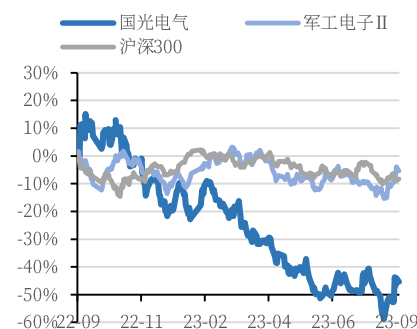
◆ 微波电真空器件领军民企，科技创新驱动发展。公司系原国营第七七六厂，是国家定点军用微波电真空器件“两厂两所”生产、科研基地之一，公司主营行波管、磁控管、充气微波开关管、微波固态器件、核工业设备、压力容器真空测控组件等产品的研制生产，并广泛应用于雷达、卫星通信、电子对抗、核工业、新能源等领域。公司始终坚持“以智慧实现理想，用科技铸就辉煌”的国光理念，不断推动技术创新以增强公司核心竞争力。

◆ 主营微波器件业务受降价及税改影响，整体营收业绩出现波动。2023H1公司营收（4.37亿元，-16.10%）同比下降，主要系微波器件收入规模下降所致，归母净利润（0.48亿元，-56.91%）出现明显负增长，主要系微波器件部分型号受整个行业的用户需求阶梯性降价及军用产品税制改革影响。公司毛利率（25.48%，-15.16pcts）出现大幅下降，主要系部分型号降价叠加低毛利率核工业设备及部件产品占比上升所致，在毛利率走低影响下，公司净利率（10.88%，-10.31pcts）同比明显下降。单看23Q2，公司实现营收（2.72亿元，同比-16.60%，环比+64.20%），归母净利润（0.27亿元，同比-60.56%，环比+32.76%），毛利率（22.32%，同比-17.12pcts，环比-8.33pcts），净利率（9.98%，同比-11.13pcts，环比+2.36pcts），总体来看营收业绩同比下降明显，环比有所提升，符合公司季节性营收确认规律。

公司基本数据

总股本(百万股)	108.38
总市值(百万)	9,186.58
流通股本(百万股)	34.47
流通市值(百万)	2,922.06
12月最高/最低价(元)	264.91/62.43
资产负债率(%)	22.42
每股净资产(元)	16.54
市盈率(TTM)	89.03
市净率(PB)	5.12
净资产收益率(%)	2.65

股价走势图



作者

梁晨 分析师
SAC执业证书：S0640519080001
联系电话：010-59562536
邮箱：liangc@avicsec.com

张超 分析师
SAC执业证书：S0640519070001
联系电话：010-59219568
邮箱：zhangchao@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

1

◆ 三费率有所增长，研发费用同比下降。2023H1 公司销售费用（801.30 万元，+1.91%）有所增加、管理费用（0.26 亿元，-8.58%）同比减少，主要系 2023H1 计入管理费用的年终奖低于上年同期所致，财务费用（-533.42 万元，+9.50%）同比增加，主要系 2023H1 利息收入同比减少，研发费用（0.20 亿元，-30.91%）明显下降，主要系部分研发项目在 2023H1 完成所致。综合来看公司三费率（6.62%，+0.73pcts）同比有所增加。

◆ 经营现金流同比出现改善，产品交付确认或存在一定延迟。2023H1 公司经营现金流净额（571.00 万元）同比增加，主要系 2023H1 较 2022H1 销售回款增加、实际入库税金减少所致，投资现金流净额（-0.39 亿元）明显下降，主要系 2023H1 募投项目投入增加所致，筹资现金流净额（-0.31 亿元）同比增加，主要系 2023H1 偿还到期的 3000 万银行短期借款和上年同期支付约 5000 万现金股利影响所致。2023H1 公司存货（2.53 亿元，-1.56%）有所下降，发出商品（0.14 亿元，+27.27%）及库存商品（0.35 亿元，+9.38%）同比增加，我们认为订单实现交付确认后，将进一步增厚公司利润。

◆ 募投项目面向研制交付能力提升，进一步扩大现有业务产能。公司投入募集资金 9.08 亿元，建设“科研生产综合楼及空天通信技术研发中心建设项目”，将重点针对行波管等产品进行预研，“特种电真空器件生产线项目”、“核工业领域非标设备及耐 CHZ 阀门产业化建设项目”及“压力容器安全附件产业化建设项目”旨在提升公司现有业务开发能力及交付能力。预计募投项目达产后，产能将得到进一步提升，增厚公司业绩。

◆ 低轨卫星牵引微波器件需求，核电产品及安全附件国产替代趋势确定。公司是国内唯一能够研制生产行波管等特种电真空器件的民营企业，在核工业领域专用泵、阀门以及 ITER 配套设备均为国内独供，此外民品真空检测仪器是国内唯一通过行业委员会鉴定和国家防爆认证的产品，技术达到国内领先水平。目前公司主营可分为三大业务条线，微波器件业务、核工业设备与部件业务及压力容器等民品业务，具体来看：

① 微波器件业务：

卫星通信中的高功率放大器主要采用电真空器件，用于卫星通信领域的空间行波管（STWT）起到末级信号放大作用，是各类卫星上有效载荷的核心部件。随着通信数据流量需求的持续提升，预计未来我国低轨卫星发射将进一步提速，牵引行波管需求提升。目前国内空间行波管供应商仅限于“两厂两所”，公司结合长期技术积淀及民企灵活性优势，有望快速抢占增

量市场。此外公司基于微波器件积淀拓展固态器件领域，产品面向机载及弹载相控阵雷达、电子对抗设备，未来有望进一步受益先进武器平台增量列装及国防装备信息化率提升。

② 核工业设备及部件业务：

公司核工业设备及部件业务可分为三个方向，ITER 方面，公司主要供应偏滤器、包层及热氦检漏设备等；核工业领域专用泵方面，公司自 2015 年开始自行研发全金属气体循环泵，目前已经开发出 2 个型号的气体循环泵原型产品，并进入试验测试阶段；核工业领域专用阀门方面，公司承接的科技部耐辐照小型阀门项目，目前已经成功完成 DN3 的小阀门的研制，且实现批量交付使用。预计募投项目达产后将进一步扩大现有业务产能，提升公司营收规模。

③ 真空器件等民品业务：

在民品领域，公司的核心产品为真空测控组件，此外还包括真空开关及灭弧室、民航餐车以及真空存储柜、真空工业炉等真空设备。公司研制的国产真空检测仪器已通过国家危化品储运装备技术与信息化工作委员会鉴定和国家防爆所防爆认证，综合性能达到国内领先、国际先进水平。公司募投项目预计新增相关产品年产能 13.7 万套，对应营收规模 6.2 亿元，项目达产后将进一步提升公司相关业务市占率，加速国产替代进程。

◆ **投资建议：**公司是国内唯一能够研制生产行波管等特种电真空器件的民营企业，在核工业领域设备及民用压力容器附件领域具有领先地位。具体投资建议如下：

- 1、公司深耕电真空管领域并逐渐拓展固态器件业务，产品结构变化与下游客户“以量换价”可能仍会对公司中短期毛利率持续产生影响，但产能提升伴随的规模效应将带来公司毛利率修复；
- 2、公司核工业设备及部件业务部分型号已进入交付验证阶段，或受益于国产化率提升及新机组需求快速增长；
- 3、公司压力容器附件产品处于国内领先地位，相关产品市占率仍处于较低水平，伴随未来产能释放将加速国产替代，长期将成为公司重要增长点；

我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 10.31 亿、13.65 亿元和 16.26 亿元，归母净利润分别为 1.69 亿元、2.30 亿元和 3.01 亿元，EPS 分别为 1.56 元、2.12 元和 2.78 元，我们给予“买入”评级。

◆ 风险提示：产能建设不及预期，产品价格波动，下游需求波动等。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	590.35	911.38	1031.45	1365.21	1626.45
增长率（%）	32.41	54.38	13.17	32.36	19.14
归母净利润（百万元）	164.86	166.05	169.35	229.95	301.14
增长率（%）	72.80	0.72	1.99	35.78	30.96
毛利率（%）	49.79	35.03	31.84	31.87	33.56
每股收益	1.52	1.53	1.56	2.12	2.78
市盈率 PE	48.23	47.88	52.83	38.90	29.71
市净率 PB	4.89	4.56	4.68	4.17	3.66
净资产收益率 ROE（%）	10.14	9.52	8.85	10.73	12.32

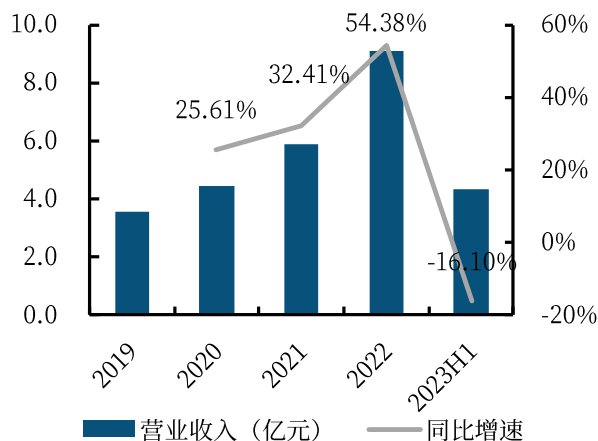
资料来源：iFind，中航证券研究所

各业务预测表（百万元）		2022A	2023E	2024E	2025E
微波器件	营收	486.55	386.56	468.74	556.73
	成本	274.18	226.29	282.14	328.19
	营收增长率	22.68%	-20.55%	21.26%	18.77%
	毛利率	43.65%	41.46%	39.81%	41.05%
核工业设备及部件	营收	367.70	581.37	821.42	973.47
	成本	269.02	423.76	587.15	677.24
	营收增长率	180.15%	58.11%	41.29%	18.51%
	毛利率	26.84%	27.11%	28.52%	30.43%
其他民用产品	营收	57.13	63.51	75.04	96.25
	成本	48.89	52.95	60.89	75.12
	营收增长率	-8.61%	11.17%	18.16%	28.26%
	毛利率	14.43%	16.63%	18.86%	21.95%
合计	营收	911.38	1031.45	1365.21	1626.45
	成本	592.09	703.01	930.18	1080.56
	营收增长率	54.38%	13.17%	32.36%	19.14%
	毛利率	35.03%	31.84%	31.87%	33.56%

资料来源：iFind，中航证券研究所

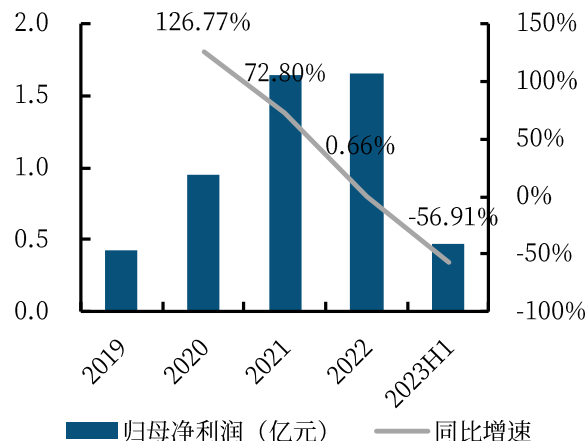
● 2019-2023 年公司中报主要财务数据

图1 公司营业收入及增速情况



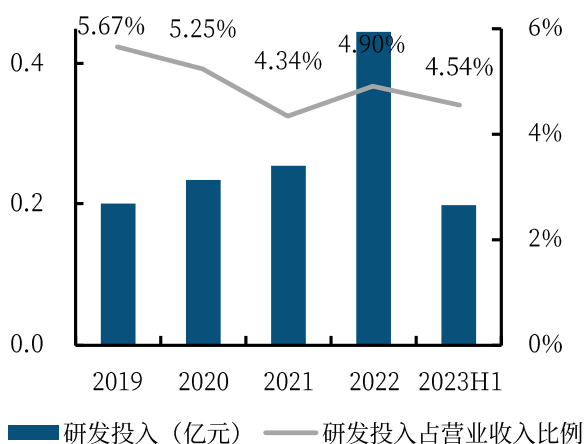
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



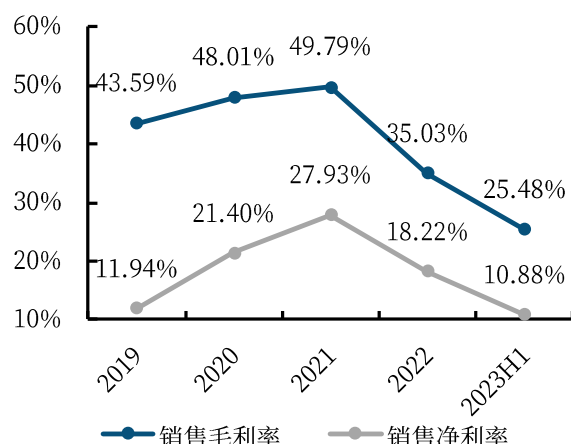
资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 公司研发费用情况



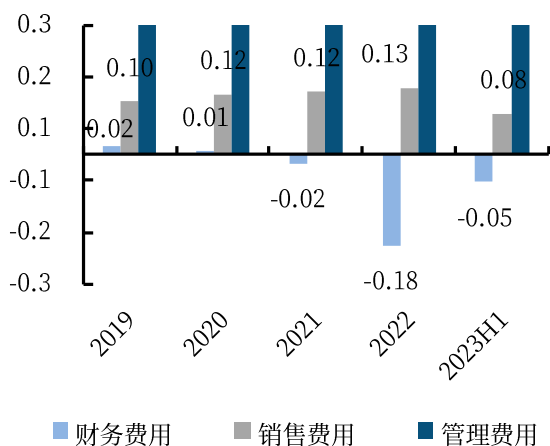
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 公司毛利率及净利率情况



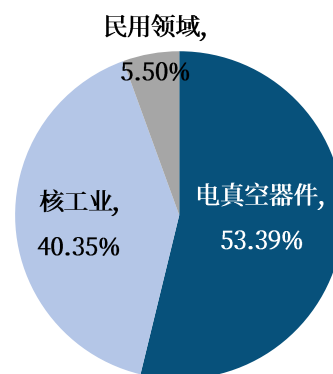
资料来源：Wind，中航证券研究所

图 5: 公司三费情况 (亿元)



资料来源：Wind，中航证券研究所

图 6: 公司 2022 年产品结构



资料来源：Wind，中航证券研究所

财务报表与财务指标

报表预测	单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润表						
营业收入	445.85	590.35	911.38	1,031.45	1,365.21	1,626.45
减: 营业成本	231.79	296.40	592.09	703.01	930.18	1,080.56
税金及附加	2.01	2.21	4.67	5.28	6.99	8.33
主营业务利润	212.06	291.74	314.62	323.15	428.04	537.56
减: 销售费用	11.74	12.27	12.98	15.47	20.48	24.40
管理费用	51.10	63.07	60.26	51.57	61.43	65.06
研发费用	23.43	25.60	44.65	49.67	63.85	78.01
财务费用	0.72	-1.73	-17.52	-14.63	-16.27	-18.02
经营性利润	125.07	192.52	214.25	221.07	298.54	388.11
加: 资产减值损失	-8.87	-1.73	-5.28	-5.98	-7.92	-9.43
信用减值损失	-9.49	-12.26	-24.17	-27.35	-36.20	-43.13
其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	5.11	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	1.40	11.51	2.02	3.20	4.21	3.01
营业利润	113.21	190.05	186.82	190.94	258.64	338.57
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.11	2.01	0.01	0.14	0.15	0.06
减: 营业外支出	2.74	0.85	0.54	1.08	0.79	0.77
利润总额	110.59	191.21	186.30	190.00	257.99	337.86
减: 所得税	15.18	26.35	20.25	20.65	28.04	36.72
净利润	95.41	164.86	166.05	169.35	229.95	301.14
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	95.41	164.86	166.05	169.35	229.95	301.14
资产负债表						
货币资金	151.81	1,095.72	989.94	1,054.27	1,119.84	1,286.75
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	114.72	93.06	153.41	173.62	229.81	273.78
应收账款	261.20	462.54	618.16	706.47	860.27	935.76
预付账款	4.21	3.24	5.48	5.65	7.48	8.91
其他应收款	1.53	2.45	2.30	2.60	3.44	4.10
存货	163.68	195.30	248.93	295.56	391.06	454.29
其他流动资产	2.54	0.00	6.20	7.01	9.28	11.06
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	6.60	6.98	6.62	5.39	4.16	2.93
固定资产和在建工程	146.03	135.79	165.32	183.49	206.76	231.23
无形资产和开发支出	6.98	6.78	6.83	5.18	3.53	1.88
其他非流动资产	12.09	16.43	45.18	43.21	41.24	41.24
资产总计	871.38	2,018.28	2,248.37	2,482.46	2,876.88	3,251.92
短期借款	30.00	30.04	30.03	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	10.43	17.79	62.42	74.11	98.06	113.92
应付账款	97.52	169.69	254.66	330.18	453.19	498.89
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	32.14	23.97	18.58	21.02	27.83	33.15
其他应付款	42.88	44.25	27.47	32.61	43.15	50.13
长期借款	0.00	0.54	1.08	0.90	0.72	0.53
其他负债	106.21	106.73	110.30	110.45	110.80	111.03
负债合计	319.18	393.02	504.53	569.28	733.74	807.65
股本	58.06	77.42	77.42	108.38	108.38	108.38
资本公积	336.69	1,223.48	1,223.48	1,192.52	1,192.52	1,192.52
留存收益	157.45	324.36	442.93	612.28	842.23	1,143.37
归属母公司股东权益	552.20	1,625.26	1,743.83	1,913.18	2,143.14	2,444.27
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	552.20	1,625.26	1,743.83	1,913.18	2,143.14	2,444.27
负债和股东权益合计	871.38	2,018.28	2,248.37	2,482.46	2,876.88	3,251.92
投入资本(IC)	474.98	619.17	876.14	962.95	1,160.53	1,320.70
现金流量表						
经营性现金净流量	37.33	51.53	11.70	180.16	174.87	299.32
投资性现金净流量	39.68	-11.78	-65.85	-100.25	-125.39	-150.25
筹资性现金净流量	-30.93	904.15	-51.64	-15.58	16.09	17.84
现金流量净额	46.07	943.92	-105.80	64.33	65.57	166.91

数据来源: iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637