



证券研究报告：电子 | 公司点评报告

2023年12月8日

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价（元）	9.02
总股本/流通股本（亿股）	8.33 / 8.09
总市值/流通市值（亿元）	75 / 73
52周内最高/最低价	15.48 / 6.47
资产负债率(%)	36.2%
市盈率	50.08
第一大股东	新的集团有限公司

研究所

分析师: 吴文吉
 SAC 登记编号:S1340523050004
 Email: wuwenji@cnpsec.com

旭光电子(600353)

电真空+军工板块稳健增长，
氮化铝业务培育发展新动能

● 投资要点

电真空业务稳健增长，新产品放量有望提升盈利能力。23Q1-Q3公司实现营收9.01亿元，同比+11.78%，实现归母净利润0.74亿元，同比+35.39%；实现扣非归母净利润0.66亿元，同比+24.97%。23H1公司实现营收6.01亿元，其中电真空器件/精密结构件/嵌入式计算机/氮化铝产品/智能电器分别实现营收4.34/0.95/0.51/0.15/0.11亿元；23H1公司电真空器件/精密结构件/嵌入式计算机/氮化铝产品/智能电器的毛利率分别为21.13%/42.28%/55.99%/30.38%/15.73%，整体销售毛利率为27.78%，随着军用嵌入式计算机产品与氮化铝产品的逐步放量及产品结构的持续优化，公司盈利能力有望进一步提升。

乘电力东风，电真空业务稳扎稳打。中电联《2023年上半年全国电力供需形势分析预测报告》指出：上半年国民经济恢复向好拉动电力消费增速同比提高，全国全社会用电量4.31万亿千瓦时，同比+5.0%；电网工程建设完成投资2054亿元，同比+7.8%。公司积极把握国家大力发展战略新型电力系统和电网建设加速机遇，深掘市场需求及推动优质客户战略合作，通过产品结构的持续优化带动高附加值产品销售占比提升，实现销售及盈利双增长。23H1公司电真空业务实现营收3.21亿元，同比+14.32%，其中开关管/电子管等其他产品实现营收2.67/0.54亿元，同比+15.39%/+9.31%。

军工板块“产能+效益”双提升。公司通过子公司易格机械与西安睿控分别对军用精密机械零部件与嵌入式计算机系统等进行深入布局：1) 23H1易格机械下游订单持续增长，其中战略合作客户量产订单大幅增加，次新客户批量订单快速增加，产业一体化优势稳步释放。2) 随着军工行业武器装备的迭代更新以及自主可控的加速推进，西安睿控军品订单陆续落地。23H1易格机械/西安睿控实现主营业务收入0.95/0.51亿元，同比+14.34%/+29.74%；实现净利润0.22/0.10亿元，同比+16.77%/+136.91%。

氮化铝粉体打破日本垄断困局，助推半导体材料国产替代。1) 氮化铝被广泛应用于新一代散热基板和电子封装等领域：作为电子陶瓷材料之一，氮化铝具有高强度、高体积电阻率、高绝缘耐压、热膨胀系数、与硅匹配度高等特性。2) 国产替代需求强烈：国内氮化铝行业起步较晚，日本企业凭其所掌握的粉体连续式生产技术和设备技术封锁，实现粉体垄断。随着国内半导体市场关键材料及零部件断供危机的日益加剧，氮化铝粉体国产化任务急迫。3) 2025年我国氮化铝粉体供应缺口达到3100吨：我国氮化铝粉体供不应求，据粉体网数据，2021年我国氮化铝粉体产量约为1200吨，预计2025年行业产量达到2500吨。根据公司公告，2021年我国氮化铝粉体需求量约为3400吨，供需缺口为2200吨。预计未来几年，我国氮化铝粉体需求量将

保持 15% 左右的增速，2025 年需求量预计达到约 5600 吨，供需缺口为 3100 吨。**4) 公司氮化铝粉体先发优势显著：**目前公司顺利完成了自主设计、国产首台套连续式氮化炉设备的装配与工艺调试等工作，成功实现高品质氮化铝粉体的连续化生产。各项技术指标达到设计要求，工艺成熟稳定，具备了设备定型和规模化推广条件，同时，公司连续化生产的氮化铝粉体已达国际先进水平，能够满足高热导基板及半导体设备用结构件等高端氮化铝产品用粉体需求，打破日本垄断。

立足氮化铝粉体自产技术优势，大力推进氮化铝基板、HTCC 及结构件。**1) 氮化铝粉体：**当前公司氮化铝粉体年化产能已达 240 吨、产品良率 85% 以上，并在缩短生产周期、降低能耗、提高生产效率、降低单位成本等方面取得显著成效。**2) 氮化铝基板：**完成了 7 条流延生产线的工艺调试和投产，目前已实现年化产能 300 万片、产品良率达 80% 以上，已在下游应用端的二十家企业进行了验证及实现供货，已成为国内氮化铝基板主要供应商。**3) 氮化铝 HTCC：**完成了自主原材料配方体系的开发、自主浆料体系的开发，小试产品通过了部分国内外客户认证，十余家客户已纳入合格供应商名单，预计年底前可实现批量出货，目前年化产能已达 5 万片。**4) 氮化铝结构件：**一期项目设计产能已达产，产品已通过了国内部分客户认证，公司所生产的大尺寸结构件已广泛应用于半导体光刻、刻蚀、薄膜、离子注入等工艺中，目前公司产品已经进入半导体设备的核心产业链；此外，公司与中科院某研究所联合开展“半导体用高超精密陶瓷部件”研制攻关，为加速半导体用静电卡盘与加热盘的国产化进程贡献力量。

● 投资建议：

我们预计公司 2023/2024/2025 年分别实现收入 13.16/20.42/27.59 亿元，实现归母净利润分别为 1.22/2.57/3.78 亿元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 62 倍、29 倍、20 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

宏观经济环境及市场竞争风险；汇率波动的风险；安全、环保风险；主要原材料价格波动风险；产品技术创新风险；市场竞争导致产品销售价格下降的风险；客户资信风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1141	1316	2042	2759
增长率(%)	13.36	15.31	55.18	35.09
EBITDA (百万元)	139.48	208.29	396.59	561.12
归属母公司净利润 (百万元)	100.12	121.99	257.30	378.45
增长率(%)	72.76	21.85	110.91	47.08
EPS (元/股)	0.12	0.15	0.31	0.45
市盈率 (P/E)	75.03	61.58	29.19	19.85
市净率 (P/B)	4.53	4.17	3.65	3.08
EV/EBITDA	59.73	34.07	18.71	13.51

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表									
营业收入	1141	1316	2042	2759	营业收入	13.4%	15.3%	55.2%	35.1%
营业成本	834	948	1448	1936	营业利润	51.5%	25.1%	112.6%	45.9%
税金及附加	7	9	13	18	归属于母公司净利润	72.8%	21.9%	110.9%	47.1%
销售费用	41	37	51	66	盈利能力				
管理费用	100	92	118	143	毛利率	26.9%	27.9%	29.1%	29.8%
研发费用	54	55	92	124	净利率	8.8%	9.3%	12.6%	13.7%
财务费用	1	6	4	8	ROE	6.0%	6.8%	12.5%	15.5%
资产减值损失	-4	0	0	0	ROIC	4.6%	7.1%	12.7%	15.5%
营业利润	130	163	346	505	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	36.2%	32.9%	37.0%	38.3%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	2.37	2.39	2.04	1.97
利润总额	130	163	346	505	营运能力				
所得税	10	13	28	41	应收账款周转率	2.03	1.99	2.33	2.18
净利润	120	150	319	465	存货周转率	4.31	4.31	5.25	4.93
归母净利润	100	122	257	378	总资产周转率	0.50	0.47	0.63	0.69
每股收益(元)	0.12	0.15	0.31	0.45	每股指标(元)				
资产负债表									
货币资金	433	680	385	250	每股收益	0.12	0.15	0.31	0.45
交易性金融资产	133	-307	-307	-307	每股净资产	1.99	2.16	2.47	2.93
应收票据及应收账款	858	927	1461	1980	估值比率				
预付款项	30	26	42	57	PE	75.03	61.58	29.19	19.85
存货	309	302	477	643	PB	4.53	4.17	3.65	3.08
流动资产合计	1872	1778	2277	2911	现金流量表				
固定资产	342	361	385	404	净利润	120	150	319	465
在建工程	185	276	381	494	折旧和摊销	39	40	46	48
无形资产	52	60	68	77	营运资本变动	-194	-159	-451	-432
非流动资产合计	879	1099	1290	1486	其他	-4	23	-11	-17
资产总计	2752	2877	3567	4397	经营活动现金流净额	-39	53	-97	63
短期借款	77	98	127	156	资本开支	-218	-197	-215	-221
应付票据及应付账款	343	350	545	735	其他	-381	367	-2	5
其他流动负债	370	294	444	589	投资活动现金流净额	-599	170	-217	-216
流动负债合计	791	743	1115	1480	股权融资	537	23	0	0
其他	204	204	204	204	债务融资	199	10	29	29
非流动负债合计	204	204	204	204	其他	138	-9	-10	-11
负债合计	995	947	1319	1684	筹资活动现金流净额	873	24	19	18
股本	592	833	833	833	现金及现金等价物净增加额	236	247	-295	-135
资本公积金	409	191	191	191					
未分配利润	525	629	848	1170					
少数股东权益	100	128	189	275					
其他	130	149	187	244					
所有者权益合计	1756	1929	2248	2713					
负债和所有者权益总计	2752	2877	3567	4397					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048