

2024年04月28日  
旭光电子(600353.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

其他电子零部件III

投资评级

**买入-A**  
**首次评级**

6个月目标价

8.41元

股价(2024-04-26)

6.59元

交易数据

总市值(百万元)	5,487.46
流通市值(百万元)	5,461.87
总股本(百万股)	832.69
流通股本(百万股)	828.81
12个月价格区间	5.61/12.88元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.4	-20.6	-39.4
绝对收益	-6.3	-13.1	-48.8

马良

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

相关报告

## 三大业务稳健成长，氮化铝应用有望加速

**事件:** 4月26日，公司发布2024年一季度报，单季度实现收入3.87亿元，同比增长51.12%；实现归母净利润0.25亿元，同比增长38.59%；实现扣非归母净利润0.20亿元，同比增长22.96%。此前公司已发布2023年报，2023年实现收入13.17亿元，同比增长15.38%；实现归母净利润0.93亿元，同比减少7.39%；实现扣非归母净利润0.72亿元，同比减少4.07%。剔除参股公司储翰科技的影响后，公司2023年实现归母净利润1.13亿元，同比增长30.74%。

### 主营业务业绩快速提升，一季度延续同比高增长：

2023年公司业绩下滑主要受到参股公司储翰科技受行业景气度和价格竞争等外部因素的影响，产品收入和利润均有所下滑，进而影响公司的投资收益亏损0.21亿元（2022年同期盈利0.13亿元），同比减少0.34亿元。若剔除储翰科技的影响，公司归母净利润为1.13亿元（剔除后2022年同期为0.87亿元），同比增长30.74%，反映出公司主营业务较强的盈利能力和发展潜力。公司多措并举拓市场、增订单、保交付，24Q1三大业务板块收入均实现稳定增长，单季度收入3.87亿元（yoy+51.12%，qoq-7.04%），归母净利润0.25亿元（yoy+38.59%，qoq+36.67%）。

### 电真空及军工业务稳定增长，氮化铝业务快速放量可期：

**1) 电力设备行业:** 全年营收7.40亿元（yoy+7.83%），毛利率14.72%（yoy-4.43pct）。公司践行高端化、国际化发展，分产品来看，**1.1) 真空灭弧室:** 产销规模均首次突破100万只，进一步巩固了市场领先地位，收入增长达到12.95%，显著高于国内电网建设的平均水平。一方面，公司与国网、南网等重点客户深度合作，并积极下沉用户工程市场；另一方面，公司紧抓海外电网更新换代的机遇，推动出海战略的实施。公司优化产品结构使得40.5kV及以上高压产品收入显著增长、实践高可靠性材料替代及节能降耗等措施、提升人均效能和产品一次合格率，从而部分缓解了原材料涨价与产品降价压力。2023年，公司在高压（126kV、252kV）、低频及其他创新应用等领域均取得一定突破。**1.2) 大功率射频电子管:** 用于光刻机等半导体设备领域的多个型号大功率电子管已通过客户验证并实现批量供货；可控核聚变领域中，公司研制的兆瓦级四极管成功填补国内空白；500kW大功率电子管成功实现百分之百国产化应用需求；和激光行业国际巨头用户完成多项高性能产品的研制及交付。**1.3) 新型电力及新能源成套设备:** 在海上风电、柔性直流电系统、环保型高压真空断路器研制等方面取得良好进展。

**2) 军工行业:** 全年营收3.29亿元（yoy+34.13%），毛利率46.58%（yoy+2.93pct），业绩增长超50%，利润占比过半。公司外延内生布

局“弹、机、舰”高价值领域，分产品来看，**2.1) 航空航天飞行器精密结构件**：易格机械全年营收 2.01 亿元 (yoy+27.31%)，归母净利润 0.48 亿元 (yoy+73.89%)，精密铸造、精密加工、装配调一体化制造优势凸显，业绩进入放量期。**2.2) 智能嵌入式计算机**：睿控创合全年营收 1.30 亿元 (yoy+45.88%)，归母净利润 0.22 亿元 (yoy+23.24%)，目前产品已成功应用于机载、舰载、车载等多个领域的武器装备和轨道交通领域。此外，公司本部亦在军用变频装置、气体开关器件等新产品开发取得重大进展。

**3) 电子材料行业**：全年营收 0.44 亿元 (yoy+105.12%)，毛利率 38.55% (yoy+0.71pct)。公司氮化铝粉体及陶瓷制品核心技术指标达到国内领先水平，打破了国外行业巨头的技术封锁和产品垄断。粉体端来看，公司成功解决了氮化铝材料的关键技术问题，使得氮化铝粉体的品质、量产规模、连续化生产装备达到了国内领先水平。制品端来看，**3.1) 氮化铝基板**：公司已成为国内主要供应商，一期项目设计产能已达产，良率超 80%。**3.2) 氮化铝 HTCC**：产品陆续通过国内外部分客户的认证并小批量供货，高精密氮化铝功能器件、芯片封装管壳等已应用于新能源汽车、军工等领域，年化产能达 5 万片。**3.3) 半导体领域结构件**：一期项目设计产能已达产，产品已通过国内外五十余家客户的认证，大尺寸结构件已用于半导体各工艺环节。**3.4) 光伏产业材料替代**：完成四个氮化铝材料替代新品的开发及交付验证，其中两个已经光伏头部客户验证通过并批量供货，剩余两个处于验证中。随着公司募投项目产能加速落地，氮化铝的应用前景将更加广阔。旭瓷公司全年营收 0.44 亿元 (yoy+64.65%)，归母净利润 0.03 亿元 (同比扭亏)，进入加速放量期。

#### 投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 18.06 亿元、23.78 亿元、32.03 亿元，归母净利润分别为 1.75 亿元、2.56 亿元、3.74 亿元。公司是国内首家具备全产业链商用氮化铝粉体—基板—结构件—HTCC 与高端功能器件产品量产能力的企业，有望深度受益国产替代，募投项目产能落地将支撑公司氮化铝业务加速释放业绩。考虑到公司具备较强的稀缺性与成长性，我们给予 2024 年 40 倍 PE，对应目标价 8.41 元，给予“买入-A”投资评级。

**风险提示**：下游需求不及预期；产品验证及导入不及预期；产能爬坡不及预期；市场竞争加剧及产品降价风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,141.2	1,316.8	1,805.6	2,378.4	3,203.0
净利润	100.1	92.7	175.1	255.5	374.3
每股收益(元)	0.12	0.11	0.21	0.31	0.45
每股净资产(元)	1.99	2.10	2.33	2.64	3.09

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	54.8	59.2	31.3	21.5	14.7
市净率(倍)	3.3	3.1	2.8	2.5	2.1
净利润率	8.8%	7.0%	9.7%	10.7%	11.7%
净资产收益率	6.0%	5.3%	9.0%	11.6%	14.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	10.5%	8.8%	13.1%	15.5%	18.1%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

**关键假设：**

1. 电力设备行业：开关管领域，公司作为国内真空开关龙头企业，有望充分受益国内电网建设及海外电网改造升级，并在国内柔性直流领域率先布局，在新型电力领域市场具备一定先发优势；电子管领域，公司有望在国产光刻机、可控核聚变等领域持续突破。我们假设 2024-2026 年电力设备业务收入增速分别为 26%、22%、18%，毛利率分别为 15.33%、15.61%、15.48%。
2. 军工行业：易格机械精密铸造、精密加工、装配调一体化制造优势凸显，业绩进入放量期；睿控创合产品应用领域不断拓宽，国产替代稳步推进。公司在国内军工市场客户资源丰富，可有效发挥业务协同效应和资源共享，产业链协同发展优势凸显。我们假设 2024-2026 年军工业务收入增速分别为 30%、30%、25%，毛利率分别为 47.16%、47.16%、47.16%。
3. 电子材料行业：公司氮化铝粉体及陶瓷制品核心技术指标达到国内领先水平，打破了国外行业巨头的技术封锁和产品垄断，目前客户验证及导入、产能扩张正在快速推进，氮化铝业务进入加速放量期。我们假设 2024-2026 年电子材料业务收入增速分别为 450%、100%、100%，毛利率分别为 40.00%、40.00%、40.00%。

**表1：旭光电子业务拆分**

单位：百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>合计</b>						
收入	1,006.76	1,141.24	1316.79	1805.58	2378.40	3203.02
YOY	12%	13%	15%	37%	32%	35%
毛利率(%)	22.28	26.91	26.70	28.60	29.74	31.08
归母净利润	57.95	100.12	92.71	175.07	255.54	374.27
YOY	8%	73%	-7%	89%	46%	46%
<b>1. 电力设备业务</b>						
收入	633.70	682.04	733.53	927.17	1131.58	1336.86
YOY	12%	8%	8%	26%	22%	18%
毛利率(%)	10.65	18.73	14.30	15.33	15.61	15.48
<b>2. 军工业务</b>						
收入	169.68	244.96	328.56	427.12	555.26	694.07
YOY	171%	44%	34%	30%	30%	25%
毛利率(%)	41.11	43.66	46.58	47.16	47.16	47.16
<b>3. 电子材料业务</b>						
收入		21.30	43.68	240.27	480.53	961.07
YOY			105%	450%	100%	100%
毛利率(%)		37.85	38.55	40.00	40.00	40.00
<b>4. 其他主营业务</b>						
收入	15.34	4.31	6.55	6.55	6.55	6.55
毛利率(%)	34.94	85.79	61.00	61.00	61.00	61.00
<b>5. 其他业务</b>						
收入	188.04	188.64	204.47	204.47	204.47	204.47
毛利率(%)	43.45	32.17	35.55	35.55	35.55	35.55

资料来源：Wind，国投证券研究中心测算

我们选取国光电气（电子真空器件）、国力股份（电子真空器件）、国瓷材料（电子陶瓷材料）作为可比公司，可比公司 2024-2026 年 Wind 一致预期 PE 分别为 26.35、17.88、18.38 倍。我们预计旭光电子 2024-2026 年归母净利润分别为 1.75 亿元、2.56 亿元、3.74 亿元，对应 PE 分别为 31.35、21.47、14.66 倍。旭光电子是国内首具备全产业链商用氮化铝粉体—基板—结构件—HTCC 与高端功能器件产品量产能力的企业，有望深度受益国产替代，募投项目产能落地将支撑公司氮化铝业务加速释放业绩。考虑到公司具备较强的稀缺性与成长性，我们给予 2024 年 40 倍 PE，对应目标价 8.41 元，给予“买入-A”投资评级。

表2：可比公司估值表

证券代码	证券简称	EPS (元)				PE			
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
688776.SH	国光电气	0.83	2.15	3.05	3.22	116.82	30.28	21.32	20.20
688103.SH	国力股份	0.67	1.35	2.51	0.00	73.80	24.10	13.00	
300285.SZ	国瓷材料	0.57	0.77	0.97	1.14	40.78	24.67	19.33	16.56
可比公司均值						77.13	26.35	17.88	18.38
600353.SH	旭光电子	0.11	0.21	0.31	0.45	59.19	31.35	21.47	14.66

资料来源：Wind，国投证券研究中心测算

注：可比公司采用 Wind 一致预期，旭光电子采用国投证券预测值

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1,141.2	1,316.8	1,805.6	2,378.4	3,203.0	<b>成长性</b>					
减:营业成本	834.1	965.3	1,289.2	1,671.0	2,207.6	营业收入增长率	13.4%	15.4%	37.1%	31.7%	34.7%
营业税费	7.4	9.2	12.2	16.1	22.0	营业利润增长率	51.5%	1.2%	76.0%	45.9%	46.4%
销售费用	41.0	45.9	56.0	69.0	92.9	净利润增长率	72.8%	-7.4%	88.8%	46.0%	46.5%
管理费用	99.8	95.8	128.2	166.5	224.2	EBITDA 增长率	36.2%	-1.6%	90.3%	42.9%	42.9%
研发费用	54.1	59.5	75.8	95.1	121.7	EBIT 增长率	39.3%	-7.0%	116.5%	46.7%	47.0%
财务费用	0.5	7.8	10.2	16.8	26.5	NOPLAT 增长率	41.2%	-0.3%	83.6%	46.7%	47.0%
加:资产/信用减值损失	-14.6	-10.6	-10.5	-11.9	-11.0	投资资本增长率	18.4%	23.1%	24.0%	25.8%	24.0%
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	28.9%	5.6%	12.4%	14.8%	18.8%
投资和汇兑收益	30.2	-18.5	8.7	6.8	-1.0						
<b>营业利润</b>	130.3	131.9	232.2	338.8	496.2	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-	-1.1	-0.4	-0.5	-0.6	毛利率	26.9%	26.7%	28.6%	29.7%	31.1%
<b>利润总额</b>	130.3	130.8	231.8	338.3	495.5	营业利润率	11.4%	10.0%	12.9%	14.2%	15.5%
减:所得税	10.2	18.3	20.9	30.4	44.6	净利润率	8.8%	7.0%	9.7%	10.7%	11.7%
<b>净利润</b>	100.1	92.7	175.1	255.5	374.3	EBITDA/营业收入	13.7%	11.7%	16.2%	17.6%	18.6%
						EBIT/营业收入	10.5%	8.5%	13.4%	15.0%	16.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	101	111	105	95	81
货币资金	433.3	220.1	144.4	190.3	256.2	流动营业资本周转天数	198	203	202	208	212
交易性金融资产	133.0	122.0	122.0	122.0	122.0	流动资产周转天数	494	525	418	405	396
应收帐款	654.3	821.5	989.5	1,484.4	1,893.6	应收帐款周转天数	179	202	181	187	190
应收票据	211.2	266.5	383.9	480.0	679.6	存货周转天数	83	93	79	82	82
预付帐款	29.7	24.4	37.7	52.8	63.7	总资产周转天数	725	786	628	576	533
存货	308.7	373.2	419.0	669.9	781.5	投资资本周转天数	397	416	375	356	330
其他流动资产	102.1	143.7	126.5	124.1	131.4						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	6.0%	5.3%	9.0%	11.6%	14.6%
长期股权投资	134.2	124.2	124.2	124.2	124.2	ROA	4.4%	3.8%	6.4%	7.2%	8.7%
投资性房地产	9.8	6.3	6.3	6.3	6.3	ROIC	10.5%	8.8%	13.1%	15.5%	18.1%
固定资产	342.4	471.6	581.3	678.8	764.0	<b>费用率</b>					
在建工程	175.5	104.6	104.6	104.6	104.6	销售费用率	3.6%	3.5%	3.1%	2.9%	2.9%
无形资产	64.4	88.6	78.9	69.3	59.6	管理费用率	8.7%	7.3%	7.1%	7.0%	7.0%
其他非流动资产	153.1	231.0	187.8	195.9	202.3	研发费用率	4.7%	4.5%	4.2%	4.0%	3.8%
<b>资产总额</b>	2,751.6	2,997.7	3,306.1	4,302.6	5,189.1	财务费用率	0.0%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%
短期债务	77.5	116.1	142.9	158.0	184.2	四费/营业收入	17.1%	15.9%	15.0%	14.6%	14.5%
应付帐款	514.2	525.8	616.1	994.9	1,159.2	<b>偿债能力</b>					
应付票据	10.2	8.0	13.5	17.8	22.2	资产负债率	36.2%	38.1%	37.0%	44.4%	45.2%
其他流动负债	189.2	231.6	195.2	207.9	218.7	负债权益比	56.7%	61.7%	58.6%	79.9%	82.5%
长期借款	152.5	161.1	192.5	460.3	683.7	流动比率	2.37	2.24	2.30	2.27	2.48
其他非流动负债	51.7	100.8	61.7	71.4	78.0	速动比率	1.98	1.81	1.86	1.78	1.99
<b>负债总额</b>	995.2	1,143.5	1,221.8	1,910.4	2,345.9	利息保障倍数	221.55	14.28	23.70	21.17	19.75
少数股东权益	99.8	109.4	145.2	197.5	274.2	<b>分红指标</b>					
股本	592.0	832.8	832.7	832.7	832.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	1,064.6	931.4	1,106.5	1,362.0	1,736.3	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	1,756.4	1,854.3	2,084.4	2,392.2	2,843.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 现金流量表

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	业绩和估值指标					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	120.1	112.5	175.1	255.5	374.3	EPS(元)	0.12	0.11	0.21	0.31	0.45
加:折旧和摊销	36.1	42.5	49.9	62.2	74.5	BVPS(元)	1.99	2.10	2.33	2.64	3.09
资产减值准备	14.6	10.6	-	-	-	PE(X)	54.8	59.2	31.3	21.5	14.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.3	3.1	2.8	2.5	2.1
财务费用	4.6	9.6	10.2	16.8	26.5	P/FCF	60.7	-31.9	-31.5	3,536.7	-1,285.7
投资收益	-30.2	18.5	-8.7	-6.8	1.0	P/S	4.8	4.2	3.0	2.3	1.7
少数股东损益	20.0	19.8	35.9	52.3	76.7	EV/EBITDA	52.7	49.1	19.3	14.2	10.3
营运资金的变动	-127.1	-212.0	-259.7	-458.9	-559.3	CAGR(%)	36.9%	58.8%	38.7%	36.9%	58.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	-39.0	-12.5	2.7	-78.8	-6.5	PEG	1.5	1.0	0.8	0.6	0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	-598.8	-122.4	-141.3	-143.2	-151.0	ROIC/WACC	1.0	0.9	1.3	1.5	1.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	873.0	-78.3	62.9	267.8	223.4	REP	5.8	5.1	2.1	1.5	1.1

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034