

2025 年 05 月 08 日

25 年迎业绩拐点，军品、半导体有望翻倍

国力股份(688103)

评级：	买入	股票代码：	688103
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	55.55/25.8
目标价格：		总市值(亿)	50.98
最新收盘价：	53.49	自由流通市值(亿)	50.98
		自由流通股数(百万)	95.32

事件概述：

公司披露 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年营业收入 7.92 亿元，同比增长 14.46%，归母净利润 0.30 亿元，同比下降 52.89%；25Q1 营业收入 2.30 亿元，同比增长 59.41%；归母净利润 0.12 亿元，同比增长 183.46%。

分析判断：

► 2025 年迎业绩拐点，高毛利军品、半导体业务有望实现翻倍增长

分业务来看，2024 年真空继电器（军工）、直接接触器（新能源车及充电设施）、交流接触器（风光储）、真空电容器（半导体）、真空有源器件（大科学装置）分别实现收入 1.20、4.13、1.34、0.73、0.38 亿元，同比增速分别-3.92%、+28.29%、-14.85%、+81.18%、+27.05%，毛利率分别为 62.47%、19.50%、15.73%、41.88%、51.65%。由于新能源产品受降价影响、高毛利军品交付减少，公司 24 年综合毛利率下降 7.12 pct 至 29.36%。但我们认为，军品业务恢复明显，随着未来军品占比不断提升，且半导体产品实现批量供应，公司整体盈利水平有望回升。从整体规模上来看，我们认为，2025 年将是公司业绩拐点，军品及半导体业务或有望实现翻倍增长。

► 军工：需求明显恢复叠加升级换代，控制盒加速交付

据 2024 年年报，公司是进入市场较早的国产军用真空继电器供应商，近年来又陆续开发了军用直流接触器市场，产品型号和应用场景不断扩充，销售收入稳步提高。2024 年公司完成无线化集成高压控制盒项目，启动新一代平台化高功率控制盒研发；大功率高压直流智能配电系统项目进展顺利，直流接触器下游延伸产品获高端客户认可，进入系列化阶段。公司特种业务控制盒产品在 2024 年 6 月开始批量交付。据 25 年 3 月 11 日投关信息表，公司各主要业务板块的客户需求均比较乐观；防务领域的控制盒也在稳定交付，真空继电器的交付预计在今年逐步恢复。我们认为，特种控制盒是公司近年最为重要的产品之一，前期受行业需求等影响，较难兑现。而自去年底以来，控制盒实现批量交付，公司能力得以验证，后续也有望开拓更多元客户，持续释放业绩。

► 半导体：验证加速，实现华为产品出货，预计今年收入显著增加

公司是国内半导体设备电子器件发展较早的供应商之一，公司产品广泛应用于等离子体刻蚀、增强气相沉积、气相清洗等设备中。据 2024 年年报，公司成功研发高耐压射频快速继电器，进入小批量生产阶段，应用于射频通信系统及高电压隔离系统；完成高性能精细化真空电容器及配套马达驱动、控制系统的研发，产品获国内半导体高端客户认可，实现批量交付。

据 24 年 5 月 21 日、6 月 12 日投关记录表，2024 年公司与华为技术的半导体业务持续推进，目前已经完成一定量的产品出货，且在本批次产品交付完成之后，客户还会增加产品供给需求。同时公司与北方华创、中微公司等主要半导体设备制造商的产品验证也取得阶段性进展。据公司官微 25 年 3 月 27 日发布，公司获国内半导体设备头部新锐企业“2024 年度突出贡献供应商奖”，表彰公司研发团队在关键部件开发的努力付出。我们认为，随着国产替代趋势加速及公司产品良率不断提高，2025 年公司半导体业务收入会明显增加。

► 新能源：内外需求共振，eVTOL 增长值得期待

据 2024 年年报，公司开发新一代 Y 系列车载高压直流接触器及 400-900kW 系列化储能高压大电流接触器，产品性能优异，已在新能源领域客户的新一代系统中推广使用，实现批量交付。此外，据公司在问答平台回复，公司在 eVTOL 领域已有收入，且具备相关研发团队与技术基础。低空载人是未来低空经济发展最重要的应用场景，eVTOL 是最具增长潜力的环节。公司同时在汽车、航空领域有系列产品及技术积累，拓展 eVTOL 市场优势极大，我们预计新能源板块将持续提供有力的业绩支撑。

同时，公司积极开拓海外市场，24 年 7 月 15 日，公司公告控股子公司国力源通收到国外知名汽车制造企业两个项目的定点通知书，为其纯电项目和插混项目供应模块化轻量化配电装置，项目预计从 2025 年开始交付，生命周期均为 6 年，含税总金额约为 1.60 亿欧元。此次获国外知名厂商定点通知书，验证公司产品和技术实力，有望进一步打开全球市场。

► 大科学装置：签订 5.66 亿元新订单，未来需求持续增长

公司是大科学装置领域核心器件供应商，致力于实现关键元器件的进口替代。目前在大科学装置的一系列氦闸流管元器件上已经完全实现了进口替代，各项指标均已达到国际先进水平。在速调管方面，公司是国内唯一有能力研发、生产和制造 P 波段大功率连续波和脉冲型速调管的厂家，目前已经为各大科学装置研发制造了 4 种类型的 P 波段大功率速调管且均通过了专家验收，各项技术指标均达到了国际领先水平。

订单方面，24 年 9 月 27 日，公司披露中标“中国科学院高能物理研究所 CSNS-II 超导椭圆腔和散束腔 648MHz 速调管采购项目(第二次)”，金额为 5.66 亿元。据 24 年 11 月 6 日投关信息表，10 月中国科学院高能物理研究所王贻芳院士、中国科学院高能物理研究所副所长李煜辉研究员一行到访昆山国力研究院。公司与中科院高能物理所在 CEPC 速调管项目上紧密合作，共同攻克了一系列技术难题，取得了显著成果。据 25 年 3 月 11 日投关信息表，公司有源器件下游应用场景逐渐增多，包括 FLASH 放疗、金属冶炼、人造钻石生长业务等，公司有源器件的需求未来会持续增长。

投资建议

公司是国内电子真空器件龙头厂家，产品稀缺性、技术壁垒较强。新能源下游稳定增长构筑业绩安全垫；军工业务随固态配电技术突破叠加新机放量，中短期增长性凸显；半导体业务随国产替代进程加速，长期成长可期。考虑到军品交付节奏存在不确定性等，我们调整公司 2025-2026 年盈利预测，并增加 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 11.73/15.29/19.16 亿元（此前 25、26 年分别为 13.55/17.54 亿元），归母净利润 1.25/2.07/3.02 亿元（此前 25、26 年分别为 2.02/3.05 亿元），EPS 分别 1.32/2.17/3.17 元（此前 25、26 年分别为 2.11/3.18 元）。对应 2025 年 5 月 8 日 53.49 元/股收盘价，PE 分别为 41/25/17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新能源领域下降风险、下游应用拓展风险、海外市场销售风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	692	792	1,173	1,529	1,916
YoY (%)	-1.1%	14.5%	48.0%	30.3%	25.3%
归母净利润(百万元)	64	30	125	207	302
YoY (%)	-24.9%	-52.9%	314.8%	65.2%	45.9%
毛利率 (%)	36.5%	29.4%	32.3%	33.3%	33.8%
每股收益 (元)	0.67	0.32	1.32	2.17	3.17
ROE	5.7%	2.7%	9.9%	14.1%	17.1%
市盈率	79.84	167.16	40.65	24.60	16.87

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

分析师: 林熹

邮箱: linxi2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524100005

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	792	1,173	1,529	1,916	净利润	31	127	209	305
YoY (%)	14.5%	48.0%	30.3%	25.3%	折旧和摊销	42	48	54	60
营业成本	560	794	1,020	1,269	营运资金变动	-42	-171	143	-194
营业税金及附加	5	8	10	12	经营活动现金流	36	-8	392	154
销售费用	26	39	49	57	资本开支	-79	-108	-108	-108
管理费用	84	117	138	153	投资	0	0	0	0
财务费用	14	0	0	0	投资活动现金流	-65	-99	-96	-93
研发费用	87	106	122	140	股权募资	0	-2	0	0
资产减值损失	-6	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	7	9	12	15	筹资活动现金流	-45	-2	0	0
营业利润	25	137	226	328	现金净流量	-75	-108	297	61
营业外收支	1	2	2	2	主要财务指标				
利润总额	26	139	228	330	成长能力				
所得税	-4	13	18	25	营业收入增长率	14.5%	48.0%	30.3%	25.3%
净利润	31	127	209	305	净利润增长率	-52.9%	314.8%	65.2%	45.9%
归属于母公司净利润	30	125	207	302	盈利能力				
YoY (%)	-52.9%	314.8%	65.2%	45.9%	毛利率	29.4%	32.3%	33.3%	33.8%
每股收益	0.32	1.32	2.17	3.17	净利率	3.8%	10.7%	13.6%	15.8%
资产负债表（百万元）					总资产收益率 ROA	1.4%	5.2%	7.5%	9.7%
货币资金	748	639	936	997	净资产收益率 ROE	2.7%	9.9%	14.1%	17.1%
预付款项	6	8	10	13	偿债能力				
存货	271	346	334	442	流动比率	2.78	2.65	2.60	2.78
其他流动资产	578	755	739	889	速动比率	2.29	2.09	2.13	2.20
流动资产合计	1,603	1,748	2,019	2,340	现金比率	1.30	0.97	1.21	1.18
长期股权投资	10	10	10	10	资产负债率	48.3%	47.6%	46.2%	42.8%
固定资产	331	362	395	428	经营效率				
无形资产	18	24	30	36	总资产周转率	0.37	0.51	0.59	0.65
非流动资产合计	611	673	729	779	每股指标（元）				
资产合计	2,214	2,421	2,748	3,119	每股收益	0.32	1.32	2.17	3.17
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	11.95	13.24	15.42	18.59
应付账款及票据	510	571	676	720	每股经营现金流	0.38	-0.08	4.12	1.62
其他流动负债	67	88	100	122	每股股利	0.21	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	576	659	776	842	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	167.16	40.65	24.60	16.87
其他长期负债	493	493	493	493	PB	3.40	4.04	3.47	2.88
非流动负债合计	493	493	493	493					
负债合计	1,069	1,151	1,269	1,334					
股本	95	95	95	95					
少数股东权益	6	7	9	13					
股东权益合计	1,145	1,270	1,479	1,784					
负债和股东权益合计	2,214	2,421	2,748	3,119					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

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。