

一季度收入稳健增长，氮化铝业务利润率处于爬坡期

公司点评报告

核心看点

公司 23Q1 实现营业收入 2.56 亿元，同比+12%；实现归母净利润 0.18 亿元，同比+71%，扣非后归母净利润 0.17 亿元，同比+61%；毛利率 26.33%，同比+0.63pct。

公司全年军工板块业绩确定性较强，预计 23 年子公司易格和睿控可实现 30-40% 的收入同比增速，军工业务或成为主要净利润贡献来源。公司持续受益于下游军工对导弹和军用飞机的旺盛需求，子公司易格从事的导引头结构件等精密零部件产品下游订单量饱满，随火药量紧缺等影响逐步消退，预计 23 年收入增速可达 30% 以上。子公司睿控创合前期参与的研制任务正逐步转化为成果，随在途项目不断落地，预计 23 年睿控有望实现 40% 以上的收入增速。

传统电真空板块预计全年以稳健速度增长，可关注柔性直流推广带来的机会。公司下游需求主要取决于输电网的建设和改造升级。现阶段新能源并网压力逐步显现，需要通过加快电网建设保障新能源的可持续发展，公司作为国内开关管行业龙头，有望继续受益于电网投资力度的加大。我们谨慎预计公司 23 年传统业务板块以 10% 左右速度稳健增长，同时关注柔性直流工程推广给公司带来的快速机械开关方面的机会。

公司氮化铝业务收入预计从 Q1 开始逐步释放，利润率尚处于爬坡期，全年保守估算可为公司贡献 1.5-2 亿元收入。公司从上游粉体到下游基板、结构件进行一体化布局，目前已掌握了连续煅烧粉体的核心工艺，在国内已形成较强的技术壁垒。截至 Q1 公司已完成 200 吨/年粉体产能的建设，预计 2024 年底将形成 500 吨粉体的年产能。目前国内氮化铝产品处于供不应求的状态，公司下游订单充足，随产能快速爬坡，我们保守测算 23 年氮化铝业务有望为公司贡献 1.7 亿元左右的收入，成为公司收入弹性最大的板块。

投资建议

公司军工板块受益于下游高景气度下的旺盛需求，传统电真空业务板块也将随国家电力投资力度加大而稳健发展，两块业务增长确定性较强；公司的氮化铝业务随产能的快速爬坡逐步释放，下游需求旺盛，有望成为 23 年业绩弹性最大的板块。我们预计 2023-2025 年公司营业收入 15/19/25 亿元，归母净利润分别为 1.6/2.2/3.1 亿元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示

行业竞争格局恶化的风险；氮化铝产能爬坡速度不及预期的风险。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1141.24	1531.39	1901.16	2548.11
增长率 (%)	13.36	34.19	24.15	34.03
归母净利润	100.12	156.63	218.49	314.29
增长率 (%)	72.76	56.45	39.49	43.85
EPS (元/股)	0.18	0.26	0.37	0.53
市盈率 (P/E)	79.84	47.21	33.84	23.53
市净率 (P/B)	5.14	4.08	3.64	3.15

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 基于 2023 年 4 月 27 日收盘价

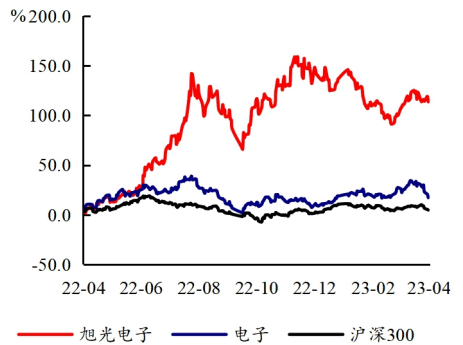
请仔细阅读报告尾页的免责声明

评级 强烈推荐 (维持)

报告作者

作者姓名 彭琦
资格证书 S1710522060001
电子邮箱 pengq887@easec.com.cn
联系人 沈晓涵
电子邮箱 shenxh@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	592.01
流通 A 股/B 股(百万股)	592.01/0.00
资产负债率(%)	36.17
每股净资产(元)	2.80
市净率(倍)	4.60
净资产收益率(加权)	8.99
12 个月内最高/最低价	15.59/6.02

相关研究

《【电子】旭光电子 (600353.SH): 军工业务快速起量, 氮化铝打开第二成长曲线_20230412》2023.04.12

1. 核心观点

公司 23Q1 实现营业收入 2.56 亿元，同比+12%；实现归母净利润 0.18 亿元，同比+71%，扣非后归母净利润 0.17 亿元，同比+61%；毛利率 26.33%，同比+0.63pct。公司 Q1 费用控制情况良好，销售/管理/研发费用率为 2.23%/7.74%/4.69%，分别同比+0.6/+0.04/-0.27pct；Q1 归属于少数股东损益 25 万元，同比减少推测主要受 22 年底公司增持易格股权影响以及旭瓷氮化铝业务利润率尚处于爬坡期影响。

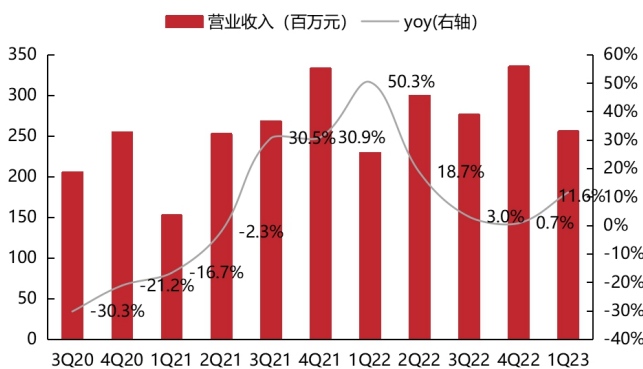
公司全年军工板块业绩确定性较强，预计 23 年子公司易格和睿控可实现 30-40% 的收入同比增速，军工业务成为主要净利润贡献来源。公司持续受益于下游军工对导弹和军用飞机的旺盛需求，子公司易格从事的导引头结构件等精密零部件产品下游订单量饱满，随火药量紧缺等影响逐步消退，预计 23 年收入增速可达 30% 以上。子公司睿控创合前期参与的研制任务正逐步转化为成果，随在途项目不断落地，预计 23 年睿控有望实现 40% 以上的收入增速。

传统电真空板块预计全年以稳健速度增长，可关注柔性直流推广带来的机会。公司下游需求主要取决于输电网的建设和改造升级。现阶段新能源并网压力逐步显现，需要通过加快电网建设保障新能源的可持续发展，公司作为国内开关管行业龙头，有望继续受益于电网投资力度的加大。我们谨慎预计公司 23 年传统业务板块以 10% 左右速度稳健增长，同时关注柔性直流工程推广给公司带来的快速机械开关方面的机会。

公司氮化铝业务收入预计从 Q1 开始逐步释放，全年保守估算可为公司贡献 1.5-2 亿元收入。公司从上游粉体到下游基板、结构件进行一体化布局，目前已掌握了连续煅烧粉体的核心工艺，在国内已形成较强的技术壁垒。截至 Q1 公司已完成 200 吨粉体年产能的建设，预计 23 年底有望形成 250 吨粉体年产能，24 年底将形成 500 吨粉体年产能。目前国内氮化铝产品处于供不应求的状态，公司下游订单充足，随产能快速爬坡，我们保守测算 23 年氮化铝业务有望为公司贡献 1.5-2 亿元收入，成为公司收入弹性最大的板块。

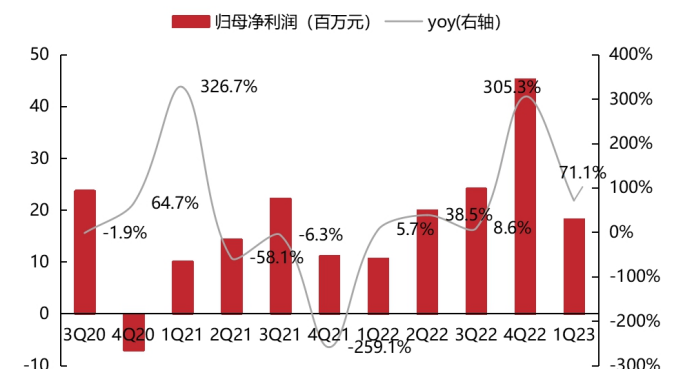
2. 财务概要一览

图表 1. 公司 23Q1 收入同比增长



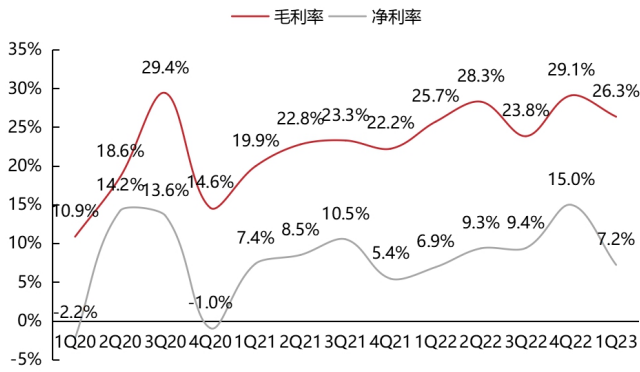
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 2. 公司单季度归母净利润变动



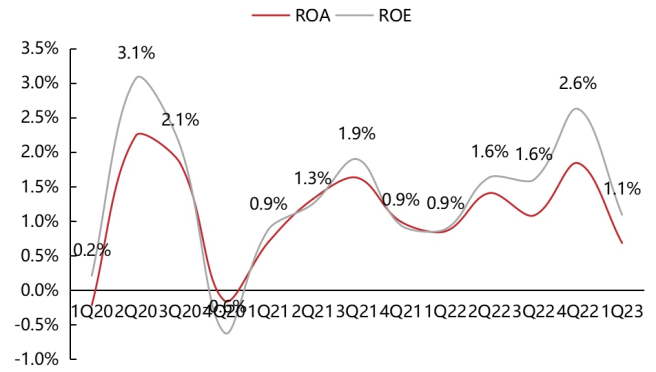
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 3. 公司毛利率/净利率变动



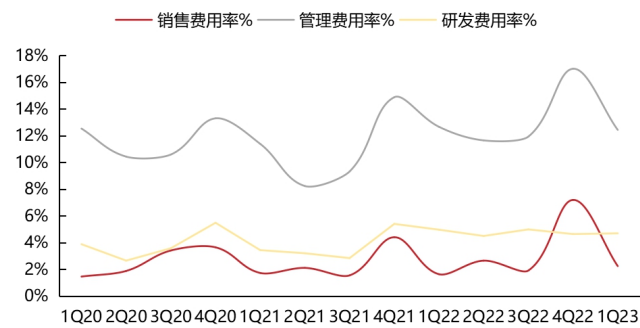
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 4. 公司 ROA/ROE 变动



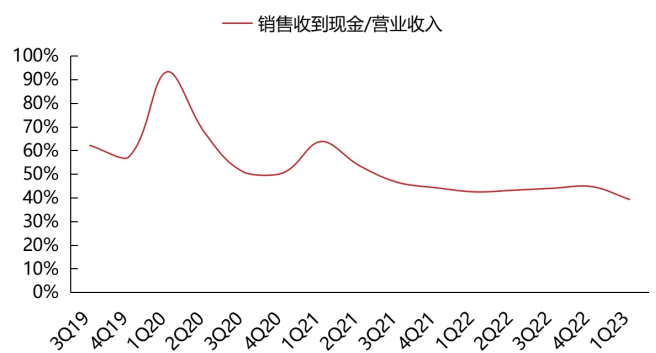
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 5. 公司费用率变动



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 6. 公司现金流情况



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3. 投资建议

公司军工板块受益于下游高景气度下的旺盛需求,传统电真空业务板块也将随国家电力投资力度加大而稳健发展,两块业务增长确定性较强;公司的氮化铝业务随产能的快速爬坡逐步释放,下游需求旺盛,有望成为 23 年业绩弹性最大的板块。我们预计 2023-2025 年公司营业收入 15/19/25 亿元,归母净利润分别为 1.6/2.2/3.1 亿元,维持“强烈推荐”评级。

4. 风险提示

行业竞争格局恶化的风险:公司所在的开关管市场行业进入壁垒不高,国内外真空开关管厂家不断增加,供大于求局面加剧,行业中低端市场竞争日益激烈。若公司在产品成本优势难以保持,则可能会在市场竞争中面临较大挑战。

氮化铝产能爬坡速度不及预期的风险:若公司在连续炉生产和调试中进度慢于预期,则可能影响氮化铝粉体、基板和结构件良率提升,并会影响公司氮化铝产能建设速度,进而影响下游订单的签署和销售收入的释放。

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1141.24	1531.39	1901.16	2548.11
%同比增速	13.36%	34.19%	24.15%	34.03%
营业成本	834.12	1055.82	1267.21	1608.69
毛利	307.12	475.57	633.95	939.42
%营业收入	26.91%	31.05%	33.35%	36.87%
税金及附加	7.41	10.72	13.31	17.84
%营业收入	0.65%	0.70%	0.70%	0.70%
销售费用	41.01	61.26	66.54	101.92
%营业收入	3.59%	4.00%	3.50%	4.00%
管理费用	99.80	122.51	142.59	203.85
%营业收入	8.75%	8.00%	7.50%	8.00%
研发费用	54.13	73.51	104.56	140.15
%营业收入	4.74%	4.80%	5.50%	5.50%
财务费用	0.54	-3.13	-3.57	-2.01
%营业收入	0.05%	-0.20%	-0.19%	-0.08%
资产减值损失	-3.55	-1.00	0.00	0.00
信用减值损失	-11.06	-10.00	-5.00	-5.00
其他收益	10.48	7.66	9.51	12.74
投资收益	30.20	15.31	19.01	25.48
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.01	0.00	0.00	0.00
营业利润	130.28	222.68	334.04	510.90
%营业收入	11.42%	14.54%	17.57%	20.05%
营业外收支	0.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	130.30	222.68	334.04	510.90
%营业收入	11.42%	14.54%	17.57%	20.05%
所得税费用	10.21	22.27	33.40	51.09
净利润	120.09	200.41	300.64	459.81
%营业收入	10.52%	13.09%	15.81%	18.05%
归属于母公司的净利润	100.12	156.63	218.49	314.29
%同比增速	72.76%	56.45%	39.49%	43.85%
少数股东损益	19.98	43.78	82.15	145.52
EPS (元/股)	0.18	0.26	0.37	0.53

基本指标	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.18	0.26	0.37	0.53
BVPS	2.80	3.06	3.43	3.96
PE	79.84	47.21	33.84	23.53
PEG	1.10	0.84	0.86	0.54
PB	5.14	4.08	3.64	3.15
EV/EBITDA	59.73	27.22	20.14	13.34
ROE	6%	9%	11%	13%

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	433	463	359	508
交易性金融资产	133	133	133	133
应收账款及应收票据	858	987	1300	1776
存货	309	218	414	390
预付账款	30	21	25	32
其他流动资产	110	176	216	285
流动资产合计	1872	1998	2448	3124
长期股权投资	134	134	134	134
投资性房地产	10	10	10	10
固定资产合计	342	371	382	379
无形资产	52	50	48	46
商誉	86	86	86	86
递延所得税资产	21	21	21	21
其他非流动资产	234	179	140	113
资产总计	2752	2849	3268	3912
短期借款	77	77	77	77
应付票据及应付账款	343	390	490	627
预收账款	4	6	8	10
应付职工薪酬	66	74	76	97
应交税费	32	43	53	71
其他流动负债	268	98	102	109
流动负债合计	791	688	806	991
长期借款	153	153	153	153
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	19	19	19	19
其他非流动负债	33	33	33	33
负债合计	995	892	1011	1195
归属于母公司的所有者权益	1657	1813	2032	2346
少数股东权益	100	144	226	371
股东权益	1756	1957	2257	2717
负债及股东权益	2752	2849	3268	3912

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	-39	27	-110	137
投资	-381	0	0	0
资本性支出	-218	-10	-10	-10
其他	0	15	19	25
投资活动现金流净额	-599	5	9	15
债权融资	-114	0	0	0
股权融资	537	0	0	0
银行贷款增加(减少)	313	0	0	0
筹资成本	-4	-3	-3	-3
其他	142	0	0	0
筹资活动现金流净额	873	-3	-3	-3

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

彭琦，近20年电子行业从业经验。曾担任intel和泰科电子等美资半导体和元器件公司市场和战略等相关工作。2010年起在券商从事电子和半导体行业证券研究工作，期间多次获得水晶球，IAMAC，金牛奖以及新财富相关奖项。后在大型PE和对冲基金有近4年买方经历。于2022年6月加入东亚前海担任电子行业首席分析师。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>