

评级：买入（维持）

市场价格：67.98 元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

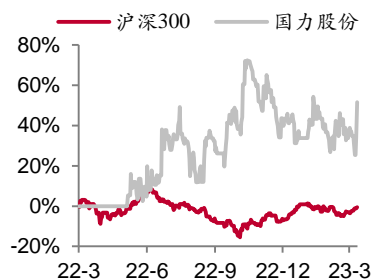
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	509	700	1,028	1,818	2,645
增长率 yoy%	26%	38%	47%	77%	45%
净利润 (百万元)	73	85	181	274	397
增长率 yoy%	-47%	17%	111%	52%	45%
每股收益 (元)	0.77	0.90	1.89	2.87	4.16
每股现金流量	0.43	0.06	0.27	1.75	0.64
净资产收益率	8%	8%	16%	20%	22%
P/E	88.8	75.9	35.9	23.7	16.3
P/B	6.9	6.3	5.7	4.7	3.7

备注：股价日期为 23/4/7；每股指标按照最新股本数全面摊薄

基本状况

总股本(百万股)	95
流通股本(百万股)	62
市价(元)	67.98
市值(百万元)	6,485
流通市值(百万元)	4,198

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《国力股份：老牌电子真空器件厂商，下游多应用驱动业绩高增》

投资要点

- 业绩符合预期，股权支付费用+存货减值影响利润。**1) 2022：营收 7.00 亿元，同比+38%，归母净利润 0.85 亿元，同比+17%，扣非 0.82 亿元，同比+28%，毛利率 38.85%，同比-2.1pct，净利率 12.32%，同比-2.1pcts。2) 22Q4：营收 2.20 亿元，同比+32%，环比+9%，归母净利润 0.27 亿元，同比+23%，环比持平，扣非 0.27 亿元，同比+55%，环比+8%，毛利率 38.31%，同比+2.60pct，环比-2.11pct，净利率 12.47%，同比-1.0pct，环比-1.1pcts。全年股份支付费用 1165 万元。全年计提存货减值 1290 万元，信用减值约 867 万元，减少全年利润 1430 万元。
- 2022 年新能源高增，半导体和军工有望接力爆发。**22 年直流感触器/交流接触器/真空继电器/真空电容器/真空开关管/接触点组/真空有源器件营收占比 45%/16%/14%/6%/6%/7%/3%。1) 新能源：直流&交流接触器和接触点组主要用于新能源，22 年直流感触器 3.1 亿元，同比+56%，毛利率 37%，同比-0.5pct；交流接触器 1.1 亿元，同比+40%，毛利率 20%，同比-6pct，毛利率下降主要是用于低毛利产品、低压矿用产品销售量较多；接触点组 0.5 亿元，同比+46%，毛利率 28%，同比+0.4pct。2) 军工和半导体：真空继电器和电容器用于军工和半导体，继电器 1.0 亿元，同比+19%，毛利率 68%，同比-1pct；电容器 0.4 亿元，同比+11%，毛利率 52%，同比+2pct。真空有源器件用于安检辐射和大科学工程，营收 0.24 亿元，同比+64%，毛利率 50%，同比-14pct。根据 2 月最新公开纪要，公司目前在手订单情况良好，与大客户合同正常履行，航空航天、半导体及新能源需求不断增加。
- 新能源：汽车发力乘用车打开超十倍空间，风光储行业高增，产能释放保障发展。**1) 汽车：陶瓷高压直流接触器，根据我们测算，22 年全球 52 亿元市场。布局近 10 年，覆盖特斯拉、宁德时代、汇川等优质客户，产业化步伐、技术实力均大陆领先，2020 年在大陆商用车市占率 50% 左右，乘用车仅 10% 左右，2021 年转战乘用车打开超十倍空间。2) 风光储：直流感触器、真空交流接触器用于光伏逆变器、风电变频器等，客户优质，上市后积极发力，提升空间大。3) 产能：IPO 募投项目“高压直流接触器生产项目”和“电子真空器件研发中心项目”受疫情影响滞后，预计在今年 6 月底前会建设完成。另外公司发行可转债拟募投 4.8 亿元，2.8 亿元用于新能源直流感触器，达产后 648 万只，2 亿元用于风光储及柔直输电交流接触器，达产后 165 万只。
- 半导体：核心设备零部件，唯一本土厂商，国产替代加速进行。**陶瓷真空电容器及真空继电器，陶瓷真空电容器用于蚀刻、薄膜沉积机台的射频电源匹配器，公司产品性能可直接对标瑞士 Comet 和日本明电舍，加速国产替代中，现已导入华创、中微等，供不应求。2021 年瑞士 Comet 和日本明电舍真空电容合计营收约 55 亿元，公司 2022 年产品营收 0.42 亿元，替代空间巨大。
- 军工：国产替代需求爆发，公司有望获得高增。**军品起家、资质齐全，供应陶瓷高压真空继电器、直流接触器等器件，产品用于航空航天、车辆等。受益国防军工行业需求催化，公司在国产化背景下有望获得高速增长。
- 投资建议：**公司是大陆领先的电子真空器件厂商，技术延展性强，下游覆盖新能源、半导体零部件、军工等热门赛道，看好新能源业务长期成长，军工和半导体有望接力爆发。因 22 年受疫情影响、产能释放不及预期，调整 23/24/25 年净利润为 1.8/2.7/4.0 亿元（此前预期 23/24 年净利润 2.0/2.9 亿元），对应 PE 为 36/24/16 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：**下游需求不及预期、产能释放不及预期等。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	380	523	820	992	营业收入	700	1,028	1,818	2,645
应收票据	45	0	0	0	营业成本	428	579	1,093	1,590
应收账款	302	315	580	873	税金及附加	5	6	11	17
预付账款	11	9	16	24	销售费用	23	33	36	79
存货	178	238	338	616	管理费用	82	105	189	275
合同资产	7	5	12	19	研发费用	62	89	161	233
其他流动资产	90	128	228	334	财务费用	-7	-9	-10	-6
流动资产合计	1,005	1,211	1,983	2,839	信用减值损失	-9	-15	-15	-15
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-13	-60	-55	-50
长期股权投资	10	10	10	10	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	229	207	188	170	投资收益	1	34	12	16
在建工程	65	65	65	65	其他收益	4	4	4	4
无形资产	13	14	15	17	营业利润	90	188	285	412
其他非流动资产	168	169	169	169	营业外收入	1	2	1	2
非流动资产合计	485	465	447	431	营业外支出	3	3	3	3
资产合计	1,490	1,676	2,430	3,270	利润总额	88	187	283	411
短期借款	3	97	226	335	所得税	2	5	6	10
应付票据	113	133	278	403	净利润	86	182	277	401
应付账款	240	174	331	486	少数股东损益	1	2	3	4
预收款项	0	5	2	4	归属母公司净利润	85	180	274	397
合同负债	6	19	33	48	NOPLAT	80	173	267	395
其他应付款	5	5	5	5	EPS (按最新股本摊薄)	0.90	1.89	2.87	4.16
一年内到期的非流动负债	28	28	28	28					
其他流动负债	50	64	115	165					
流动负债合计	446	525	1,018	1,474					
长期借款	0	2	4	6					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	11	11	11	11					
非流动负债合计	11	13	15	17					
负债合计	456	537	1,033	1,491					
归属母公司所有者权益	1,025	1,128	1,383	1,761					
少数股东权益	9	11	14	18					
所有者权益合计	1,034	1,139	1,397	1,779					
负债和股东权益	1,490	1,676	2,430	3,270					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	6	26	167	61	营业收入增长率	37.5%	46.9%	76.9%	45.5%
现金收益	98	196	288	415	EBIT增长率	-1.1%	117.9%	54.1%	48.0%
存货影响	-35	-60	-100	-278	归母公司净利润增长率	17.0%	111.5%	51.7%	45.0%
经营性应收影响	-99	95	-218	-251	获利能力				
经营性应付影响	130	-41	300	282	毛利率	38.8%	43.7%	39.9%	39.9%
其他影响	-88	-163	-102	-107	净利率	12.3%	17.7%	15.2%	15.2%
投资活动现金流	-87	31	9	12	ROE	8.3%	15.9%	19.6%	22.3%
资本支出	-114	-3	-3	-3	ROIC	9.2%	16.2%	18.4%	20.5%
股权投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他长期资产变化	27	34	12	15	资产负债率	30.6%	32.0%	42.5%	45.6%
融资活动现金流	-34	86	122	98	债务权益比	4.0%	12.0%	19.2%	21.3%
借款增加	-3	95	131	111	流动比率	2.3	2.3	1.9	1.9
股利及利息支付	-30	-52	-76	-117	速动比率	1.9	1.9	1.6	1.5
股东融资	0	0	0	0	营运能力				
其他影响	-1	43	67	104	总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8
					应收账款周转天数	129	108	89	99
					应付账款周转天数	161	129	83	93
					存货周转天数	135	129	95	108
					每股指标(元)				
					每股收益	0.90	1.89	2.87	4.16
					每股经营现金流	0.06	0.27	1.75	0.64
					每股净资产	10.74	11.83	14.50	18.47
					估值比率				
					P/E	76	36	24	16
					P/B	6	6	5	4
					EV/EBITDA	261	130	89	62

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。