仅供内部参考，请勿外传！

股票研究

公司首次覆盖

证券研究报告

高性能真空器件龙头，技术领先布局广阔

■ 国力电子首次覆盖报告

姓名	电话	邮箱	登记编号
周明頔(分析师)	010-83939792	zhoumingdi@gtht.com	S0880525080003
杨天昊(分析师)	010-83939791	yangtianhao@gtht.com	S0880523080010

本报告导读：

首次覆盖国力电子，目标价 117.61 元，给予“增持”评级。电子真空器件行业高景气，高性能产品自主可控前景广阔。公司是高性能真空器件龙头，技术领先布局广阔。

投资要点：

- **首次覆盖国力电子，目标价 117.61 元，给予“增持”评级。**我们预计公司 2026~2028 年归母净利润为 1.57/2.36/3.42 亿元，EPS 分别为 1.65/2.47/3.59 元，综合 PE 及 PB 估值法，给予公司目标价 114.32 元，给予“增持”评级。
- **电子真空器件行业高景气，高性能产品自主可控前景广阔。**1）电子真空器件作为国防军事装备和高端装备制造的关键基础器件之一，已在航天航空及军工、半导体、新能源、安检等领域广泛应用。近年来，随着国际形势和经济格局的变化，国防科技工业和高端装备制造水平在国际竞争中的重要地位愈发显著，在产业结构转型升级，数字经济、智能经济、绿色经济等经济模式成为“十四五”规划的重要领域的发展背景下，航空军工行业、半导体产业链、新能源产业、安检等高端设备行业市场需求增速巨大，发展空间不断扩充，同时带动相关产业链的快速发展，对核心基础元器件的需求越来越大、要求也越来越高。2）面临贸易摩擦不断加剧的国际环境，外国企业对我国核心工业采取了一定程度的封锁，关键设备、核心零部件的自主可控需求日益迫切，产业供应链逐渐向国内转移，为我国具备技术储备和规模生产能力的电子元器件生产企业参与国际竞争创造了良好和广阔的发展机遇。
- **高性能真空器件龙头，技术领先布局广阔。**1）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。2）公司是国内半导体设备电子器件发展较早的供应商之一，主要生产用于半导体设备中射频电源的真空电容器及真空继电器。3）公司在大科学装置的一系列氢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。公司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。
- **催化剂：**红外产品全球民用场景持续扩展。
- **风险提示：**技术迭代风险；客户需求波动风险。

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	792	1,323	1,903	2,692	3,736
(+/-)%	14.5%	67.0%	43.8%	41.5%	38.8%
净利润(归母)	30	70	157	236	342
(+/-)%	-52.9%	132.9%	123.1%	49.9%	45.2%
每股净收益(元)	0.32	0.74	1.65	2.47	3.59
净资产收益率(%)	2.7%	6.2%	12.6%	16.7%	20.7%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	254.64	109.31	48.99	32.69	22.51

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

国力电子(688103)

资本货物/工业

评级	首次覆盖
	增持
目标价格(元):	117.61
当前价格：(元)	80.78

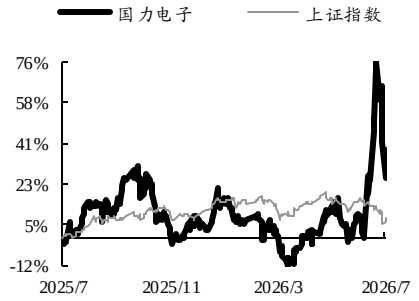
交易数据

52 周内股价区间(元)	51.67-103.00
总市值(百万元)	7,700
总股本/流通 A 股(百万股)	95/95
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	1,150
每股净资产(元)	12.07
市净率(现价)	6.7
净负债率	-18.37%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	25%	39%	38%
相对指数	31%	44%	29%

仅供内部参考，请勿外传！

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	748	777	900	1,094	1,349
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款及票据	504	671	872	1,144	1,463
存货	271	354	471	610	844
其他流动资产	80	247	335	472	654
流动资产合计	**1,603**	**2,050**	**2,577**	**3,321**	**4,310**
长期投资	10	9	9	9	9
固定资产	331	335	302	267	232
在建工程	28	35	40	45	50
无形资产及商誉	18	16	13	9	5
其他非流动资产	224	234	236	236	237
非流动资产合计	**611**	**629**	**600**	**567**	**533**
总资产	**2,214**	**2,679**	**3,177**	**3,888**	**4,843**
短期借款	0	3	3	3	3
应付账款及票据	510	841	1,190	1,682	2,326
一年内到期的非流动负债	2	3	4	4	4
其他流动负债	65	122	160	213	282
流动负债合计	**576**	**969**	**1,357**	**1,902**	**2,615**
长期借款	0	27	27	27	27
应付债券	468	487	487	487	487
租赁负债	0	0	0	0	0
其他非流动负债	24	50	50	50	50
非流动负债合计	**493**	**564**	**564**	**564**	**564**
总负债	**1,069**	**1,532**	**1,921**	**2,465**	**3,178**
实收资本(或股本)	95	95	95	95	95
其他归母股东权益	1,043	1,047	1,156	1,318	1,554
归属母公司股东权益	**1,139**	**1,142**	**1,251**	**1,413**	**1,650**
少数股东权益	6	4	6	9	15
股东权益合计	**1,145**	**1,146**	**1,256**	**1,423**	**1,665**
总负债及总权益	**2,214**	**2,679**	**3,177**	**3,888**	**4,843**

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	36	127	210	303	396
投资活动现金流	-65	-87	-20	-16	-17
筹资活动现金流	-45	-14	-66	-92	-125
汇率变动影响及其他	-1	-1	-1	0	0
现金净增加额	-75	24	123	195	254
折旧与摊销	42	45	49	50	51
营运资本变动	-42	-18	-17	-5	-21
资本性支出	-79	-96	-17	-16	-17

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**792**	**1,323**	**1,903**	**2,692**	**3,736**
营业成本	560	989	1,413	1,997	2,762
税金及附加	5	7	10	13	19
销售费用	26	30	38	51	71
管理费用	84	101	133	188	270
研发费用	87	101	143	197	261
EBIT	**33**	**88**	**186**	**273**	**390**
其他收益	14	13	19	27	37
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7	4	0	0	0
财务费用	14	20	11	10	8
减值损失	-13	-21	0	0	0
资产处置损益	0	0	0	0	0
营业利润	**25**	**71**	**174**	**262**	**382**
营业外收支	1	0	0	1	0
所得税	-4	-1	16	24	34
净利润	**31**	**72**	**159**	**239**	**348**
少数股东损益	0	2	2	4	6
归属母公司净利润	30	70	157	236	342

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
ROE(摊薄,%)	2.7%	6.2%	12.6%	16.7%	20.7%
ROA(%)	1.4%	2.9%	5.4%	6.8%	8.0%
ROIC(%)	2.4%	5.4%	9.5%	12.8%	16.2%
销售毛利率(%)	29.4%	25.2%	25.7%	25.8%	26.1%
EBIT Margin(%)	4.1%	6.7%	9.8%	10.1%	10.4%
销售净利率(%)	3.9%	5.4%	8.3%	8.9%	9.3%
资产负债率(%)	48.3%	57.2%	60.5%	63.4%	65.6%
存货周转率(次)	2.3	3.2	3.4	3.7	3.8
应收账款周转率(次)	2.1	2.8	3.1	3.4	3.7
总资产周转周转率(次)	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9
净利润现金含量	1.2	1.8	1.3	1.3	1.2
资本支出/收入	9.9%	7.3%	0.9%	0.6%	0.4%
EV/EBITDA	48.46	41.52	31.20	22.06	15.58
P/E(现价&最新股本摊薄)	254.64	109.31	48.99	32.69	22.51
P/B(现价)	6.76	6.74	6.16	5.45	4.67
P/S(现价)	9.72	5.82	4.05	2.86	2.06
EPS-最新股本摊薄(元)	0.32	0.74	1.65	2.47	3.59
DPS-最新股本摊薄(元)	0.21	0.23	0.51	0.76	1.11
股息率(现价,%)	0.3%	0.3%	0.6%	0.9%	1.4%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

目录

1. 盈利预测与投资建议 4
1.1. 盈利预测 4
1.2. 估值分析 5
2. 风险提示 7



仅供内部参考，请勿外传！

1. 盈利预测与投资建议

1.1. 盈利预测

首次覆盖给予“增持”评级，我们预计公司 2026~2028 年归母净利润为 1.57/2.36/3.42 亿元，EPS 分别为 1.65/2.47/3.59 元，综合 PE 及 PB 估值法，给予公司目标价 117.61 元，给予“增持”评级。

关键假设：

- 我们认为，航空军工行业、半导体产业链、新能源产业、安检等高端设备行业市场需求增速巨大，发展空间不断扩充，同时带动相关产业链的快速发展，对核心基础元器件的性能和质量需求持续提升。
- 我们认为，国内高端电子真空器件关键设备、核心零部件的自主可控需求日益迫切，产业供应链逐渐向国内转移，为我国具备技术储备和规模生产能力的电子元器件生产企业参与国际竞争创造了良好和广阔的发展机遇。公司有望把握相关领域自主可供需求，实现高质量发展。

按产品划分：

1) 我们认为，我国高端电子真空器件的性能和质量需求有望持续提升，国内高端电子真空器件关键设备、核心零部件的自主可控需求日益迫切，公司有望把握相关领域自主可供需求，实现高质量发展。预计 2026-2028 年直流接触器业务增速为 50%/45%/40%；真空继电器业务增速为 40%/40%/40%；交流接触器业务增速为 15%/15%/15%；真空电容器业务增速为 45%/45%/45%；真空有源器件业务增速为 45%/45%/45%。
2) 预计 2026-2028 年其他业务增速为 50%/50%/50%。

费用及盈利能力：

公司致力于通过技术升级迭代及产能提升实现规模效应，预计公司 2026-2028 年毛利率和净利率将保持企稳提升趋势，期内毛利率分别为 25.7%/25.8%/26.1%，销售净利率分别为 8.3%/8.9%/9.3%。

表1：分业务收入拆分（百万元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
直流接触器					
营业收入	412.90	811.37	1,217.06	1,764.74	2,470.64
增长率%	28.29%	96.51%	50.00%	45.00%	40.00%
毛利	80.52	130.93	206.90	300.01	420.01
毛利率	19.50%	16.14%	17.00%	17.00%	17.00%
真空继电器					
营业收入	120.18	203.37	284.72	398.61	558.05
增长率%	-3.92%	69.22%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利	75.08	113.42	156.60	219.24	306.93
毛利率	62.47%	55.77%	55.00%	55.00%	55.00%
交流接触器					
营业收入	133.79	157.30	180.89	208.03	239.23
增长率%	-14.85%	17.57%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利	21.05	21.83	27.13	31.20	35.88
毛利率	15.73%	13.88%	15.00%	15.00%	15.00%
真空电容器					
营业收入	72.98	69.90	101.35	146.96	213.10
增长率%	81.18%	-4.22%	45.00%	45.00%	45.00%
毛利	30.57	29.12	42.57	61.72	89.50
毛利率	41.88%	41.67%	42.00%	42.00%	42.00%
真空有源器件					
营业收入	37.81	59.51	86.29	125.12	181.43
增长率%	27.05%	57.38%	45.00%	45.00%	45.00%
毛利	19.53	28.35	41.42	60.06	87.08

仅供内部参考，请勿外传！

毛利率	51.65%	47.65%	48.00%	48.00%	48.00%
		其他业务			
营业收入	14.73	21.71	32.56	48.84	73.26
增长率%	-18.93%	47.37%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利	5.88	10.25	15.30	22.95	34.43
毛利率	39.89%	47.21%	47.00%	47.00%	47.00%

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

1.2. 估值分析

我们采用 PE 估值法和 PB 估值法两种估值方法给出目标价。
可比公司选取：选取电子元器件领域中航光电、航天电器、旭光电子作为可比公司。

中航光电是是专业为航空及防务和高端制造提供互连解决方案的高科技企业。总部位于洛阳，在北京、深圳、广州、上海、沈阳、泰兴、西安、青岛、东莞、合肥、南昌、成都、无锡、武汉等地设有分公司和子公司，并在德国、越南、韩国及北美地区设有海外分支机构。公司专业从事中高端光、电、流体连接技术与产品的研究与开发，自主研发各类连接产品 500 多个系列、35 万多个品种，拥有国家认定企业技术中心、博士后科研工作站以及国家和国防认可实验室。截至 2024 年底，公司累计获得授权专利 5800 余项，主持或参与制订行业标准 920 余项。公司已通过 GB/T19001 和 GJB9001C 标准的军民质量管理体系认证、GJB546B 国军标生产线认证、AS9100D 国际航空航天质量管理体系认证、IATF16949 汽车行业质量管理体系认证、ISO13485 医疗器械质量管理体系认证、ISO/TS22163 轨道交通行业质量管理体系认证、ISO14001 环境体系认证、ISO45001 职业健康安全管理体系认证、GJB5000B 软件工程化体系、安全生产标准化一级企业审核以及多项 NADCAP 特种工艺认证。公司多项重点产品通过了 UL、CUL、CE、TUV、CB、3C、CQC、IECEX、ATEX 等安规认证。公司产品广泛应用于防务、商业航空航天、通信网络、数据中心、石油装备、电力装备、工业装备、轨道交通、医疗设备、新能源汽车、消费电子等高端制造领域。公司秉承“航空报国、航空强国”使命，践行“诚信、厚德”为核心的特色企业文化，倾力打造全球一流的互连方案提供商。

航天电器是中国航天科工集团有限公司所属上市公司。全国五一劳动奖状获得者、国家精密微特电机工程技术研究中心、中国电子元件百强企业、国家创新型企业、国家技术创新示范企业、全国知识产权示范企业、国家级智能制造新模式应用示范企业、全国文明单位，是全国质量奖、贵州省省长质量奖获得者、中国驰名商标。公司主营业务为高端连接器与互连一体化产品、微特电机与控制组件、继电器、光电器件、智能装备及服务等产品的研制和销售，致力于为客户提系统集成互连一体化解决方案。当前公司业务正在由单一元器件向互连一体化、驱动控制整体解决方案转型升级。目前公司主导产品用于航天、航空、电子、兵器、船舶、通讯、商业航天、数据中心、新能源汽车、能源装备、轨道交通等高技术领域配套。

旭光电子是一家专业从事金属陶瓷电真空器件、高低压配电成套装置、光电器件等产品研发、生产、销售的重点高新技术企业，其主要产品包括：电子管,开关管(真空灭弧室)和固封极柱,高低压配电成套装置及电器元件(开关柜和断路器),光电器件。公司拥有独立、完整的发射管研发、生产体系，在关键材料、零部件制造的工艺技术和装备方面形成了竞争优势，已具备与国外知名品牌相抗衡能力。未来电子管发展的重点是开发大功率、高性能产品，进一步拓展国际市场。公司通过了 ISO9001 质量体系、ISO14001 环境管理体系、ISO18001 职业健康安全管理体系认证并取得相关军工、保密等资质，是国内唯一一家拥有从陶瓷制造到成套电气全产业链的企业，是经国家科技部、中国科学院认定的高新技术企业。

仅供内部参考，请勿外传！

PE 估值法：可比公司 2026 年平均 PE 估值 72.91 倍，考虑到国力电子在电子真空器件领域持续深耕突破，从“国产替代”迈向“全球领跑”，以电真空技术平台为核心，在高端装备、新能源、半导体及前沿科学四大方向持续发力，具备较强的技术优势。给予公司 2026 年 75 倍 PE，对应每股价值 123.66 元。

PB 估值法：可比公司 2026 年平均 PB 估值 6.21 倍，考虑到国力电子在电子真空器件领域持续深耕突破，从“国产替代”迈向“全球领跑”，以电真空技术平台为核心，在高端装备、新能源、半导体及前沿科学四大方向持续发力，具备较强的技术优势，因此，给予公司 2026 年 8.5 倍 PB，预计公司 2026 年 BPS 为 13.12 元，对应每股价值 111.55 元。

表2：可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价	总市值	EPS（元）		PE		BPS（元）		PB	
		2026/7/21		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
002179.SZ	中航光电	34.07	715.55	1.22	1.46	27.83	23.40	12.29	13.23	2.77	2.57
002025.SZ	航天电器	66.98	304.10	0.85	1.28	78.73	52.17	15.24	16.09	4.39	4.16
600353.SH	旭光电子	28.62	237.21	0.26	0.35	112.19	80.73	2.50	2.73	11.45	10.50
	平均值					72.91	52.10			6.21	5.74
688103.SH	国力电子	80.78	77.00	1.65	2.47	48.99	32.69	13.12	14.83	6.16	5.45

数据来源：国力电子数据来自本文，其他可比公司来自 Wind 一致预期，国泰海通证券研究

综上，我们取 PE 和 PB 两种估值法的平均值，得到公司目标价为 117.61 元。

仅供内部参考，请勿外传！

2. 风险提示

技术迭代风险。电子真空产品行业要求生产厂商具有较强的可靠性设计能力，不断降低制造缺陷，并通过严格控制元件器件筛选和评价、产品的检验和试验手段来提高产品的可靠性，若公司未能保持技术领先或研发方向与市场需求脱节，可能导致产品竞争力下降。

客户需求波动风险。公司部分产品应用于国防工业领域，客户头部效应显著且计划采购属性较强，如头部客户调整采购定价政策和生产采购计划，可能会对公司的经营业绩产生重大影响。

仅供内部参考，请勿外传！

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666