

振华科技 (000733.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩增长韧性强，盈利能力持续提升

事件

2023年4月27日，公司发布22年报，22年实现营收72.7亿元（同比+28.5%）、归母净利润23.8亿元（同比+59.8%），其中22Q4实现营收15.7亿元（同比+11.2%、环比-16.0%）。

公司发布23年一季报，23Q1实现营收21.0亿元（同比+11.5%、环比+34.2%）、归母净利润7.4亿元（同比+21.0%、环比+41.6%）。

点评

高基数下保持增长，彰显景气持续。22年总营收72.7亿元（同比+28.5%）；23Q1营收和归母净利润同比高增，景气持续。半导体+集成电路板块增长迅速；公司阻容感产线丰富、客户覆盖多，增速明显高于同行。2023年计划营收87亿元（同比+20.0%）、利润总额33.6亿元（同比+22.0%）。

产品优化叠加提质增效，盈利能力显著改善。22年毛利率62.7%（同比+1.9pct），得益于产线升级和产品结构优化；22年归母净利率32.8%（同比+6.4pct），各子公司持续提质增效、内部挖潜，剔除一次性计提后净利率同比+2.3pct。23Q1毛利率63.5%（同比+0.7pct）、归母净利率35.0%（同比+2.8pct），盈利能力持续提升。**研发高投入，持续扩充半导体板块产品技术储备。**22年研发费用5.2亿元（同比+39.5%）、研发费用率同比+0.6pct。23Q1研发费用1.2亿元（同比+18.5%）、研发费用率同比+0.3pct。主要是公司加大电源模块、MOS等产品研发投入增加。

订单饱满下积极备产，产线升级及产能投放持续推进。22年末未履行或尚在履行的已签合同25.1亿元。22年末存货22.9亿元（同比+24.0%），公司积极备货满足订单交付需求。22年末在建工程3.2亿元（同比+32.9%），主要是电子元器件厂房等项目投入。定增方案已获深交所审核通过，方案落地将加速产能释放、助力公司成长为军工电子一体化龙头平台。

盈利预测、估值与评级

军用元器件市场高景气持续，公司作为行业龙头积极扩品并进行高端升级，规模效应带来盈利能力改善，预计2022-24年归母净利润分别为29.8亿、36.7亿、44.1亿元，对应PE为15/12/10倍。考虑公司作为平台型龙头的稀缺定位，维持“买入”评级。

风险提示

军用元器件价格小幅下降；高端元器件国产化不及预期；产能扩充及产品研发进度不及预期。

军工组

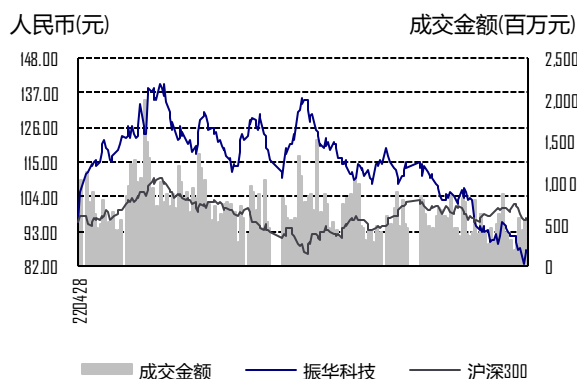
分析师：杨晨（执业S1130522060001）

yangchen@gjzq.com.cn

市价（人民币）：87.00元

相关报告：

- 《业绩保持高增长，定增持续推进》，2023.1.17
- 《高增长彰显韧性，盈利能力保持高位-振华科技22年三季报点评》，2022.10.28
- 《高景气持续，定增获批助力高端一体化发展-振华科技-三季报业绩...》，2022.10.11



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,656	7,267	8,801	10,476	12,300
营业收入增长率	43.20%	28.48%	21.11%	19.04%	17.40%
归母净利润(百万元)	1,491	2,382	2,980	3,670	4,411
归母净利润增长率	146.21%	59.79%	25.07%	23.15%	20.21%
摊薄每股收益(元)	2.878	4.578	5.726	7.051	8.477
每股经营性现金流净额	2.58	1.58	5.42	4.98	7.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.04%	24.42%	23.64%	22.74%	21.61%
P/E	43.19	24.95	15.19	12.34	10.26
P/B	8.65	6.09	3.59	2.81	2.22

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

事件说明.....	4
军工电子龙头平台彰显韧性，营收与业绩高速增长.....	4
高基数下保持增长，彰显景气持续.....	4
持续优化产品结构，新型电子元器件产品实现较快增长.....	4
产品优化叠加提质增效，盈利能力持续改善.....	5
产品优化叠加经营效率提升，费用压降助力盈利能力提升.....	5
产线升级叠加产品优化，盈利能力持续改善.....	5
研发投入力度加大，管理及销售费用进一步压降.....	6
募投项目进展顺利，产能释放助力长期发展.....	6
在建工程明显增长，产能扩充顺利推进.....	6
顺利交付下合同负债有所下降，存货明显增长.....	7
经营性净现金流有所减少，收现比有所下降.....	7
主要募投项目已基本完成.....	7
投资建议.....	8
风险提示.....	8

图表目录

图表 1： 2022 年营收及同比增速.....	4
图表 2： 季度营收及同比、环比增速.....	4
图表 3： 2022 年归母净利润及同比增速.....	4
图表 4： 季度归母净利润及同比、环比增速.....	4
图表 5： 2022 年分业务收入及同比增速.....	5
图表 6： 2022 年毛利率及净利率.....	5
图表 7： 季度毛利率及净利率.....	5
图表 8： 主要产品毛利率提升.....	6
图表 9： 2022 年各项费用率.....	6
图表 10： 季度各项费用率.....	6
图表 11： 2022 年固定资产和在建工程.....	7
图表 12： 2022 年资本性支出.....	7
图表 13： 2022 年合同负债及增速.....	7
图表 14： 2022 年存货及增速.....	7
图表 15： 2022 年经营性净现金流及收现比.....	7
图表 16： 季度经营性净现金流及收现比.....	7

图表 17: 募投项目进展情况 8

事件说明

2023年4月27日，公司发布22年报，22年实现营收72.7亿元（同比+28.5%）、归母净利润23.8亿元（同比+59.8%），其中22Q4实现营收15.7亿元（同比+11.2%、环比-16.0%）。

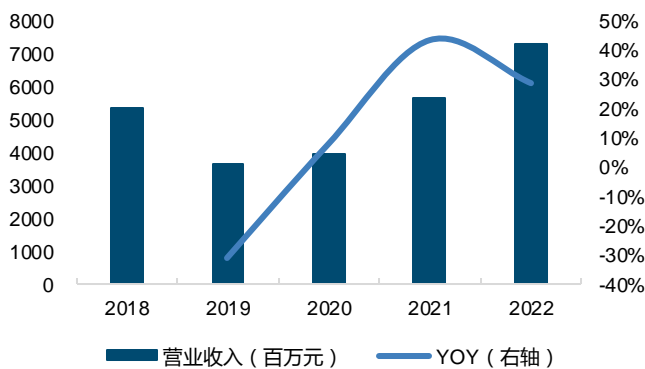
公司发布23年一季报，23Q1实现营收21.0亿元（同比+11.5%、环比+34.2%）、归母净利润7.4亿元（同比+21.0%、环比+41.6%）。

军工电子龙头平台彰显韧性，营收与业绩高速增长

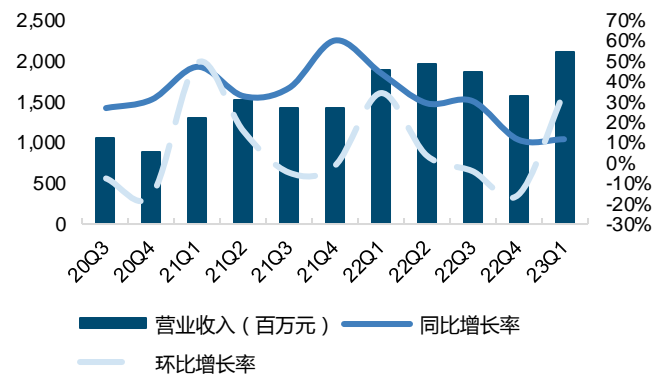
高基数下保持增长，彰显景气持续

公司2022年实现营收72.7亿元，同比增长28.5%，振华微10.0亿元（同比+53.0%）、振华永光14.2亿元（同比+37.4%），半导体+集成电路板块增长迅速；振华富9.47亿元（同比+32.8%）、振华云科10.6亿元（同比+34.2%）、振华新云12.0亿元（同比+10.1%），公司阻容感产线更丰富、客户覆盖多，增速明显高于同行；实现归母净利润23.8亿元，同比增长59.8%。2023年计划营收87亿元（同比+20.0%）、利润总额33.6亿元（同比+22.0%）。23Q1业绩同比及环比均高增，显示下游需求旺盛、景气持续。

图表1：2022年营收及同比增速



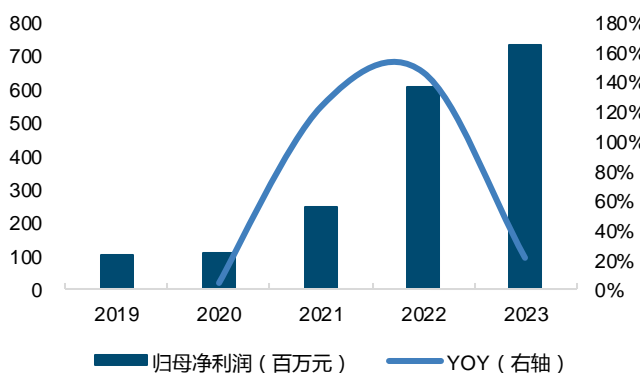
图表2：季度营收及同比、环比增速



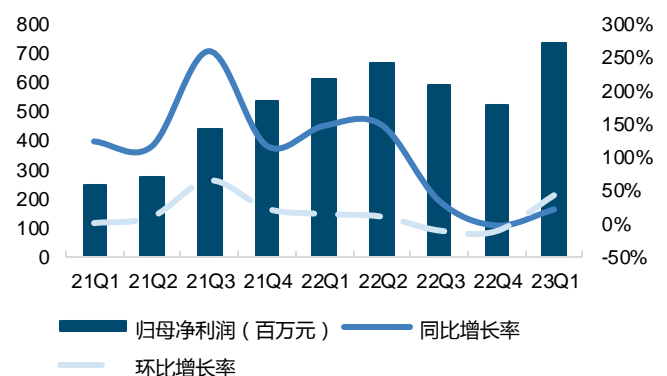
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表3：2022年归母净利润及同比增速



图表4：季度归母净利润及同比、环比增速



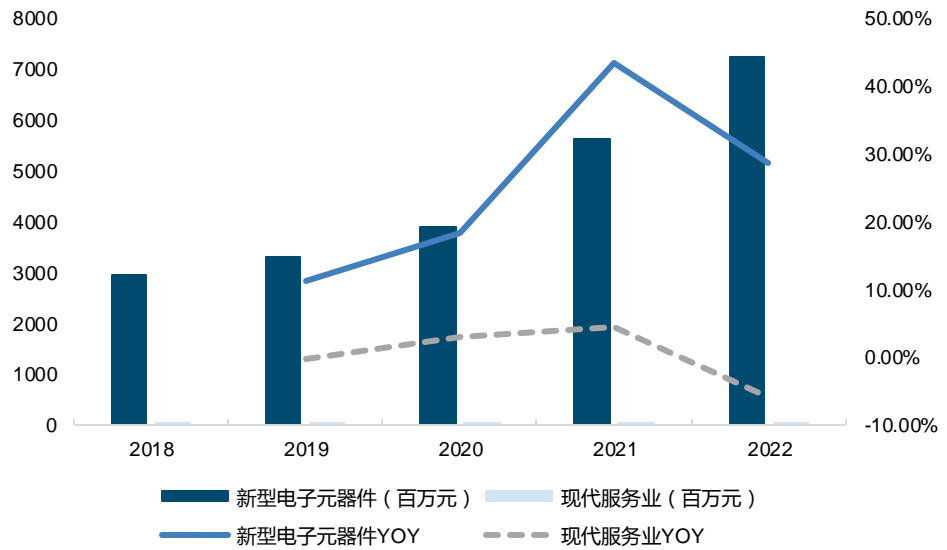
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

持续优化产品结构，新型电子元器件产品实现较快增长

公司持续优化产品结构、发挥新型电子元器件产品优势，2022年新型电子元器件产品实现收入72.4亿元，同比+28.7%；现代服务业收入0.3亿元，同比-5.8%。

图表5: 2022年分业务收入及同比增速



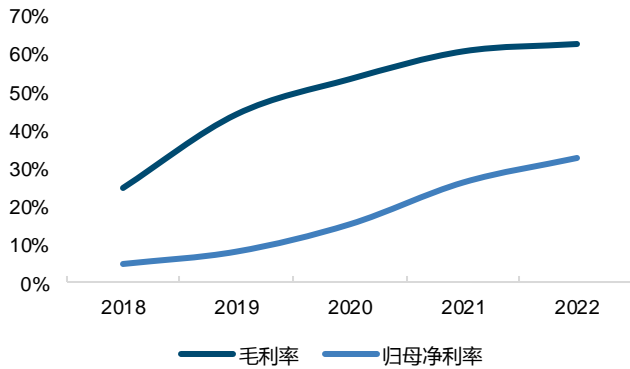
来源: wind, 国金证券研究所

产品优化叠加提质增效, 盈利能力持续改善

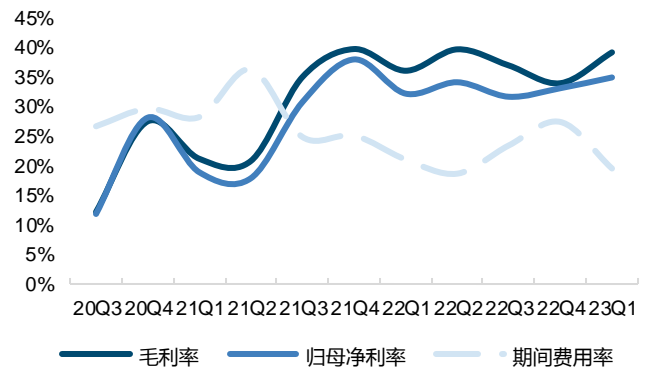
产品优化叠加经营效率提升, 费用压降助力盈利能力提升

22年毛利率 62.7% (同比+1.9pct), 得益于产线升级和产品结构优化, 振华微+永光收入占比已达 33.5%、同比提升 3.5pct, 募投项目测算产品毛利率 65%、降价消化能力强; 22年归母净利率 32.8% (同比+6.4pct), 各子公司持续提质增效、内部挖潜, 剔除一次性计提后净利率同比+2.3pct。23Q1 毛利率 63.5% (同比+0.7pct)、归母净利率 35.0% (同比+2.8pct), 盈利能力持续提升。

图表6: 2022年毛利率及净利率



图表7: 季度毛利率及净利率



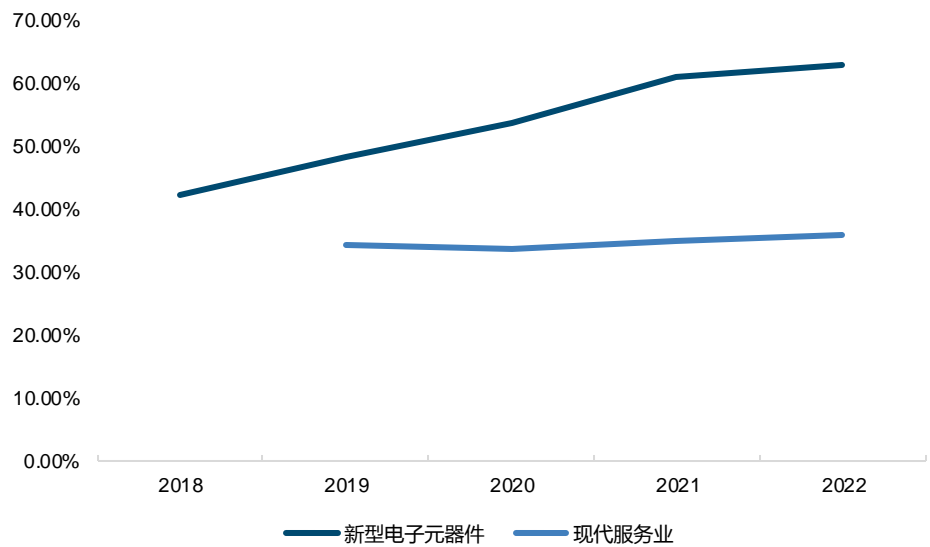
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

产线升级叠加产品优化, 盈利能力持续改善

2022年公司新型电子元器件产品毛利率 62.8%, 同比提升 1.9pct, 主要是半导体板块收入占比提升及产线升级; 现代服务业毛利率为 76.6%, 同比提升 0.9pct。

图表8: 主要产品毛利率提升

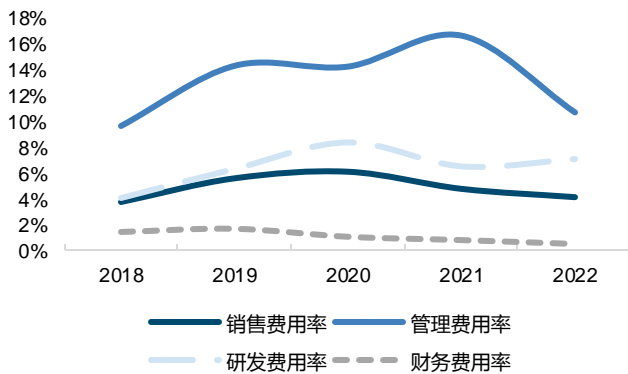


来源: 国金证券研究所

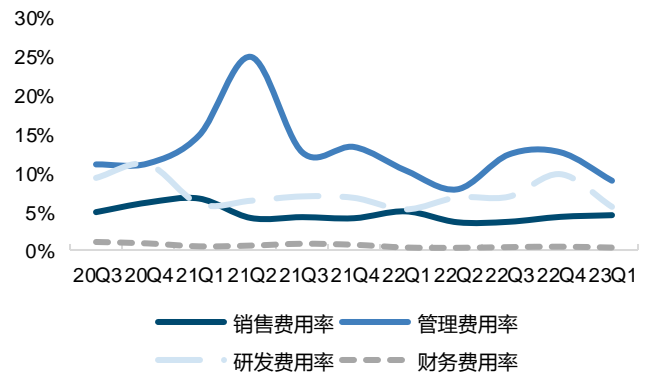
研发投入力度加大, 管理及销售费用进一步压降

期间费用率进一步压减, 研发投入提高助推长期发展。公司积极提质增效, 费用率持续压减。公司 2022 年综合费用率 22.4%, 同比下降 6.4pct, 其中管理费用率 10.7%, 同比下降 5.9pct; 销售费用率 4.1%, 同比下降 0.7pct。22 年研发费用 5.2 亿元 (同比+39.5%)、研发费用率同比+0.6pct。23Q1 研发费用 1.2 亿元 (同比+18.5%)、研发费用率同比+0.3pct。主要是公司加大电源模块、MOS 等产品研发投入增加。

图表9: 2022 年各项费用率



图表10: 季度各项费用率



来源: wind, 国金证券研究所

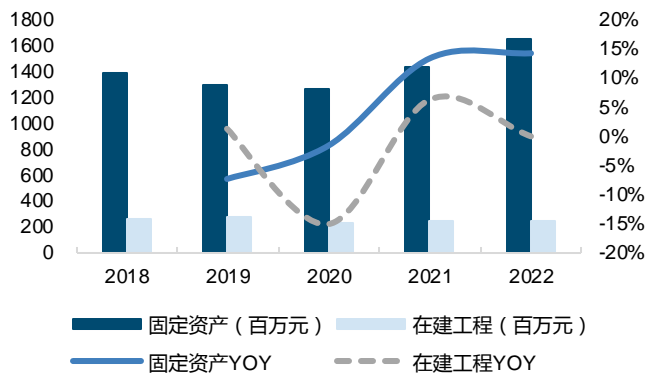
来源: wind, 国金证券研究所

募投项目进展顺利, 产能释放助力长期发展

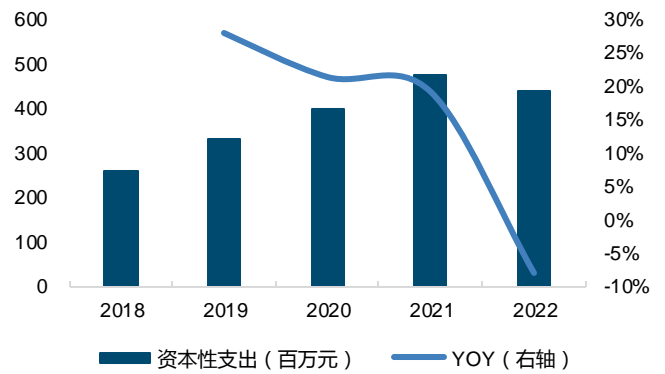
在建工程明显增长, 产能扩充顺利推进

22 年末在建工程 3.2 亿元 (同比+32.9%), 主要是电子元器件厂房项目、YJP 生产能力等项目投入。定增方案已获深交所审核通过, 方案落地将加速产能释放和公司成长为一体化工电子龙头平台。

图表11: 2022年固定资产和在建工程



图表12: 2022年资本性支出



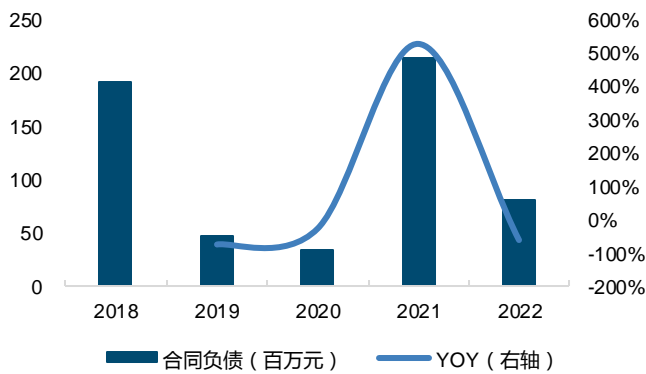
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

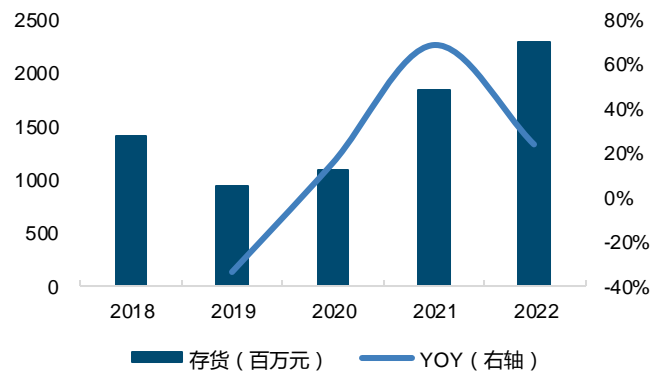
顺利交付下合同负债有所下降, 存货明显增长

公司2022年合同负债0.81亿元, 较期初下62.2%, 主要系合同顺利交付、收入顺利确认所致。2022年末存货22.9亿元(同比+24.0%)、其中原材料7.0亿元(同比+58.6%), 公司积极备货满足订单交付需求。

图表13: 2022年合同负债及增速



图表14: 2022年存货及增速



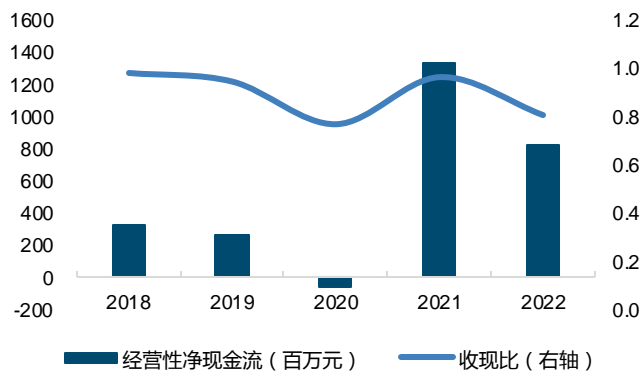
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

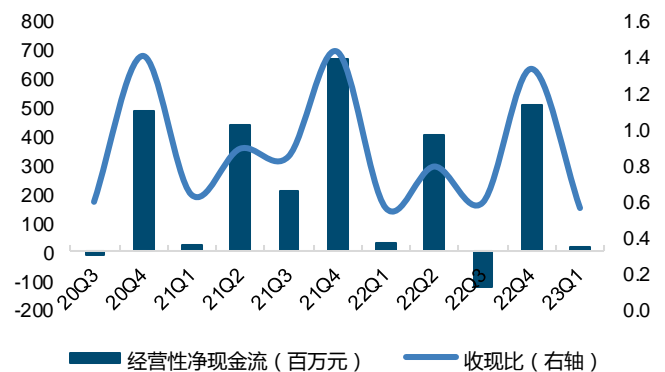
经营性净现金流有所减少, 收现比有所下降

公司2022年经营性净现金8.21亿元, 收现比0.8; 23Q1经营性净现金流0.18亿元, 收现比0.6。3Q1经营性净现金流有所减少、收现比下降。

图表15: 2022年经营性净现金流及收现比



图表16: 季度经营性净现金流及收现比



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

主要募投项目已基本完成

图表17: 募投项目进展情况

承诺投资项目和超募资金投向	募集资金承诺投资总额	调整后投资总额(1)	本报告期投入金额	截至期末累计投入金额(2)	截至期末投资进度(3);(2)/(1)	项目达到预定可使用状态日期	本报告期实现的效益	是否达到预计效益
高可靠混合集成电路及微电路模块产业升级改造项目	12,851	12,851	0	12,852	100.00%	2020年12月31日	8,278	是
射频片式陷波器与新型磁性元件产业化项目	16,137	16,137	187	14,552	90.17%	2020年8月30日	3,950	是
接触器和固体继电器生产线扩产项目	18,000	18,000	944	18,000	100.00%	2021年4月30日	8,695	是

来源: 公司年报, 国金证券研究所; 货币单位: 万元

投资建议

军用元器件市场高景气持续, 公司作为行业龙头积极扩品并进行高端升级, 规模效应带来盈利能力改善, 预计 2022-24 年归母净利润分别为 29.8 亿、36.7 亿、44.1 亿元, 对应 PE 为 15/12/10 倍。考虑公司作为平台型龙头的稀缺定位, 维持“买入”评级。

风险提示

军用元器件价格小幅下降: 军用元器件行业面临降价压力, 相关企业的业绩或将受到影响。

高端元器件国产化不及预期: 高端元器件产品研制、定型需要跟随装备试验验证, 正式批产需要较长的时间周期, 国产替代进度可能不及预期。

产能扩充及产品研发进度不及预期: 如因各种因素影响, 公司募投项目建设进度不及预期, 将影响产能释放与公司业绩提升。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,950	5,656	7,267	8,801	10,476	12,300
增长率		43.2%	28.5%	21.1%	19.0%	17.4%
主营业务成本	-1,834	-2,216	-2,709	-3,265	-3,833	-4,499
%销售收入	46.4%	39.2%	37.3%	37.1%	36.6%	36.6%
毛利	2,116	3,440	4,558	5,536	6,643	7,800
%销售收入	53.6%	60.8%	62.7%	62.9%	63.4%	63.4%
营业税金及附加	-40	-51	-66	-83	-96	-113
%销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-241	-270	-300	-352	-398	-430
%销售收入	6.1%	4.8%	4.1%	4.0%	3.8%	3.5%
管理费用	-562	-941	-777	-880	-995	-1,144
%销售收入	14.2%	16.6%	10.7%	10.0%	9.5%	9.3%
研发费用	-332	-370	-516	-616	-681	-775
%销售收入	8.4%	6.5%	7.1%	7.0%	6.5%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	940	1,808	2,899	3,605	4,473	5,338
%销售收入	23.8%	32.0%	39.9%	41.0%	42.7%	43.4%
财务费用	-42	-44	-33	-101	-206	-222
%销售收入	1.1%	0.8%	0.5%	1.1%	2.0%	1.8%
资产减值损失	-320	-119	-203	-115	-64	-41
公允价值变动收益	22	-21	-23	0	0	0
投资收益	23	26	22	23	23	23
%税前利润	3.2%	1.5%	0.8%	0.7%	0.5%	0.4%
营业利润	729	1,757	2,754	3,507	4,319	5,192
营业利润率	18.5%	31.1%	37.9%	39.8%	41.2%	42.2%
营业外收支	0	2	-2	0	-1	-1
税前利润	729	1,759	2,753	3,507	4,318	5,191
利润率	18.5%	31.1%	37.9%	39.8%	41.2%	42.2%
所得税	-127	-262	-370	-526	-648	-779
所得税率	17.4%	14.9%	13.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	602	1,497	2,383	2,981	3,671	4,413
少数股东损益	-3	6	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	606	1,491	2,382	2,980	3,670	4,411
净利率	15.3%	26.4%	32.8%	33.9%	35.0%	35.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	602	1,497	2,383	2,981	3,671	4,413
少数股东损益	-3	6	1	1	1	1
非现金支出	539	379	516	387	376	440
非经营收益	13	41	53	63	72	47
营运资金变动	-1,223	-581	-2,131	-612	-1,525	-1,152
经营活动现金净流	-69	1,335	821	2,819	2,594	3,748
资本开支	-399	-473	-436	-701	-678	-515
投资	192	66	32	0	0	0
其他	38	24	18	23	23	23
投资活动现金净流	-169	-382	-386	-678	-655	-492
股权募资	0	39	26	0	0	0
债权募资	-93	-144	-103	111	-115	-555
其他	-81	-122	-260	-219	-232	-206
筹资活动现金净流	-175	-227	-337	-108	-348	-761
现金净流量	-413	726	99	2,033	1,591	2,495

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	918	1,648	1,811	3,819	5,393	7,875
应收款项	3,721	4,195	5,770	6,389	7,855	9,204
存货	1,097	1,846	2,288	2,169	2,331	2,498
其他流动资产	286	287	121	420	452	484
流动资产	6,022	7,976	9,991	12,798	16,031	20,061
%总资产	67.2%	71.7%	73.7%	76.2%	78.6%	81.8%
长期投资	1,088	1,091	1,062	1,062	1,062	1,062
固定资产	1,498	1,683	1,968	2,395	2,749	2,856
%总资产	16.7%	15.1%	14.5%	14.3%	13.5%	11.6%
无形资产	264	268	256	328	345	359
非流动资产	2,936	3,147	3,570	3,995	4,361	4,476
%总资产	32.8%	28.3%	26.3%	23.8%	21.4%	18.2%
资产总计	8,958	11,123	13,560	16,792	20,392	24,537
短期借款	975	898	457	670	555	0
应付款项	972	1,378	1,687	1,835	2,109	2,482
其他流动负债	154	417	265	420	344	408
流动负债	2,101	2,694	2,410	2,925	3,008	2,891
长期贷款	471	353	710	710	710	710
其他长期负债	414	638	688	555	539	525
负债	2,986	3,686	3,807	4,189	4,257	4,125
普通股股东权益	5,971	7,441	9,756	12,606	16,136	20,412
其中：股本	515	518	520	520	520	520
未分配利润	2,183	3,528	5,689	8,539	12,069	16,345
少数股东权益	1	-4	-3	-2	-1	0
负债股东权益合计	8,958	11,123	13,560	16,792	20,392	24,537

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.176	2.878	4.578	5.726	7.051	8.477
每股净资产	11.599	14.361	18.747	24.222	31.007	39.222
每股经营现金净流	-0.134	2.577	1.578	5.416	4.985	7.202
每股股利	0.050	0.150	0.300	0.250	0.267	0.261
回报率						
净资产收益率	10.14%	20.04%	24.42%	23.64%	22.74%	21.61%
总资产收益率	6.76%	13.40%	17.57%	17.74%	17.99%	17.98%
投入资本收益率	10.35%	17.54%	22.77%	21.76%	21.73%	21.38%
增长率						
主营业务收入增长率	7.67%	43.20%	28.48%	21.11%	19.04%	17.40%
EBIT增长率	49.29%	92.30%	60.34%	24.33%	24.08%	19.34%
净利润增长率	103.48%	146.21%	59.79%	25.07%	23.15%	20.21%
总资产增长率	2.18%	24.17%	21.91%	23.84%	21.44%	20.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	123.5	90.1	95.5	100.0	110.0	110.0
存货周转天数	203.6	242.3	278.6	250.0	230.0	210.0
应付账款周转天数	127.7	150.8	155.1	155.1	155.1	155.1
固定资产周转天数	117.3	92.9	82.6	59.2	57.2	57.2
偿债能力						
净负债/股东权益	8.85%	-5.33%	-6.61%	-19.36%	-25.59%	-35.10%
EBIT利息保障倍数	22.5	41.0	87.8	35.7	21.7	24.1
资产负债率	33.33%	33.14%	28.08%	24.95%	20.88%	16.81%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-06-14	买入	124.00	160.00~163.50
2	2022-06-18	买入	133.59	N/A
3	2022-08-26	买入	119.81	N/A
4	2022-10-11	买入	112.04	N/A
5	2022-10-28	买入	133.28	N/A
6	2023-01-17	买入	110.34	N/A

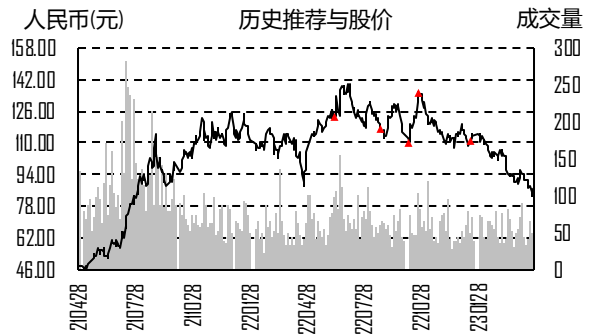
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402