



振华科技 (000733.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩稳健增长，盈利能力持续改善

事件

2023年8月24日，公司发布2023年中报，2023H1年实现营收43.1亿元（同比+12.4%）、归母净利润15.3亿元（同比+20.2%），其中23Q2实现营收22.1亿元（同比+13.3%）、归母净利润8.0亿元（同比+19.5%）。

点评

半导体业务持续高增，通用元件增速放缓。23H1新型电子元器件收入42.9亿元（同比+12.4%）。子公司收入，振华永光11.3亿元（同比+52.5%）、振华微5.1亿元（同比+0.5%）、振华云科6.6亿元（同比+12.1%）、振华富5.5亿元（同比+0.4%）、振华新云5.3亿元（同比-13.0%）。半导体分立器件增速最高，振华永光+振华微占公司总收入提升至37.9%（同比+5.5pct），产品结构持续优化。**提质增效优化结构，费用压减提升盈利能力。**23H1毛利率为62.5%（同比+0.3pct），归母净利率为35.5%（同比+2.3pct），期间费用率同比下降1.9pct，销售费用率和管理费用率均有压减，销售费用率3.7%（同比-0.6pct）、管理费用率8.4%（同比-0.7pct）。

振华微利润或受产品结构影响，振华永光受益国产替代。振华微（电源产品）23H1净利润下降，或因产品结构影响、低附加值产品占比提升。振华永光（半导体分立器件）23H1高增长，主要是MOS/IGBT等国产替代需求强，公司在手订单饱满。

订单交付结转加快，静待新一轮景气开启。23H1存货余额21.8亿元（较期初-4.7%），其中原材料8.2亿元（较期初+17.3%）、产成品8.8亿元（较期初-21.9%）。合同负债0.5亿元（较期初-41.5%），订单交付顺利、收入确认加快，公司积极备货，静待元器件行业新一轮景气来临。

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2023-25年归母净利润分别为29.2亿、35.7亿、43.2亿元，对应PE为16/13/11倍。考虑公司作为平台型龙头的稀缺定位，维持“买入”评级。

盈利预测、估值与评级

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。

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

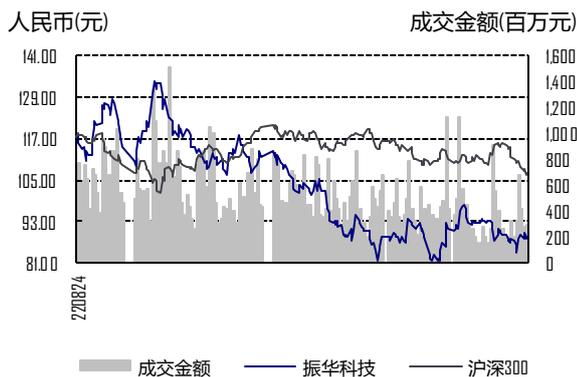
分析师：杨晨（执业S1130522060001）

yangchen@gjzq.com.cn

市价（人民币）：87.99元

相关报告：

- 1.《振华科技22年报和23一季报点评：业绩增长韧性强，盈利能力持...》，2023.4.28
- 2.《业绩保持高增长，定增持续推进》，2023.1.17
- 3.《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



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	8,774	10,420	12,232
营业收入增长率	43.20%	28.48%	20.73%	18.77%	17.39%
归母净利润(百万元)	1,491	2,382	2,921	3,567	4,327
归母净利润增长率	146.21%	59.79%	22.60%	22.12%	21.32%
摊薄每股收益(元)	2.878	4.578	5.613	6.854	8.315
每股经营性现金流净额	2.58	1.58	5.10	4.65	7.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.04%	24.42%	23.28%	22.33%	21.46%
P/E	43.19	24.95	15.68	12.84	10.58
P/B	8.65	6.09	3.65	2.87	2.27

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

事件说明.....	3
半导体板块增速最快，营收与利润增长稳健.....	3
半导体板块增速最快，盈利能力持续提升.....	3
持续优化产品结构，新型电子元器件收入持续增长.....	3
产品结构优化叠加提质增效，盈利能力持续改善.....	4
产品结构优化，费用压降助力盈利能力提升.....	4
经营效率提升，管理及销售费用进一步压降.....	5
订单交付顺利，经营性现金流有所改善.....	5
产能释放充分，静待新一轮扩产来临.....	5
顺利交付下合同负债有所下降，存货原材料明显增长.....	6
经营性净现金流有所改善，收现比有所提升.....	6
投资建议.....	7
风险提示.....	7

图表目录

图表 1： 营业收入及同比增速.....	3
图表 2： 季度营收及同比、环比增速.....	3
图表 3： 归母净利润及同比增速.....	3
图表 4： 季度归母净利润及同比、环比增速.....	3
图表 5： 分业务收入及占比.....	4
图表 6： 毛利率及净利率.....	4
图表 7： 单季度毛利率及净利率.....	4
图表 8： 新型电子元器件业务毛利率持续提升.....	5
图表 9： 各项费用率.....	5
图表 10： 季度各项费用率.....	5
图表 11： 固定资产和在建工程.....	6
图表 12： 资本性支出.....	6
图表 13： 合同负债及预付款项.....	6
图表 14： 存货及周转天数.....	6
图表 15： 经营性净现金流及收现比.....	6
图表 16： 季度经营性净现金流及收现比.....	6



事件说明

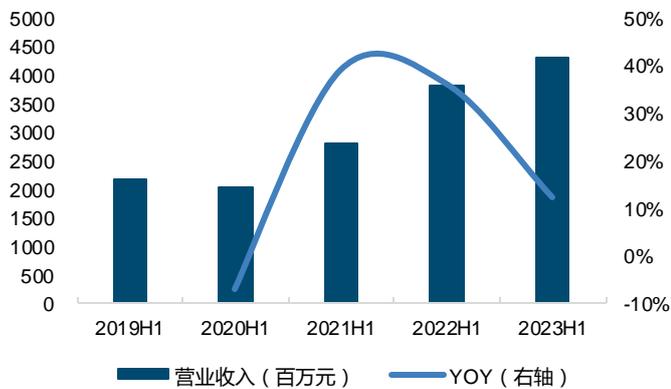
2023年8月24日，公司发布2023年中报，2023H1年实现营收43.1亿元（同比+12.4%）、归母净利润15.3亿元（同比+20.2%），其中23Q2实现营收22.1亿元（同比+13.3%）、归母净利润8.0亿元（同比+19.5%）。

半导体板块增速最快，营收与利润增长稳健

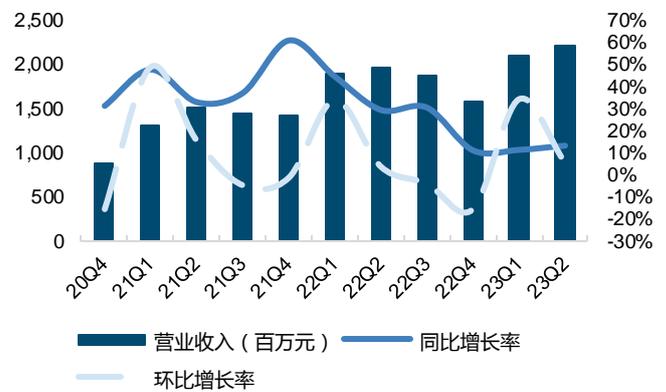
半导体板块增速最快，盈利能力继续提升

公司2023H1实现营收43.1亿元（同比+12.4%），其中振华微5.1亿元（同比+0.5%）、振华永光11.3亿元（同比+52.5%），半导体分立器件板块增长最快；振华富5.5亿元（同比+0.4%）、振华云科6.6亿元（同比+12.1%）、振华新云5.3亿元（同比-13.0%），通用元器件板块增速放缓。公司2023H1实现归母净利润15.3亿元，同比增长20.2%。振华微净利润1.6亿元（同比-23.4%），净利润下滑可能是利润率低的通用电源模块占比提升所致；振华永光净利润为5.2亿元（同比+59.0%），MOS、IGBT等新型元器件国产替代快，半导体分立器件在手订单多。

图表1：营业收入及同比增速



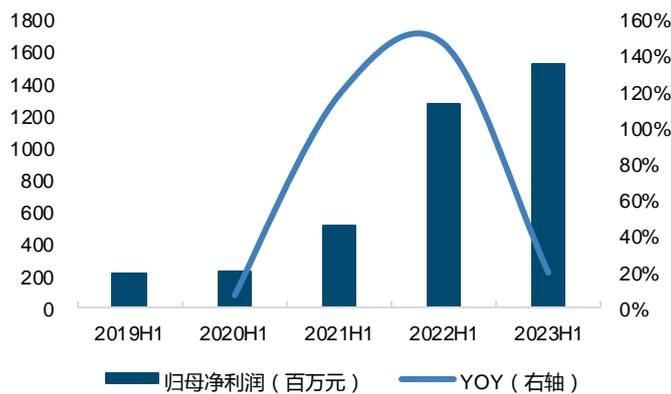
图表2：季度营收及同比、环比增速



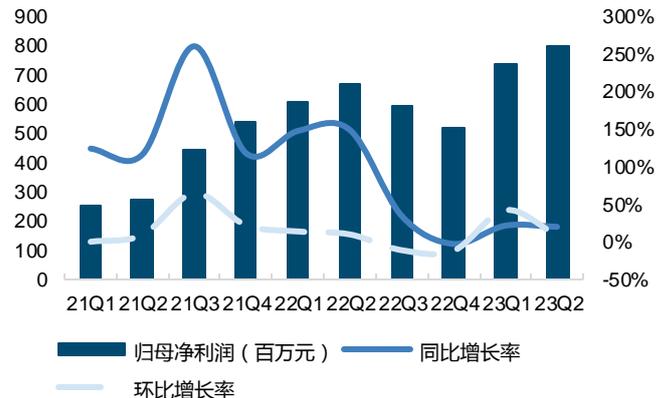
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表3：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

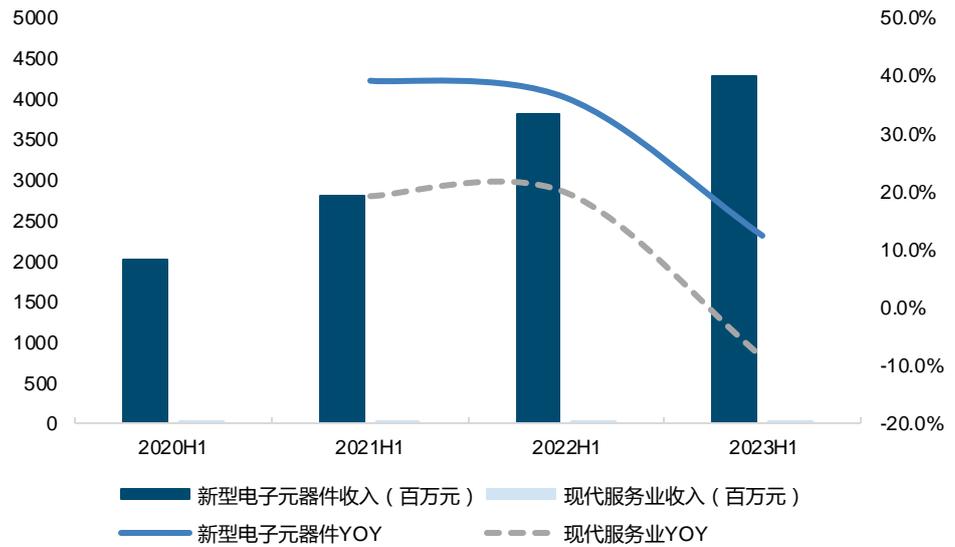
来源：Wind，国金证券研究所

持续优化产品结构，新型电子元器件收入持续增长

公司持续优化产品结构、发挥新型电子元器件产品优势，2023H1新型电子元器件实现收入42.5亿元，同比增长12.5%；现代服务业收入0.2亿元，同比下降8.5%。



图表5: 分业务收入及占比



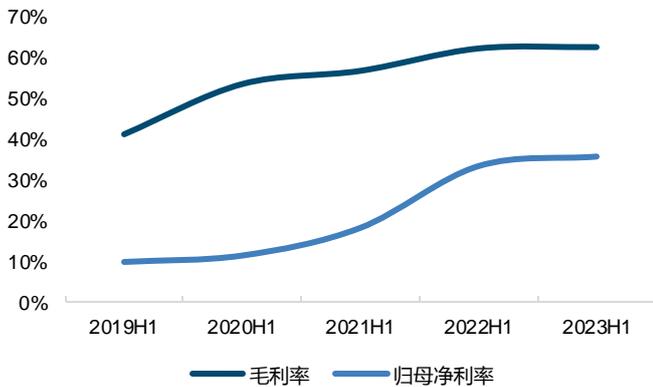
来源: Wind, 国金证券研究所

产品结构优化叠加提质增效, 盈利能力持续改善

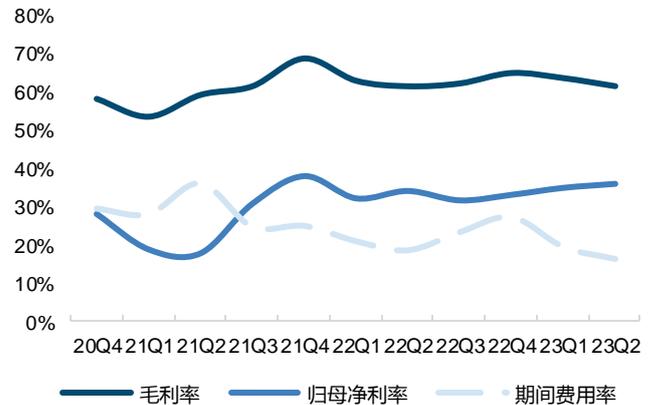
产品结构优化, 费用压降助力盈利能力提升

2023H1 毛利率 62.5% (同比+0.3pct), 振华永光+振华微占公司总收入提升至 37.9% (同比+5.5pct), 产品结构持续优化; 2023H1 归母净利率 35.5% (同比+2.3pct), 期间费用率同比下降 1.9pct, 销售费用率和管理费用率均有压减, 销售费用率 3.7% (同比-0.6pct)、管理费用率 8.4% (同比-0.7pct)。23Q2 毛利率 61.5% (同比+0.02pct)、归母净利率 36.0% (同比+1.9pct), 盈利能力持续提升。

图表6: 毛利率及净利率



图表7: 单季度毛利率及净利率



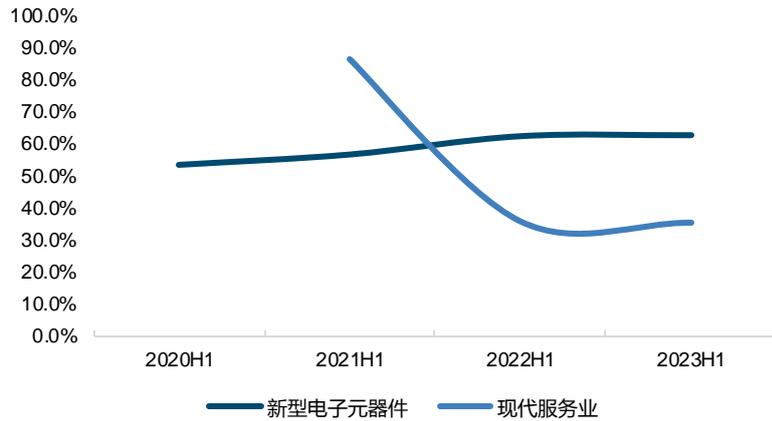
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

2023H1 公司新型电子元器件产品毛利率 62.6%, 同比提升 0.3pct, 主要是半导体分立器件收入占比提升; 现代服务业毛利率为 35.6%, 同比提升 0.6pct。



图表8：新型电子元器件业务毛利率持续提升

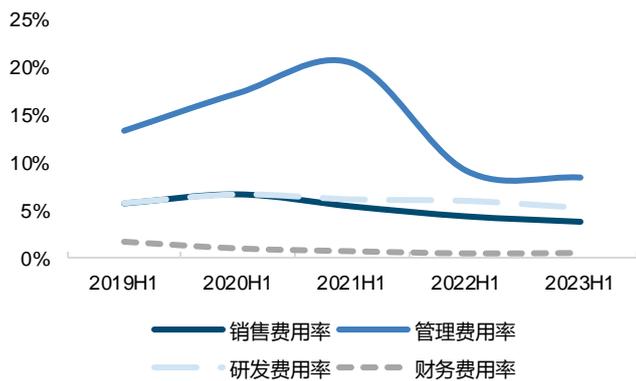


来源：Wind，国金证券研究所

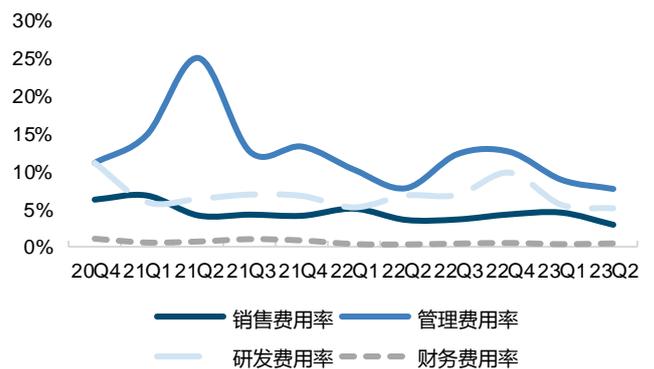
经营效率提升，管理及销售费用进一步压降

经营效率提升，期间费用率进一步压减。公司积极提质增效，费用率持续压减。公司 2023H1 期间费用率 17.9%，同比下降 1.9pct，其中管理费用率 8.4%，同比下降 0.7pct；销售费用率 3.7%，同比下降 0.6pct。

图表9：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

订单交付顺利，经营性现金流有所改善

产能释放充分，静待新一轮扩产来临

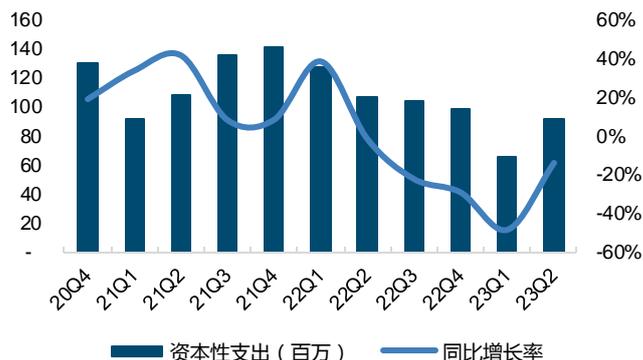
2023H1 在建工程 3.5 亿元（较期初+9.4%），主要是电子元器件厂房项目、电阻器生产线条件建设项目等投入，前期扩产或已相对充分。定增方案已获深交所审核通过，方案落地将加速新一轮产能释放和公司成长为一体化军工电子龙头平台。



图表11: 固定资产和在建工程



图表12: 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

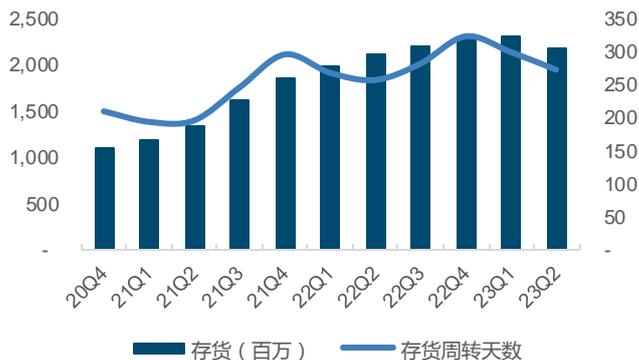
顺利交付下合同负债有所下降, 存货原材料明显增长

2023H1 存货余额 21.8 亿元 (较期初-4.7%), 其中原材料 8.2 亿元 (较期初+17.3%)、产成品 8.8 亿元 (较期初-21.9%)。合同负债 0.5 亿元 (较期初-41.5%), 订单交付顺利, 公司积极备货满足需求。

图表13: 合同负债及预付款项



图表14: 存货及周转天数



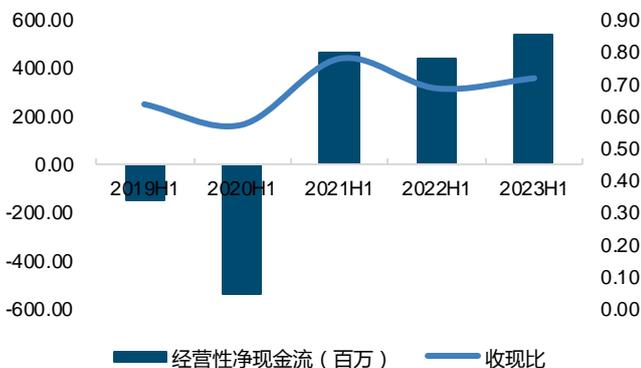
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

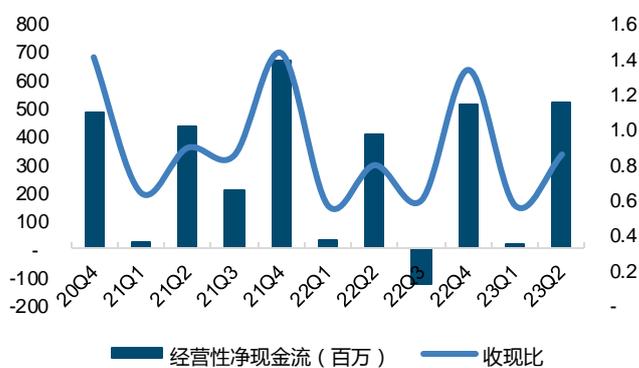
经营性净现金流有所改善, 收现比有所提升

公司 2023H1 经营性净现金 5.35 亿元, 收现比 0.7; 23Q2 经营性净现金流 5.2 亿元, 收现比 0.9。经营性净现金流改善、收现比提升。

图表15: 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



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 2023-25 年归母净利润分别为 29.2 亿、35.7 亿、43.3 亿元，对应 PE 为 16/13/11 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	8,774	10,420	12,232
增长率		43.2%	28.5%	20.7%	18.8%	17.4%
主营业务成本	-1,834	-2,216	-2,709	-3,255	-3,834	-4,475
%销售收入	46.4%	39.2%	37.3%	37.1%	36.8%	36.6%
毛利	2,116	3,440	4,558	5,518	6,586	7,757
%销售收入	53.6%	60.8%	62.7%	62.9%	63.2%	63.4%
营业税金及附加	-40	-51	-66	-82	-95	-112
%销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-241	-270	-300	-351	-396	-428
%销售收入	6.1%	4.8%	4.1%	4.0%	3.8%	3.5%
管理费用	-562	-941	-777	-877	-990	-1,138
%销售收入	14.2%	16.6%	10.7%	10.0%	9.5%	9.3%
研发费用	-332	-370	-516	-614	-709	-795
%销售收入	8.4%	6.5%	7.1%	7.0%	6.8%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	940	1,808	2,899	3,594	4,397	5,284
%销售收入	23.8%	32.0%	39.9%	41.0%	42.2%	43.2%
财务费用	-42	-44	-33	-106	-223	-237
%销售收入	1.1%	0.8%	0.5%	1.2%	2.1%	1.9%
资产减值损失	-320	-119	-203	-168	-92	-71
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%	0.5%
营业利润	729	1,757	2,754	3,438	4,198	5,093
营业利润率	18.5%	31.1%	37.9%	39.2%	40.3%	41.6%
营业外收支	0	2	-2	0	-1	-1
税前利润	729	1,759	2,753	3,437	4,198	5,093
利润率	18.5%	31.1%	37.9%	39.2%	40.3%	41.6%
所得税	-127	-262	-370	-516	-630	-764
所得税率	17.4%	14.9%	13.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	602	1,497	2,383	2,922	3,568	4,329
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	2,921	3,567	4,327
净利率	15.3%	26.4%	32.8%	33.3%	34.2%	35.4%

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	2,922	3,568	4,329
少数股东损益	-3	6	1	1	1	1
非现金支出	539	379	516	440	404	469
非经营收益	13	41	53	68	89	59
营运资金变动	-1,223	-581	-2,131	-773	-1,643	-1,070
经营活动现金净流	-69	1,335	821	2,657	2,418	3,787
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	260	97	-915
其他	-81	-122	-260	-224	-249	-218
筹资活动现金净流	-175	-227	-337	35	-152	-1,133
现金净流量	-413	726	99	2,014	1,611	2,162

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	3,801	5,394	7,543
应收款项	3,721	4,195	5,770	6,345	7,797	9,135
存货	1,097	1,846	2,288	2,312	2,581	2,636
其他流动资产	286	287	121	420	452	483
流动资产	6,022	7,976	9,991	12,877	16,224	19,797
%总资产	67.2%	71.7%	73.7%	76.3%	78.8%	81.6%
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%	14.2%	13.4%	11.8%
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%	23.7%	21.2%	18.4%
资产总计	8,958	11,123	13,560	16,872	20,585	24,273
短期借款	975	898	457	818	915	0
应付款项	972	1,378	1,687	1,829	2,110	2,469
其他流动负债	154	417	265	416	338	403
流动负债	2,101	2,694	2,410	3,063	3,363	2,872
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	4,328	4,612	4,107
普通股股东权益	5,971	7,441	9,756	12,547	15,975	20,166
其中：股本	515	518	520	520	520	520
未分配利润	2,183	3,528	5,689	8,480	11,908	16,099
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	16,872	20,585	24,273

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.176	2.878	4.578	5.613	6.854	8.315
每股净资产	11.599	14.361	18.747	24.109	30.697	38.751
每股经营现金净流	-0.134	2.577	1.578	5.105	4.647	7.277
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%	23.28%	22.33%	21.46%
总资产收益率	6.76%	13.40%	17.57%	17.31%	17.33%	17.83%
投入资本收益率	10.35%	17.54%	22.77%	21.56%	21.12%	21.41%
增长率						
主营业务收入增长率	7.67%	43.20%	28.48%	20.73%	18.77%	17.39%
EBIT增长率	49.29%	92.30%	60.34%	23.95%	22.35%	20.18%
净利润增长率	103.48%	146.21%	59.79%	22.60%	22.12%	21.32%
总资产增长率	2.18%	24.17%	21.91%	24.42%	22.01%	17.91%
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	270.0	260.0	230.0
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	59.4	57.5	57.5
偿债能力						
净负债/股东权益	8.85%	-5.33%	-6.61%	-18.12%	-23.60%	-33.88%
EBIT利息保障倍数	22.5	41.0	87.8	33.9	19.7	22.3
资产负债率	33.33%	33.14%	28.08%	25.65%	22.40%	16.92%

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
7	2023-04-28	买入	87.00	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

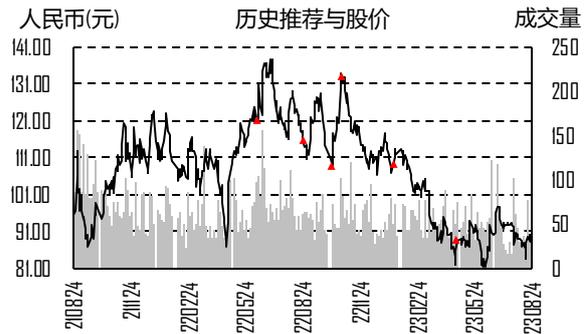
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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





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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究