

振华科技 (000733.SZ)

立足长期成长，打造国内军工电子主力军

全面加强练兵备战逻辑下的军工景气度逐步被市场认可，但是军工企业在新一轮备战后的长期成长问题仍是市场核心担忧的问题，或者说这轮备战结束后军工产业是否就遇到了天花板，军工企业发展又该如何？我们以振华科技为例，寻找这一类拥有产品拓展能力进而获得长期成长的军工企业。

军工产业的长期成长属性来自于：军工技术对抗是永恒主题，牵引武器装备不断升级换代，刺激军费持续投入。“生产一代、研制一代、预研一代、探索一代”是军工产品的研发格局，这会带动军工产业长期成长。相应的，军工企业获得长期成长的路径则是：依托技术或者产品的持续拓展，能够渗透进不断迭代更新的装备，进而获得持续的增长动力。这就需要军工企业：1) 产品方向符合装备发展趋势，如无人装备持续列装、国防信息化需要持续升级、碳纤维等先进材料不断渗透到新型装备；2) 产品驱动型而非渠道驱动型，高研发投入下技术与产品拥有核心竞争力进而获得强拓展能力，无论是产品的横向扩展还是纵向集成，或者是依托军转民特性向其他如大飞机、商用航发等高端装备产品进行拓展。

振华科技的长期成长发展战略：打造国内军工电子主力军。振华科技新型电子元器件业务正朝着纵向集成、横向扩展、做强做优做大的目标加速演进、加快发展。

1) 军工被动元器件业务持续增长。未来7年是百年未有之大变局加速演进、全面加强练兵备战背景下，我国武器装备补短板、军事装备进入加速追赶带来的高增长、高确定性的红利期。这块业务将显著受益于下游武器装备放量列装、国产化率提升、国防信息化率提升。

2) 军工集成电路业务，主营厚薄膜集成电路的振华微实现高速增长。2017~2020年振华微分别实现净利润0.11、0.14、0.70、1.28亿元，净利润增速分别为12.05%、23.69%、391.31%、84.45%。我们认为，这是拥有强产品拓展能力在业绩上的体现。

3) 军工半导体分立器件业务方面，IGBT 模块、场效应管驱动模块等模块级产品持续拓展。公司参股 20% 的森未科技拥有国内一流的 IGBT 技术团队，产品性能对标德国英飞凌，并为多家用户配套，公司有望成为我国军用 IGBT 国产化进程的重要担当。

4) 持续加大研发投入，振华科技研发费用在军工电子元器件公司中领先优势明显。2020 年，振华科技、宏达电子、火炬电子、鸿远电子等研发支出分别为：3.73、0.84、0.68、0.45 亿元，振华科技的研发投入较大。因此可以看到振华科技在通用元件、半导体分立器件、机电组件、集成电路、MLCC/LTCC 系列材料、电子浆料等电子功能材料等领域不断实现产品拓展，企业核心竞争力不断增强。

5) 发展战略上，振华科技已经明确以电子元器件产业链为核心主业的战略定位，并且在不断加大高端元器件产业布局。一方面，围绕 SiC 器件、IGBT、LTCC 滤波器等产业进行规划布局，另一方面，加快引进行业技术领军人才和科研团队，形成高素质工匠技能人才队伍。

市场对于公司的预期差有以下几方面。

1) 业绩方面：深通信与振华新能源等历史包袱出清，2020 年真实经营性净利润 (8.52 亿元，+185.91%)，业绩大超市场预期。我们预计公司 2021~2023 年归母净利润为 10.81、14.51、18.83 亿元，同比增速分别为 26.9%、34.2%、29.8%，2021 年增速是以剔除深通信资产减值影响的真实经营性利润计算。

2) 管理机制方面：2019 年已经推出股权激励方案，经营管理层面的巨大改善在近年来公司持续大幅增长的业绩上已经有所验证。

3) 长期成长方面：如上述，振华科技的高研发投入、多产品布局、高端元器件产品储备等发展战略，正在将其打造成为国内军工电子主力军。

投资建议：我们预计公司 2021~2023 年归母净利润为 10.81、14.51、18.83 亿元，对应当前的估值水平为 24X、18X、14X。作为 CEC 旗下的军工电子与半导体大本营，估值优势显著，维持“买入”评级。

风险提示：军工产品拓展不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,668	3,950	5,440	7,335	9,381
增长率 yoy (%)	-31.3	7.7	37.7	34.8	27.9
归母净利润 (百万元)	298	606	1,081	1,451	1,883
增长率 yoy (%)	14.9	103.5	78.5	34.2	29.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.58	1.18	2.10	2.82	3.66
净资产收益率 (%)	5.5	10.1	15.5	17.3	18.4
P/E (倍)	88.3	43.4	24.3	18.1	14.0
P/B (倍)	4.88	4.40	3.77	3.13	2.57

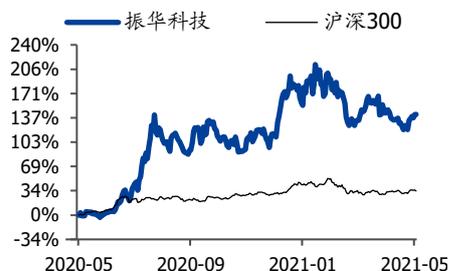
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	元件
前次评级	买入
5月21日收盘价(元)	51.03
总市值(百万元)	26,270.53
总股本(百万股)	514.81
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	6.62

股价走势



作者

分析师 余平

执业证书编号: S0680520010003

邮箱: yuping@gszq.com

相关研究

- 1、《振华科技 (000733.SZ): 2020 年归母净利润同比增长 103.48%，军工电子业务快速增长》2021-04-30
- 2、《振华科技 (000733.SZ): 2020 年归母净利润同比增长 75%~105%，大超市场预期》2021-01-28
- 3、《振华科技 (000733) G-ESG 评级报告》2021-01-06

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6034	6022	7004	7788	8292
现金	1341	918	1032	1136	1243
应收票据及应收账款	2829	3418	3743	3875	3901
其他应收款	57	20	63	72	80
预付账款	142	124	184	215	235
存货	949	1097	1257	1466	1532
其他流动资产	717	445	724	1025	1300
非流动资产	2732	2936	3010	3138	3156
长期投资	382	368	372	374	378
固定资产	1290	1270	1280	1321	1365
无形资产	191	173	225	286	348
其他非流动资产	870	1125	1134	1157	1064
资产总计	8767	8958	10014	10926	11448
流动负债	1981	2101	2366	2627	2865
短期借款	476	959	800	923	854
应付票据及应付账款	688	931	939	1132	1089
其他流动负债	818	211	628	571	922
非流动负债	1403	885	826	1179	1479
长期借款	1023	471	341	424	397
其他非流动负债	381	414	485	755	1082
负债合计	3384	2986	3192	3806	4345
少数股东权益	4	1	1	1	1
股本	515	515	515	515	515
资本公积	2878	2902	2902	2902	2902
留存收益	1898	2478	3443	4737	6415
归属母公司股东权益	5378	5971	6821	7119	7102
负债和股东权益	8767	8958	10014	10926	11448

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	260	-69	733	1279	2213
净利润	295	602	1081	1451	1883
折旧摊销	212	218	225	298	385
财务费用	63	42	76	98	113
投资损失	112	-23	-6	-5	-4
营运资金变动	-612	-1223	-598	-565	-168
其他经营现金流	189	314	-45	2	3
投资活动现金流	-198	-169	-301	-403	-385
资本支出	330	400	127	101	112
长期投资	139	192	-3	-20	-4
其他投资现金流	271	423	-177	-321	-278
筹资活动现金流	93	-175	46	289	298
短期借款	-515	483	50	68	87
长期借款	119	-551	-130	83	-27
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-8	23	0	0	0
其他筹资现金流	497	-130	126	139	237
现金净增加额	154	-413	478	1166	2126

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3668	3950	5440	7335	9381
营业成本	2040	1834	2524	3393	4337
营业税金及附加	36	40	54	81	103
营业费用	205	241	305	411	516
管理费用	525	562	751	1012	1285
研发费用	232	332	424	572	713
财务费用	63	42	76	98	113
资产减值损失	-50	-90	27	37	47
其他收益	114	108	25	20	13
公允价值变动收益	30	22	5	7	2
投资净收益	-112	23	6	5	4
资产处置收益	1	-2	0	0	0
营业利润	397	729	1316	1764	2285
营业外收入	18	4	4	3	3
营业外支出	19	4	25	29	33
利润总额	397	729	1295	1738	2255
所得税	101	127	214	287	372
净利润	295	602	1081	1451	1883
少数股东损益	-2	-3	0	0	0
归属母公司净利润	298	606	1081	1451	1883
EBITDA	664	1009	1569	2096	2707
EPS (元)	0.58	1.18	2.10	2.82	3.66

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-31.3	7.7	37.7	34.8	27.9
营业利润(%)	26.7	83.4	80.5	34.0	29.5
归属于母公司净利润(%)	14.9	103.5	78.5	34.2	29.8
获利能力					
毛利率(%)	44.4	53.6	53.6	53.7	53.8
净利率(%)	8.1	15.3	19.9	19.8	20.1
ROE(%)	5.5	10.1	15.5	17.3	18.4
ROIC(%)	4.6	8.4	12.8	14.1	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	38.6	33.3	31.9	34.8	38.0
净负债比率(%)	11.9	14.3	10.5	13.2	12.6
流动比率	3.0	2.9	3.0	3.0	2.9
速动比率	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	1.1	1.3	1.7	2.5	3.5
应付账款周转率	1.7	2.3	2.7	2.3	2.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	1.18	2.10	2.82	3.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	-0.13	1.42	2.49	4.30
每股净资产(最新摊薄)	10.45	11.60	13.55	16.30	19.88
估值比率					
P/E	88.3	43.4	24.3	18.1	14.0
P/B	4.9	4.4	3.8	3.1	2.6
EV/EBITDA	40.5	26.9	17.2	13.1	10.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com