

## 业绩贴近预告区间上限，存货大幅增长，行业高景气持续

**事件:** 公司发布 2021 年前三季度报告, 前三季度实现营收 42.48 亿(+38.32%), 实现归母净利润 9.56 亿(+166.56%), 贴近预告区间 150%~170% 的上限。

### 核心观点

- **单季度业绩 4.4 亿贴近预告上限，同比增速高。** 2021 前三季度公司实现营收 42.48 亿元(+38.32%)，归母净利润 9.56 亿元(+166.56%)；Q3 单季度实现营收 14.31 亿元(+36.81%)，归母净利润 4.40 亿元(+258.05%)。剔除退休人员社会化一次性统筹费用的影响，2021 前三季度经营业绩高达 11.89 亿元，同比大幅增长。公司营收增长主要是防务领域提质上量刚性需求的拉动，订单任务饱满。利润增速高于营收，主要由于高附加值产品占比提升带动毛利率提升，期间费用明显下降(剔除一次性费用)：前三季度公司毛利率高达 58.25%，同比提高 6.01pct。毛利率提升主要是由于防务产品占比提升，高附加值产品销售同比增长。
- **存货同比 76% 增长，经营性现金流大幅改善。** 存货 16.06 亿元，同比去年同期增长 76.21%。由于防务业务以销定产，存货增长快说明公司高新电子业务订单饱满，景气度高。公司前三季度经营性现金流净额为 6.68 亿，同比去年同期的-5.53 亿有较大改善。
- **公司是军品元器件龙头，拓品类+产业链延伸长期发展空间大，盈利能力持续改善利润弹性大。** (1) 军品元器件龙头，核心子公司盈利能力不断提升，半导体业务增速快。作为平台型公司，振华科技品类多、客户覆盖全，在阻、容、感等细分领域竞争力强，半导体业务增速快，占比不断提升。过去 2 轮定增募投项目助力产业发展，子公司的产能、研发等能力不断得到补充和提升。受装备信息化+国产替代驱动，近年来公司高新电子发展迅速，结构优化毛利率持续提升，核心子公司净利润水平提升很快。(2) 拓品类+产业链延伸，长期发展空间大。近年来沿产业链拓展，布局新的增长点：子公司振华微向产业链下游电源系统延伸，高新电子业务向产业链上游材料延伸，提高公司的产品性能和技术壁垒。此外，IGBT 已研发出 30 多款，未来在防务市场的国产替代空间广阔。

### 财务预测与投资建议

- 由于公司毛利率提升，我们上调 21~23 年 eps 为 2.40、3.39、4.34 元(前值为 2.23、3.18、4.05 元)，参考可比公司 22 年 35 倍市盈率，给予目标价 118.58 元，维持增持评级。

### 风险提示

军工订单和收入确认进度不及预期；

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,668	3,950	5,247	6,749	8,693
同比增长(%)	-31.3%	7.7%	32.9%	28.6%	28.8%
营业利润(百万元)	397	729	1,492	2,082	2,673
同比增长(%)	26.7%	83.4%	104.7%	39.5%	28.4%
归属母公司净利润(百万元)	298	606	1,234	1,744	2,234
同比增长(%)	14.9%	103.5%	103.8%	41.3%	28.1%
每股收益(元)	0.58	1.18	2.40	3.39	4.34
毛利率(%)	44.4%	53.6%	56.8%	57.1%	57.5%
净利率(%)	8.1%	15.3%	23.5%	25.8%	25.7%
净资产收益率(%)	5.7%	10.7%	18.9%	22.0%	22.7%
市盈率	185.6	91.2	44.8	31.7	24.7
市净率	10.3	9.3	7.8	6.3	5.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月27日)	107.3 元
目标价格	118.58 元
52 周最高价/最低价	116.66/39.02 元
总股本/流通 A 股(万股)	51,481/51,481
A 股市值(百万元)	55,239
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021 年 10 月 27 日

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.71	18.43	35.65	142.87
相对表现	3.65	12.56	33.49	139.47
沪深 300	-1.94	5.87	2.16	3.4



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	王天一
	021-63325888*6126
	wangtianyi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860510120021
证券分析师	罗楠
	021-63325888*4036
	luonan@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860518100001
证券分析师	冯函
	021-63325888*2900
	fenghan@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860520070002
联系人	丁昊
	dinghao@orientsec.com.cn

### 相关报告

21H1 业绩同比+118.79%，盈利能力持续提升；	2021-08-30
20 年业绩翻倍，Q1 延续高增长；	2021-05-07
单 Q3 业绩实现 120.72% 高速增长，前三季度经营性业绩 4.68 亿超预期	2020-10-31

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 附录

由于公司已披露三季报且接近年末，我们进行估值切换，认为给予公司 22 年估值水平更为合理。因此，参考可比公司 22 年调整后估值 35 倍，给予目标价 118.58 元。

**表 1：振华科技可比上市公司估值表**

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)					市盈率			
			2021/10/27	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
火炬电子	603678	75.49	1.33	2.16	2.90	3.81	56.96	34.92	26.03	19.83	
宏达电子	300726	81.40	1.21	2.02	2.77	3.80	67.32	40.33	29.38	21.41	
中航光电	002179	88.20	1.31	1.94	2.51	3.22	67.42	45.45	35.08	27.35	
中航电子	600372	17.53	0.33	0.43	0.53	0.66	53.59	40.94	33.19	26.64	
鸿远电子	603267	161.37	2.09	3.71	5.04	6.79	77.16	43.47	32.02	23.75	
航天电器	002025	67.54	0.96	1.33	1.77	2.34	70.51	50.92	38.17	28.85	
菲利华	300395	53.79	0.70	1.04	1.35	1.86	76.34	51.93	39.83	28.93	
光电股份	600184	11.43	0.10	0.13	0.16	0.19	112.06	87.92	71.44	60.16	
	调整后平均						69.28	45.50	34.61	26.16	

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,341	918	1,962	2,457	3,034	营业收入	3,668	3,950	5,247	6,749	8,693
应收票据、账款及款项融资	3,116	3,701	3,944	5,008	6,492	营业成本	2,040	1,834	2,268	2,893	3,698
预付账款	142	124	105	169	217	营业税金及附加	36	40	26	34	43
存货	949	1,097	499	636	814	营业费用	205	241	289	358	452
其他	486	182	452	467	487	管理费用及研发费用	757	894	1,118	1,336	1,765
<b>流动资产合计</b>	<b>6,034</b>	<b>6,022</b>	<b>6,963</b>	<b>8,738</b>	<b>11,044</b>	财务费用	63	42	77	70	64
长期股权投资	382	368	368	368	368	资产、信用减值损失	202	320	140	140	160
固定资产	1,290	1,269	1,635	1,886	2,129	公允价值变动收益	30	22	30	30	30
在建工程	269	229	258	216	190	投资净收益	(112)	23	30	30	30
无形资产	191	173	163	153	143	其他	115	105	103	103	103
其他	601	897	714	689	664	<b>营业利润</b>	<b>397</b>	<b>729</b>	<b>1,492</b>	<b>2,082</b>	<b>2,673</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,732</b>	<b>2,936</b>	<b>3,138</b>	<b>3,311</b>	<b>3,494</b>	营业外收入	18	4	20	30	30
<b>资产总计</b>	<b>8,767</b>	<b>8,958</b>	<b>10,101</b>	<b>12,049</b>	<b>14,538</b>	营业外支出	19	4	5	5	5
短期借款	476	959	800	800	800	<b>利润总额</b>	<b>397</b>	<b>729</b>	<b>1,507</b>	<b>2,107</b>	<b>2,698</b>
应付票据及应付账款	688	931	839	1,070	1,368	所得税	101	127	271	358	459
其他	818	211	850	880	919	<b>净利润</b>	<b>295</b>	<b>602</b>	<b>1,236</b>	<b>1,749</b>	<b>2,240</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,981</b>	<b>2,101</b>	<b>2,489</b>	<b>2,750</b>	<b>3,087</b>	少数股东损益	(2)	(3)	2	5	6
长期借款	1,023	471	471	471	471	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>298</b>	<b>606</b>	<b>1,234</b>	<b>1,744</b>	<b>2,234</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.58	1.18	2.40	3.39	4.34
其他	381	414	35	35	35						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,403</b>	<b>885</b>	<b>506</b>	<b>506</b>	<b>506</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>3,384</b>	<b>2,986</b>	<b>2,995</b>	<b>3,257</b>	<b>3,593</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	4	1	3	7	13	成长能力					
实收资本(或股本)	515	515	515	515	515	营业收入	-31.3%	7.7%	32.9%	28.6%	28.8%
资本公积	2,878	2,902	2,902	2,902	2,902	营业利润	26.7%	83.4%	104.7%	39.5%	28.4%
留存收益	1,898	2,478	3,686	5,369	7,516	归属于母公司净利润	14.9%	103.5%	103.8%	41.3%	28.1%
其他	87	77	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>5,382</b>	<b>5,972</b>	<b>7,105</b>	<b>8,793</b>	<b>10,945</b>	毛利率	44.4%	53.6%	56.8%	57.1%	57.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,767</b>	<b>8,958</b>	<b>10,101</b>	<b>12,049</b>	<b>14,538</b>	净利率	8.1%	15.3%	23.5%	25.8%	25.7%
						ROE	5.7%	10.7%	18.9%	22.0%	22.7%
						ROIC	4.7%	8.8%	16.1%	19.0%	20.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	38.6%	33.3%	29.7%	27.0%	24.7%
净利润	295	602	1,236	1,749	2,240	净负债率	6.2%	8.8%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	36	157	(62)	(72)	(81)	流动比率	3.05	2.87	2.80	3.18	3.58
财务费用	63	42	77	70	64	速动比率	2.52	2.34	2.60	2.95	3.31
投资损失	112	(23)	(30)	(30)	(30)	营运能力					
营运资金变动	597	(530)	487	(1,018)	(1,393)	应收账款周转率	2.5	3.0	3.3	3.3	3.3
其它	(845)	(317)	(317)	(30)	(30)	存货周转率	1.6	1.7	2.8	5.1	5.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>260</b>	<b>(69)</b>	<b>1,392</b>	<b>668</b>	<b>770</b>	总资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7
资本支出	148	(80)	(201)	(102)	(102)	每股指标(元)					
长期投资	89	(260)	0	0	0	每股收益	0.58	1.18	2.40	3.39	4.34
其他	(435)	171	60	60	60	每股经营现金流	0.50	-0.13	2.70	1.30	1.50
<b>投资活动现金流</b>	<b>(198)</b>	<b>(169)</b>	<b>(141)</b>	<b>(42)</b>	<b>(42)</b>	每股净资产	10.45	11.60	13.80	17.07	21.24
债权融资	(373)	(674)	56	0	0	估值比率					
股权融资	(8)	23	0	0	0	市盈率	185.6	91.2	44.8	31.7	24.7
其他	474	476	(262)	(131)	(151)	市净率	10.3	9.3	7.8	6.3	5.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>93</b>	<b>(175)</b>	<b>(206)</b>	<b>(131)</b>	<b>(151)</b>	EV/EBITDA	110.1	59.0	36.3	26.3	20.6
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	118.8	71.0	34.9	25.4	20.0
<b>现金净增加额</b>	<b>154</b>	<b>(413)</b>	<b>1,045</b>	<b>495</b>	<b>577</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)