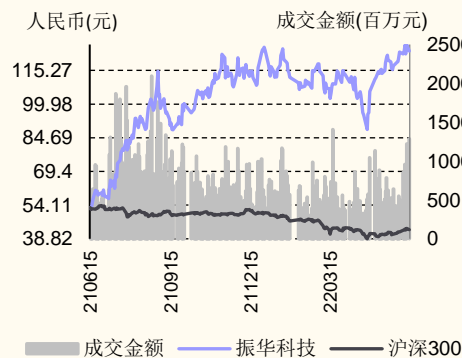


市场价格 (人民币): 124.00 元

目标价格 (人民币): 163.50 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.18
已上市流通 A 股(亿股)	5.18
总市值(亿元)	642.49
年内股价最高最低(元)	127.00/52.39
沪深 300 指数	4189
深证成指	11999



透视军工电子龙头持续成长的底层逻辑

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,950	5,656	7,249	9,172	11,444
营业收入增长率	7.67%	43.20%	28.17%	26.52%	24.77%
归母净利润(百万元)	606	1,491	2,420	3,172	4,149
归母净利润增长率	103.48%	146.21%	62.32%	31.08%	30.80%
摊薄每股收益(元)	1.176	2.878	4.671	6.123	8.008
每股经营性现金流净额	-0.13	2.58	2.96	2.82	4.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.14%	20.04%	24.87%	24.85%	24.73%
P/E	50.03	43.19	26.55	20.25	15.48
P/B	5.07	8.65	6.60	5.03	3.83

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **具备一体化能力的军工电子平台型龙头:** 公司是我国军用元器件研制生产基地, 主要品类全面覆盖。公司横向拓品类高端升级, 发力军用功率半导体及电源模块等产品; 纵向推动材料工艺向上游核心环节延伸, 下游拓展模块组件及系统级产品, 打开长期成长空间, 有望成长为产业链一体化的平台型军工电子解决方案供应商, 战略定位稀缺。
- **营收规模显著增长, 高研发为长期发展赋能。** 军用元器件放量采购带动公司营收快速增长, 21 年同比增速 43.5%。发出商品与合同负债同步大幅增加, 预示下游高景气持续。公司 21 年资本性支出达 4.77 亿元, 同比增长 19.25%, 推进扩产为需求增长提供保障。军工电子产品迭代升级且质量可靠性要求高, 公司研发支出占比保持在 8% 以上, 高于行业平均水平 6.5%, 持续高研发投入支撑未来发展。
- **毛利率: 产品升级和降本增效双重驱动盈利能力持续改善。** 公司传统阻容感产品收入占比 21 年降至 46%, 半导体分立器件和电源模块产品收入占比上升至 30%。公司营业成本率近年改善明显, 其中, 材料工艺突破助力**原材料成本率**持续改善, 产线升级叠加学习效应带来**人工成本率**下降, 高经营杠杆下规模效益使得**固定成本**显著摊薄。同业对比, 公司成本率仍有压降空间, 2022 年-2024 年毛利率预计为 62.9%、63.4%、63.9%
- **净利率: 费用管控和减值计提减少共同助力净利率提升。** 股权激励和内部改革推行下, 公司管理和销售费用率出现拐点, 21 年统筹外费用一次性计提完成, 后续有望进一步改善。公司聚焦主业以来, 资产和信用减值规模保持低位。同业对比, 公司净利率水平追赶势头明显, 2022 年-2024 年净利率预计为 33.4%、34.6%、36.3%。

投资建议

- 军用元器件高景气持续, 公司作为行业龙头拓展品类高端升级, 叠加规模效益有望带来业绩的非线性扩张, 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 24.20 亿、31.72 亿、41.49 亿元, 结合同业公司情况给予公司 35 倍 PE, 对应目标市值 847.0 亿元, 目标价为 163.5 元, 给予“买入”评级。

风险提示

- 军用元器件价格下降; 高端元器件国产化不及预期; 董监高减持风险。

杨晨

分析师 SAC 执业编号: S1130522060001
yangchen@gjzq.com.cn

内容目录

振华科技：具备一体化能力的军工电子平台龙头企业.....	5
我国军用元器件研制生产基地，主要品类全覆盖.....	5
横向拓品类高端升级，纵向一体化延伸打开成长空间.....	6
下游高景气带来高增长，研发投入支撑未来发展.....	8
龙头营收规模显著提升，订单饱满积极备产.....	9
高额研发为持续增长赋能，市场化招聘抢占人才高地.....	11
产品升级拉动附加值上升，成本管控助力盈利改善.....	13
发力军用功率半导体及模块电源，毛利率有望持续提升.....	14
多举并行带来成本率持续改善，降本增效仍有空间.....	16
费用率压缩成果初现，减值规模减小助力净利率改善.....	18
改革激励激发人员效率，费用率出现拐点.....	18
减值计提预计保持低位，净利率有进一步提升空间.....	21
盈利预测与投资建议.....	23
盈利预测.....	23
投资建议.....	24
风险提示.....	25

图表目录

图表 1：公司业务覆盖广泛，通过下属子公司组成业务板块.....	5
图表 2：公司背靠中国电子与中国振华，是我国军工电子主力军.....	6
图表 3：公司发展历史悠久，近年剥离低效业务并聚焦主业积极扩产.....	6
图表 4：公司对电源模块和军用功率半导体领域持续投资，拓展产品品类.....	7
图表 5：军用模块电源发展前景广阔.....	7
图表 6：公司已具备部分系统电源及电源组件生产能力，业务向下游延伸.....	7
图表 7：LTCC 技术兼具厚膜技术和 HTCC 技术优点，是电子材料领域关键技术.....	8
图表 8：公司战略定位是具有一体化解决能力的平台型军工电子龙头.....	8
图表 9：21 年营收实现快速增长，巩固行业龙头地位.....	9
图表 10：公司营收增速稳定上升，进入发展快车道.....	9
图表 11：公司单季度营收呈现逐步上台阶趋势.....	9
图表 12：存货增长主要为原材料，库存商品及发出商品.....	10
图表 13：合同负债维持高位，预示下游高景气持续.....	10
图表 14：各子公司及公司总资产周转率出现拐点.....	10
图表 15：产能利用率提高带动固定资产周转率上升.....	10
图表 16：公司资产投资力度加大，积极扩产为业绩增长提供支撑.....	11
图表 17：武器装备的信息化发展要求电子元器件随之更新换代.....	11
图表 18：军用元器件质量要求更高，存在技术壁垒.....	12

图表 19: 公司研发费用增速相对于营收增速有一定先行关系	12
图表 20: 公司近年来在产品和电子材料技术方面均取得突破	12
图表 21: 公司保持高额研发支出, 研发力度超过同业水平	13
图表 22: 公司专利积累深厚, 技术实现快速突破.....	13
图表 23: 公司近年有关重视人才的表述	13
图表 24: 研发人员薪酬提高吸引人才, 研发团队规模稳定增长.....	13
图表 25: 公司研发团队兼具高学历和年轻化优势, 且优势预计能继续保持... 13	
图表 26: 两大因素推动下公司毛利率持续改善, 21Q3 后毛利率超过 60%... 14	
图表 27: 振华微及振华永光营收高速增长.....	14
图表 28: 振华微与振华永光营收占比合计超过 30%.....	14
图表 29: 振华微与振华永光产品利润率较高	15
图表 30: 单件附加值上升拉动毛利率上升.....	15
图表 31: 本次定增主要投资方向为功率半导体和电源模块	15
图表 32: 参股的两家子公司技术水平及主营产品说明	15
图表 33: 原材料成本占总营业成本比重较大	16
图表 34: 公司营业成本率改善趋势明显	16
图表 35: 原材料及工艺技术突破帮助公司原材料成本率改善	17
图表 36: 近年完成的产线升级项目.....	17
图表 37: 自动化生产与学习效应双轮驱动人工成本率改善	17
图表 38: 随着营收加速增长, 规模效应带来固定成本率显著下降	18
图表 39: 公司经营杠杆较同业公司更大, 潜在规模效应显著	18
图表 40: 公司原材料成本率与人工成本率与同业相比仍有一定差距, 存在改善空间	18
图表 41: 公司管理与销售费用占比较大, 费用率整体改善趋势明显.....	19
图表 42: 职工薪酬是公司费用的主要组成部分, 提高员工效率能够有效改善费用率	19
图表 43: 公司股权激励计划覆盖高管及核心员工, 激发员工工作效率.....	19
图表 44: 股权激励下公司加强费用管控能力, 业绩超预期增长, 投资者与员工收入双赢.....	20
图表 45: 公司销售费用率出现拐点.....	20
图表 46: 市场开拓力度加大, 人均销售增加值大幅提高.....	20
图表 47: 公司管理及销售费用率合计相对同业较高, 费用改善存在空间	21
图表 48: 对比同业, 公司员工工作效率仍有提升空间	21
图表 49: 公司历史减值计提规模较大, 低效业务剥离后减值规模下降明显... 21	
图表 50: 横向对比公司减值规模较大	21
图表 51: 存货跌价是资产减值的主要部分.....	22
图表 52: 存货跌价的转销及转回比例较高.....	22
图表 53: 在压缩低效民品业务后, 公司信用规模显著减小	22
图表 54: 公司账龄情况改善, 应收款项周转率提升趋势显著	23

图表 55: 公司现金回款情况改善, 预计未来信用减值规模有望减小.....	23
图表 56: 减值规模减小助力净利率改善	23
图表 57: 横向对比, 公司净利率逐年改善且仍有提升空间	23
图表 58: 收入及盈利预测	24
图表 59: 可比公司估值比较.....	25

振华科技：具备一体化能力的军工电子平台龙头企业

我国军用元器件研制生产基地，主要品类全面覆盖

- 公司军用元器件分为四大业务板块，产品覆盖广泛且结构持续优化。公司目前主业为新型电子元器件业务，主要包括被动元件（电阻，电容，电感等）、半导体分立器件（二三极管，MOSFET，IGBT 等）、电源模块（薄膜集成电路等）和机电组件（继电器，接触器，开关等）四大军品业务板块，以及锂电池、高压真空灭弧室等民品业务，产品覆盖全面。公司近年来高质量发展，被动元件的营收占比逐年降低，产品结构优化带动公司长期增长。

图表 1：公司业务覆盖广泛，通过下属子公司组成业务板块

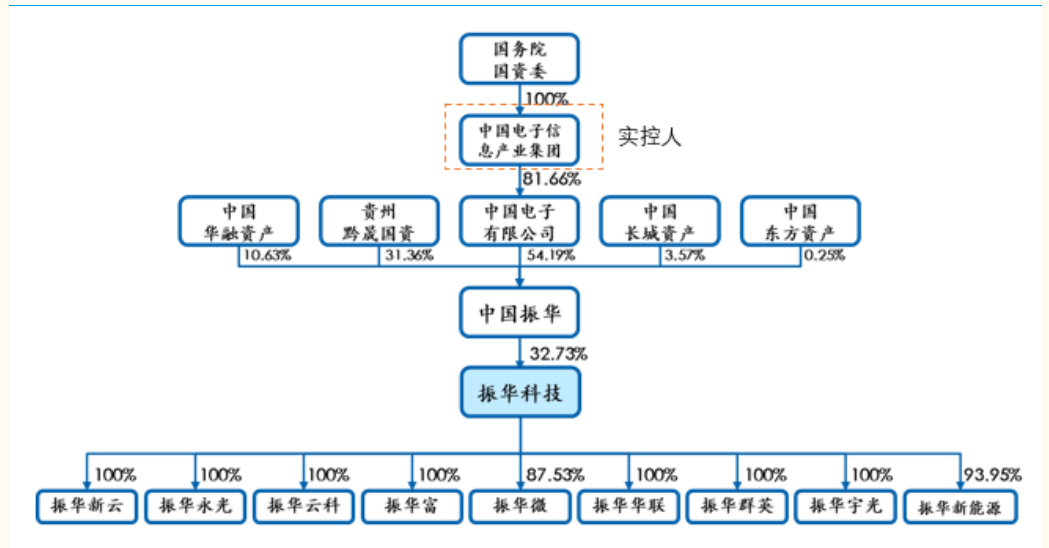
业务板块	子公司名称	主营产品	2021 年营收 (占比)	2021 年净利润 (占比)
被动元件	振华新云	陶瓷电容	10.92 亿元 (19.42%)	2.52 亿元 (16.81%)
		钽电容		
	振华云科	电阻	7.86 亿元 (13.99%)	2.65 亿元 (17.68%)
		振华富电子	电感	7.13 亿元 (12.68%)
半导体分立器件	振华永光	二、三极管	10.33 亿元 (18.37%)	4.48 亿元 (29.92%)
		MOSFET		
		IGBT		
混合集成电路	振华微电子	电源产品	6.55 亿元 (11.65%)	2.56 亿元 (17.13%)
		驱动产品		
机电组件	振华群英	继电器、接触器	/	/
	振华华联	开关、连接器	/	/
民品业务	振华新能源	锂电池	/	/
	振华宇光	高压真空灭弧室	/	/

来源：振华微电子，云科电子，公司官网，公司公告，国金证券研究所；注：子公司营收及利润数据均取自 21 年年报，营收占比仅考虑新型电子元器件营收

- 军工背景历史悠久，瘦身健体聚焦新型电子元器件业务。公司成立于 1997 年 6 月，是中国振华电子集团有限公司基于“三优叠加”（优势企业、优势产品、优势资产）原则重组设立的上市公司，其实控人为中国电子。公司借助控股子公司形成多个业务平台，其中除振华新能源和振华宇光外，其

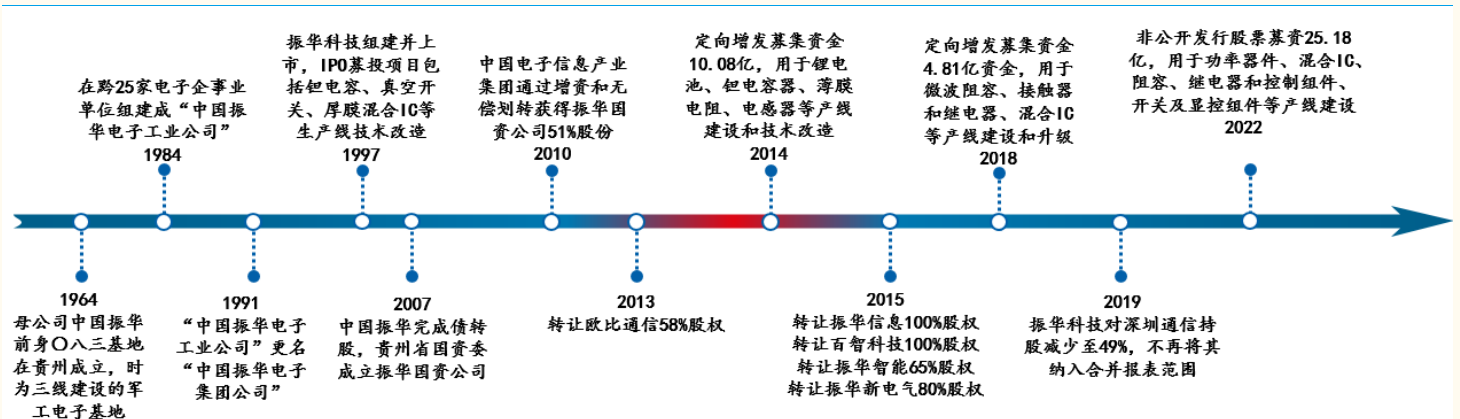
余主要子公司均以军品业务为主。为优化产业结构，公司持续聚焦主业，一方面压缩低效资产，剥离通信及整机业务。另一方面积极扩产，提高电子元器件产能及技术水平。

图表 2：公司背靠中国电子与中国振华，是我国军工电子主力军



来源：wind，国金证券研究所

图表 3：公司发展历史悠久，近年剥离低效业务并聚焦主业积极扩产



来源：公司公告，国金证券研究所

横向拓品类高端升级，纵向一体化延伸打开成长空间

- 横向拓展产品品类，重点发展军用功率半导体及电源模块等高端产品。**公司近年持续投入进行产品品类横向拓展，在各个业务板块发力进行科研创新，产品高端化发展趋势明显：
 - 被动元件：**公司依托原有平台进行新产品研制与开发，开发芯片电容、衰减器、LTCC 微波元件等产品，新产品已具备产业化生产能力并逐步打开市场；
 - 半导体分立器件：**公司目前着力发展军用功率半导体产品，并进行技术攻关。军用功率半导体主要包括 IGBT/MOSFET 等产品，在航空航天、导弹、船舶等装备领域应用广泛，目前国产化率偏低，随着元器件国产化推进及武器装备电气化程度进一步提高，该领域大有可为。据公司年报，目前已突破高压大电流 IGBT 芯片设计制造等关键技术，在这一领域具备一定实力；
 - 电源模块：**公司模块电源产品在航空航天、导弹等领域应用广泛。据 Reportlinker，2025 年全球军用电源市场规模预计达 156.5 亿美元，6

年 CAGR 达 7.74%，据甘化科工公司公告，2018 年以前我国 80% 以上的军用电源由国外厂家生产，随着国产化进一步推进，这一领域市场前景广阔。公司目前已有多款电源模块及电源驱动类产品，并围绕 EMI 电源滤波器、DC/DC 电源模块等产品进行攻关并形成多款样品，持续在这一领域进行技术攻关与产品开发；

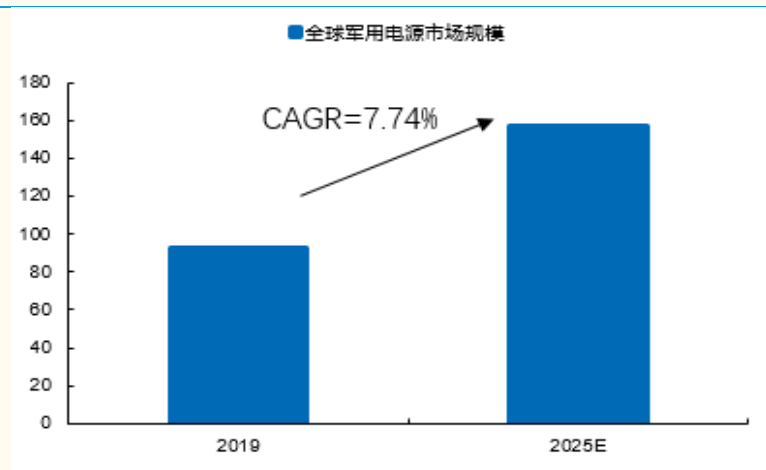
- **机电组件：**公司在原有产品基础上进行产品升级，研制开发大功率接触器、气密封微动开关等高端产品以及多款智能模块和组件，填补国产产品在高端市场的空缺，顺应国产化向高端产品延伸的变化趋势。

图表 4：公司对电源模块和军用功率半导体领域持续投资，拓展产品品类

时间	项目名称	业务板块	资金来源
2017	高可靠混合集成电路及微电路模块产业升级改造项目	电源模块	增发募资
2018	电源模块及电源系统生产线建设项目	电源模块	自有资金
2019	集成电路生产线条件建设项目	电源模块	自有资金
	二极管技改项目	半导体分立器件	自有资金
2021	航空高可靠电源组件工程研究中心	电源模块	自有资金
	半导体功率器件产能提升项目	半导体分立器件	增发募资
2022	混合集成电路柔性智能制造能力提升项目	电源模块	增发募资

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：军用模块电源发展前景广阔



来源：立顿产业研究院、国金证券研究所

- **纵向推动材料工艺向上游延伸，下游拓展模块组件及电源整机产品。**公司积极纵向布局，上游业务延伸至电子材料及工艺领域，近年来连续突破相关技术并形成产业化能力，据公司年报，公司提出打造电子功能材料研发、LTCC 工艺、半导体器件工艺三大支撑平台，目前已具备 MLCC 介质材料、微波铁氧体及吸波材料、LTCC 陶瓷材料等关键电子材料的生产能力，且部分产品已实现在满足自用的前提下向外销售，为元器件业务长期发展奠基。公司下游向集成化产品方向发展，布局电源管理、电源组件等方向，研发成功分布式不间断电源系统 (DPS)，目前已具备部分型号的系统电源及组件产品生产能力，预计未来发展空间广阔。

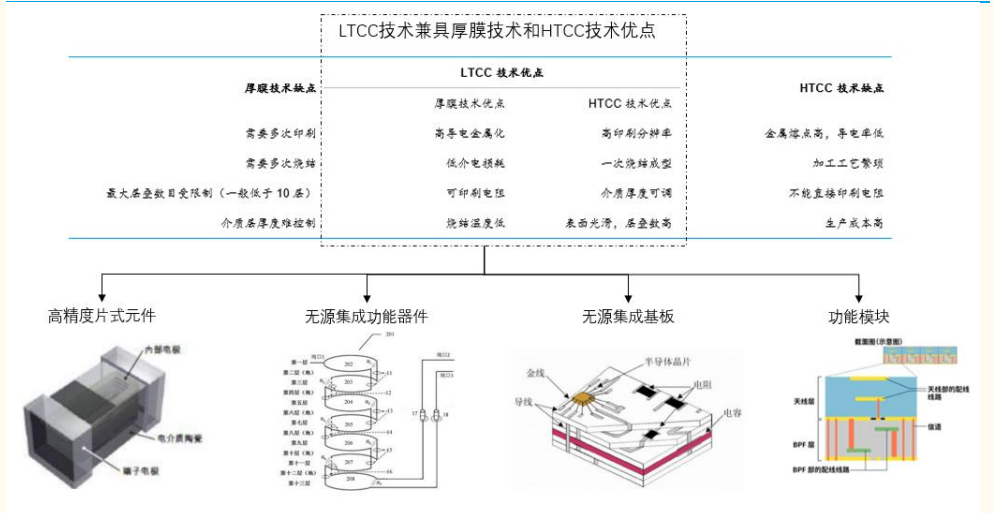
图表 6：公司已具备部分系统电源及电源组件生产能力，业务向下游延伸

产品类型	产品名称	产品特点/功能
系统电源	高压远距离供电系统	10KV 高压传输；100 公里远距离传输；高可靠免维护，远程可监控系统冗余设计，可靠性高；支持旁路设计，易于维护；自动控制，远程监控
	特种大功率电机不间断供电系统	分布式电源系统设计；主回路无板、无插、无焊设计；备用回路高速切换，安全隔离；自动控制，远程监控
	水面舰船数据中心不间断供电系统	

车载式高压直流供电系统	系统一体化设计；可适应低温、高海拔应用环境；备用回路高速切换；远	程控制和监测
ZZ8-1 DC/DC 变换器		浪涌抑制、掉电维持
ZMADC28M01515A/70W DC/DC 变换器		滤波、浪涌抑制
电源组件	M28M28E685XN 型电源管理模块	多路输出，功率较大，结构复杂，满足 EMC 相关要求
	M28Q12X360XF 型智能电源	直流电压变换，健康数据记录，掉电维持，冲击电流抑制功能，I2C 总线接
		口

来源：振华微电子，国金证券研究所

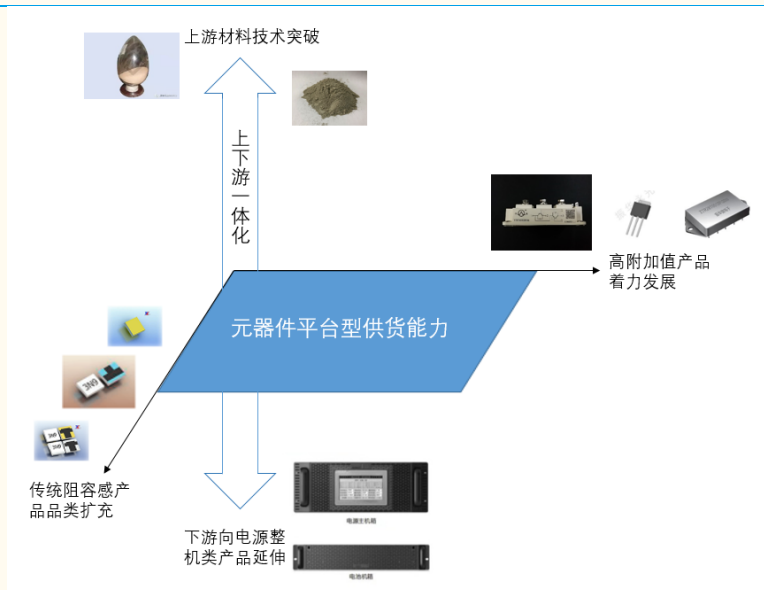
图表 7: LTCC 技术兼具厚膜技术和 HTCC 技术优点，是电子材料领域关键技术



来源：中电网，专利《小型宽带低温共烧陶瓷威尔金森功率分配器》，《LTCC 技术及其应用》，国金证券研究所

- **长期战略定位：具有一体化解决能力的军工电子平台型龙头企业。**公司以高新电子元器件为核心业务，包括基础元器件、集成电路、电子材料和应用开发四大类产品及解决方案，产品及服务广泛应用于军工行业领域。随着产品升级和业务拓展的不断推进，公司打开长期成长空间，正逐步成为上下游一体化的平台型军工电子解决方案供应商，定位稀缺。

图表 8: 公司战略定位是具有一体化解决能力的平台型军工电子龙头



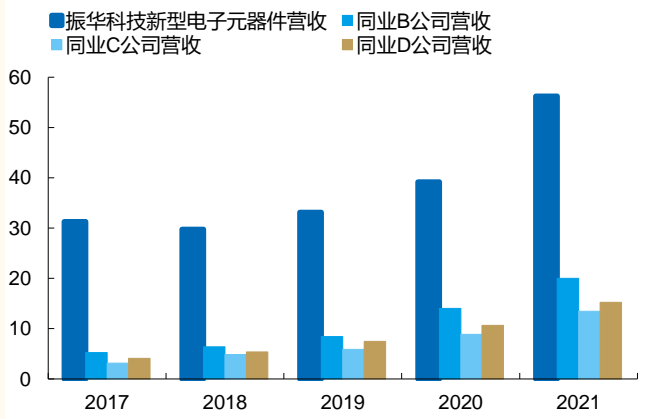
来源：振华微电子，云科电子，公司官网，国金证券研究所

下游高景气带来高增长，研发投入支撑未来发展

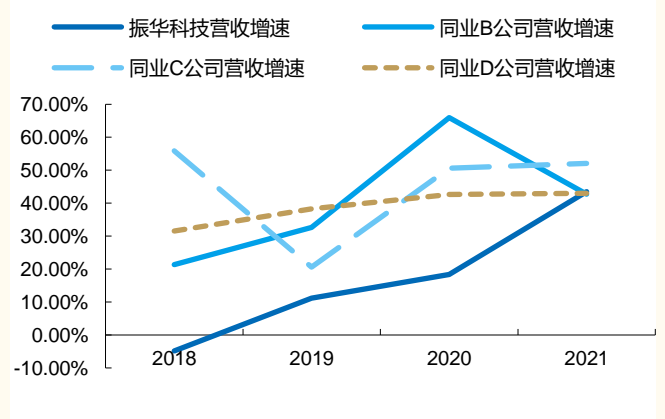
龙头营收规模显著提升，订单饱满积极备产

- 公司聚焦元器件主业，21 年营收快速增长。公司于 2017 年开始“瘦身健体”，聚焦新型电子元器件业务巩固行业地位，在突出聚焦主业的同时压缩退出“低收益、高风险”业务，21 年公司新型电子元器件营收占比 99.43%，同比增长 43.5%，继续巩固这一领域的龙头地位。从单季度来看，公司营收波动性不高，二三季度略高，一四季度略低；22Q1 营收创历史新高，同比大幅增长 44.16%，呈现出“淡季不淡”特点，业绩增长有望加速。

图表 9：21 年营收实现快速增长，巩固行业龙头地位



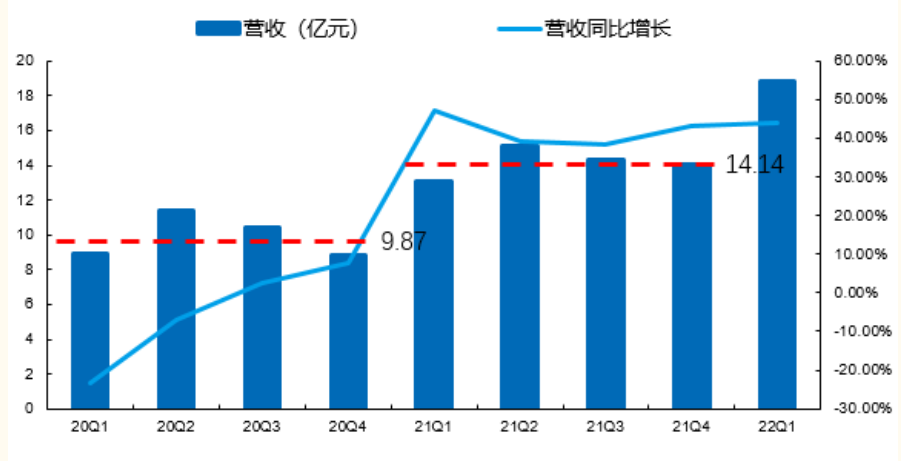
图表 10：公司营收增速稳定上升，进入发展快车道



来源：各公司公告，国金证券研究所；单位：亿元；注：同业公司包括宏达电子、鸿远电子、火炬电子等，均选取电子元器件业务营收

来源：各公司公告，国金证券研究所；注：各公司均选取电子元器件业务营收

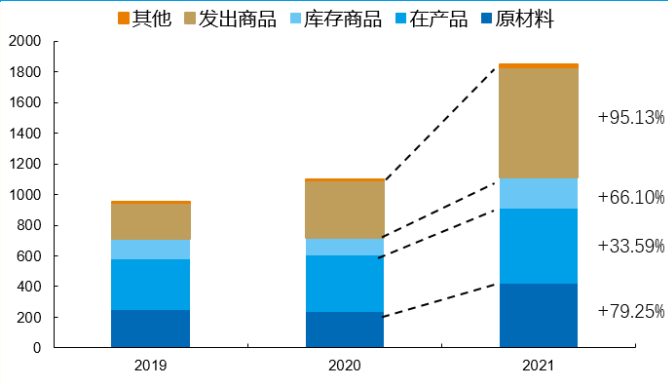
图表 11：公司单季度营收呈现逐步上台阶趋势



来源：wind，国金证券研究所；注：红色虚线为对应年份季度平均营收

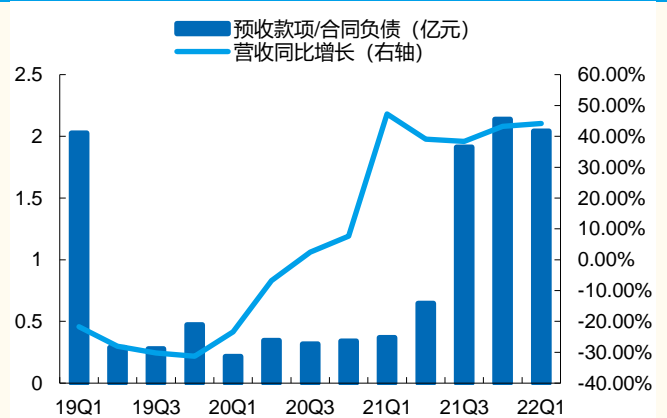
- 存货与合同负债增长或预示下游高景气持续。公司存货同比增长 68.95%，其中原材料与发出商品均出现大幅增长，结合军工行业以销定产特点以及不同类型存货确认收入的时序性，推测下游高景气具有持续性，公司存货将陆续确认营收。此外公司合同负债自 21Q3 起保持高位，或体现出公司在手订单饱满。下游需求持续旺盛给予公司未来业绩增长支撑。

图表 12: 存货增长主要为原材料, 库存商品及发出商品



来源: 公司公告, 国金证券研究所

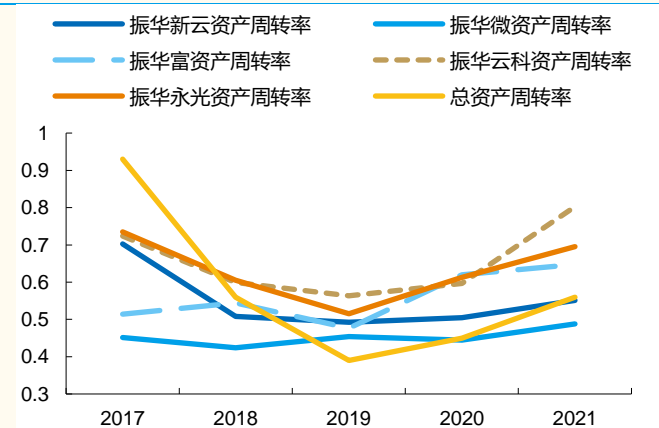
图表 13: 合同负债维持高位, 预示下游高景气持续



来源: 公司公告, 国金证券研究所

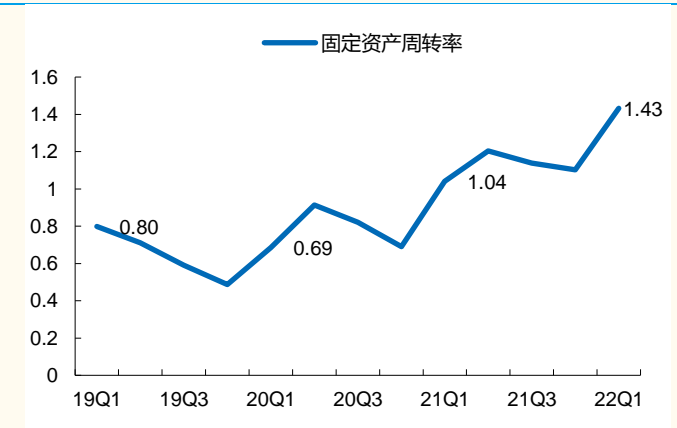
- 需求放量增长下产能利用率提高, 积极扩产为营收增长提供保障。“十四五”武器装备进入大批量交付列装期, 直接拉动军用元器件的持续放量采购。为承接增量需求, 一方面公司盘活存量资产, 提升产能利用率, 在周转率方面体现为 19 年开始总公司及子公司总资产周转率陆续出现拐点并稳步提升, 公司 22Q1 固定资产周转率达到 1.43, 较去年同期增长 0.39。另一方面公司积极增资扩产, 资本支出规模持续扩大, 2021 年资本性支出达 4.77 亿元, 同比增长 19.25%。产能提升下公司有能力承接增量需求, 为营收增长提供保障。

图表 14: 各子公司及公司总资产周转率出现拐点



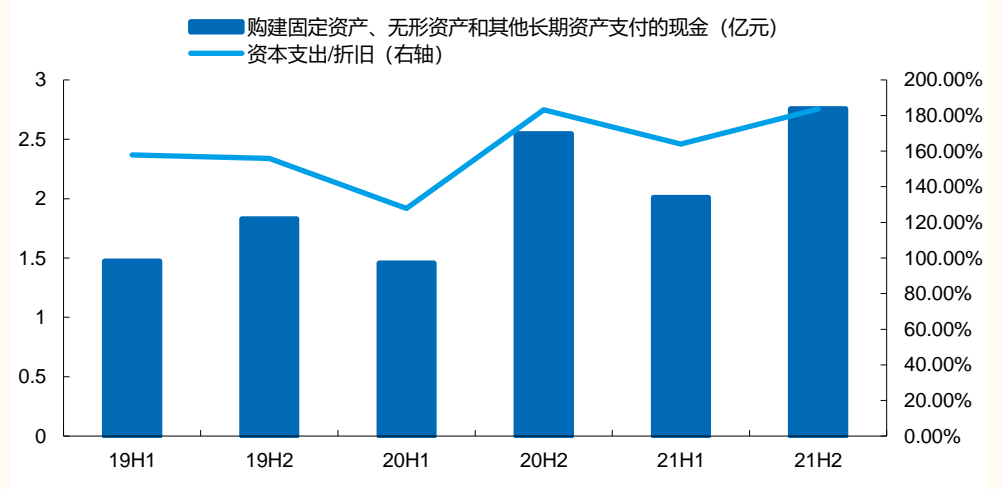
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 产能利用率提高带动固定资产周转率上升



来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: 公司资产投资力度加大, 积极扩产为业绩增长提供支撑

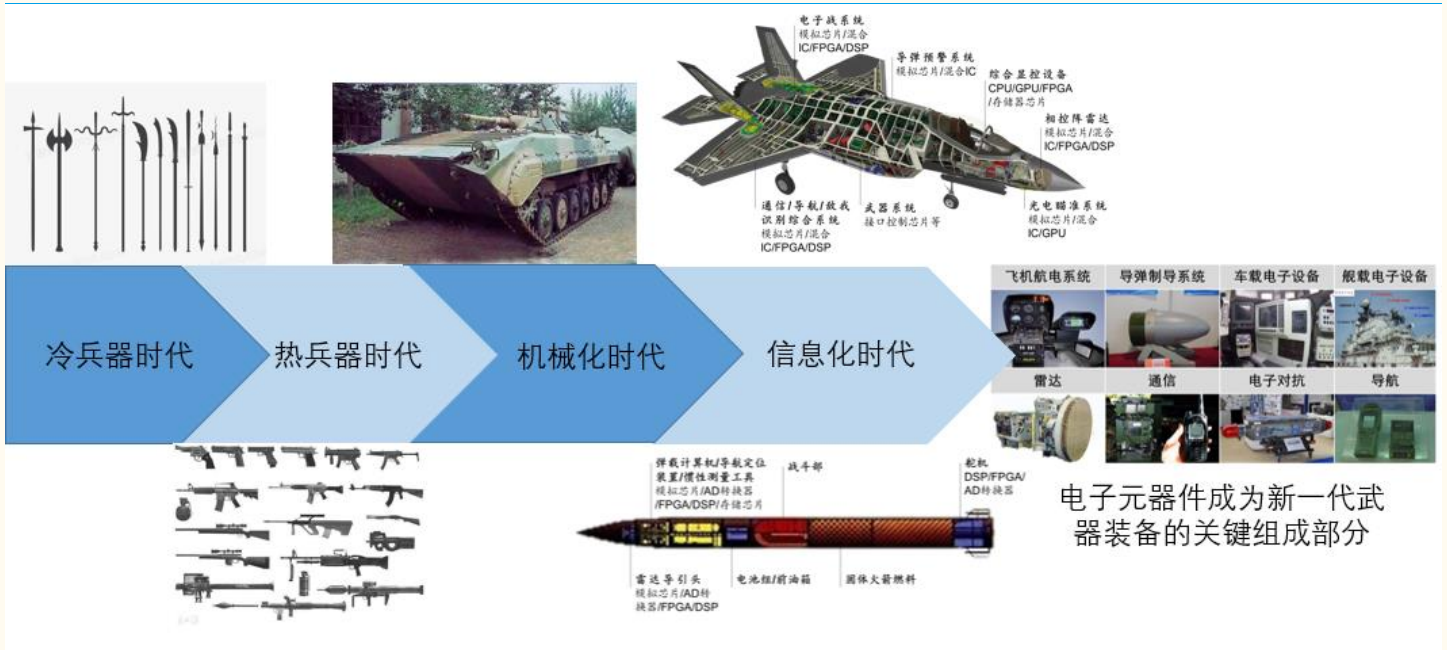


来源: wind, 国金证券研究所

高额研发为持续增长赋能, 市场化招聘抢占人才高地

- 军用元器件迭代升级且技术门槛高, 研发投入是营收持续增长的关键驱动因素。随着武器装备的电子化程度不断提高, 电子元器件产品作为其中的关键一环不断迭代升级, 以飞机为例, 航电系统研发成本已占先进作战飞机研制总成本的 30%~40%, 电子元器件作为航电系统的基础, 需要随之更新换代。此外, 由于军用元器件需要有更高的可靠性, 如军用半导体器件温度参数为 $-55^{\circ}\text{C}\sim+125^{\circ}\text{C}$, 民用级半导体仅需要 $0^{\circ}\text{C}\sim+70^{\circ}\text{C}$, 技术壁垒成为军用电子元器件领域的壁垒之一, 针对攻克技术难题而进行的研发投入对元器件公司发展至关重要。观察振华财务数据, 在基于长期研发投入带来的基础上, 研发费用增速相对于营收增速有一定的先行关系, 研发投入是驱动公司长期增长的关键因素。

图表 17: 武器装备的信息化发展要求电子元器件随之更新换代



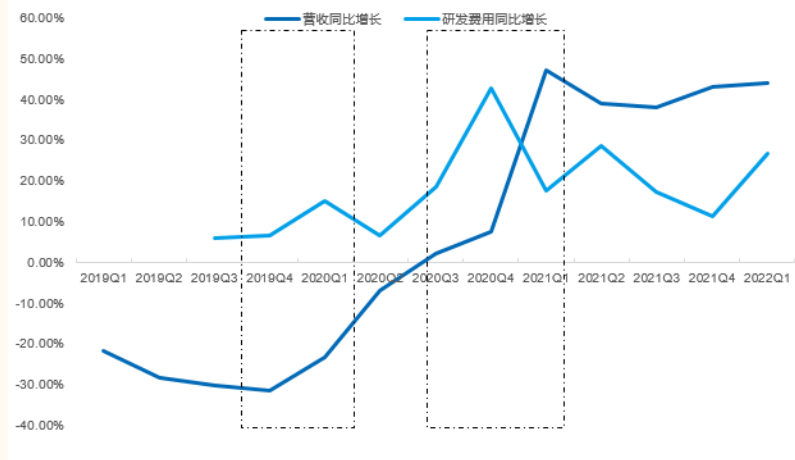
来源: Lockheed Martin Aeronautics Company, 《船舶知识》, 《军用电子元器件》, 国金证券研究所

图表 18: 军用元器件质量要求更高, 存在技术壁垒

	民用级	工业级	汽车级	军用级
工作温度范围	0°C-70°C	-40°C-85°C	-40°C-125°C	-55°C-125°C
电路设计	防雷设计、短路保护、热保护等	多级防雷设计, 双变压器设计, 抗干扰设计, 短路保护, 热保护, 超高压保护等	多级防雷设计, 双变压器设计, 抗干扰技术, 多重短路保护, 多重热保护, 超高压保护等	辅助电路和备份电路设计, 多级防雷设计, 双变压器设计, 抗干扰技术, 多重短路, 多重热保护, 超高压保护等
工艺处理	防水处理	防水, 防潮, 防腐, 防霉变处理	增强封装设计和散热处理	耐冲击, 耐高低温, 耐霉菌

来源: CSDN, 国金证券研究所

图表 19: 公司研发费用增速相对于营收增速有一定先行关系



来源: wind, 国金证券研究所

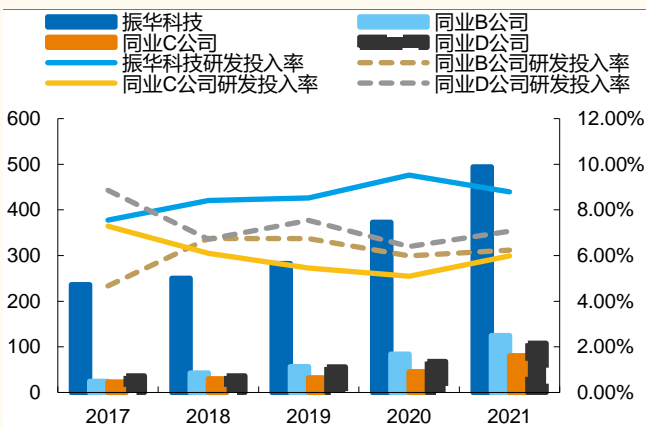
- **高额研发支出带来技术先发优势, 持续投入占领技术高地。**公司深耕军用元器件领域多年, 长期维持高额的研发投入, 近年来突破多项关键核心技术并将其应用到产品上, 并且带动公司业务向上游原材料及下游模块产品延伸。横向来看公司研发力度超过同业, 研发支出率高于同业水平, 21 年研发支出率为 8.79%, 在高营收基础前提下仍保持较高占比, 助力公司跟上武器装备更新换代速度, 维持技术优势并提前占领新一代元器件技术高地, 为公司未来发展形成良好支撑。

图表 20: 公司近年来在产品和技术方面均取得突破

2017	2018	2019	2020	2021
<p>产品: 研发 IGBT 模块、LTCC 微波组件等材料; MLCC 介质材料、高性能电子浆料等取得突破并形成产业化能力</p>	<p>产品: 完成国内首个 IGBT 特种行业标准编制; 两款 SiC 肖特基二极管成功研发并通过验收; 完成厚膜 DC/DC 变换器超宽输入电压范围系列产品研制</p> <p>材料: 晶层陶瓷基板研发成功; 特种陶瓷粉, 银浆等材料实现成果转化; 有机、无机掺杂改性保护材料等取得新进展</p>	<p>产品: 突破高压大电流 IGBT 芯片设计制造技术, 高压大功率厚膜 DC/DC 变换器完成设计定型</p> <p>材料: 完成 3 款高介 LTCC 材料, 1 款低介 LTCC 材料研发, 突破玻璃配方制备技术和瓷粉批生产技术</p>	<p>产品: 建立 LTCC 滤波器模型库; 完成 IGBT 芯片及模块、大功率肖特基二极管、大功率整流二极管等产品研发, 集成带灯按钮开关完成研发并实现订货</p> <p>材料: 介质材料生产线工业强基项目通过工信部验收</p>	<p>产品: 双 85 系列片式钽电容, 开发宽输入电压范围 1/32 砖系列化产品; 拓展多种模块级产品</p> <p>材料: LTCC、MLCC 介质材料在满足自用前提下开始批量销售</p>

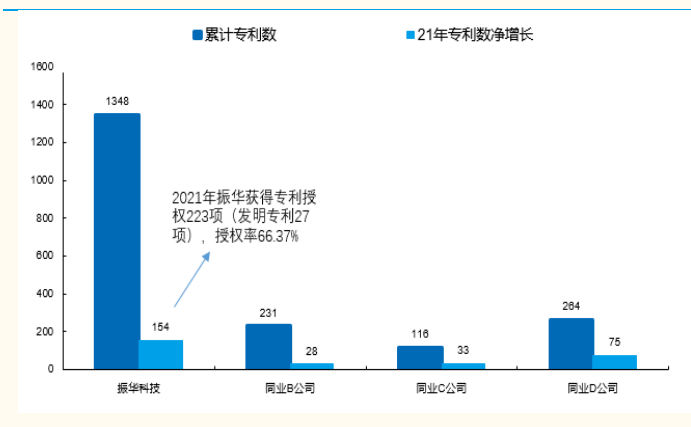
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21: 公司保持高额研发支出, 研发力度超过同业水平



来源: 各公司公告, 国金证券研究所; 研发支出单位: 百万元; 注: 振华科技仅考虑新型电子元器件业务营收, 同业公司仅考虑自产业务营收

图表 22: 公司专利积累深厚, 技术实现快速突破



来源: 各公司公告, 国金证券研究所; 注: 专利净增长=本年累计专利数-上年累计专利数

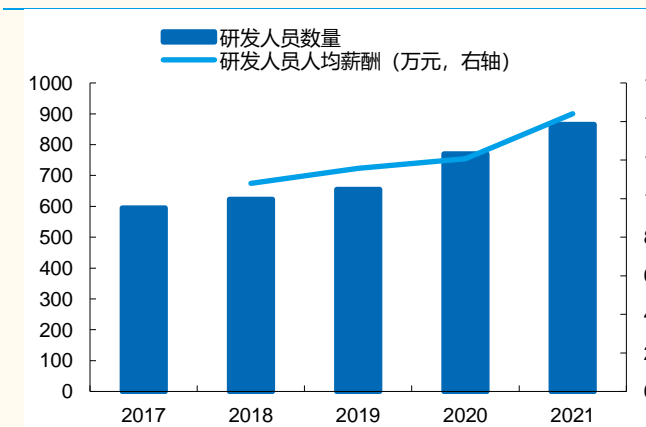
- 待遇提高下研发团队持续扩容, 年轻化及高学历人才为团队注入活力。公司非常重视引入高端人才对于长期发展的作用, 近年研发人员待遇显著提高, 2018-2021年人均薪酬提高 33.46%, 带来研发团队规模稳定扩大。此外新增研发人员多为高学历人才和年轻人才, 21 年新增硕博及以上学历以及 30 岁以下研发人员分别占总体新增研发人员的 28.42%和 80%, 提升了公司研发团队人员质量, 为公司未来发展注入活力。

图表 23: 公司近年有关重视人才的表述

时间	相关文件	相关表述
2021 年	2021 年董事会工作报告	构建具有核心竞争力的引才保障机制, 健全市场化选人用人机制, 以市场化薪酬引进行业领军人才、高精尖人才...推进股权激励、岗位分红等激励机制...将培育重心放在青年人才上。
2020 年	2020 年年报	加大凤凰引才资金支持力度, 以科研项目为牵引, 加快引进国内外行业知名专家、技术领军人才和科研团队...形成覆盖重点专业的首席专家、技术专家队伍和拥有绝招绝活的高素质工匠技能人才队伍。
2019 年	2019 年董事会工作报告	出台《凤凰引才支持资金办法》, 未来 5 年每年安排预算 500 万元用于引进高、尖端人才...加强校企合作, 建立引才育才平台。

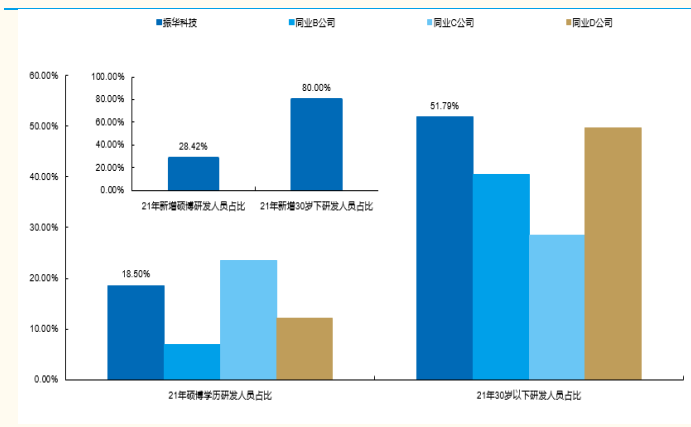
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 24: 研发人员薪酬提高吸引人才, 研发团队规模稳定增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 25: 公司研发团队兼具高学历和年轻化优势, 且优势预计能继续保持

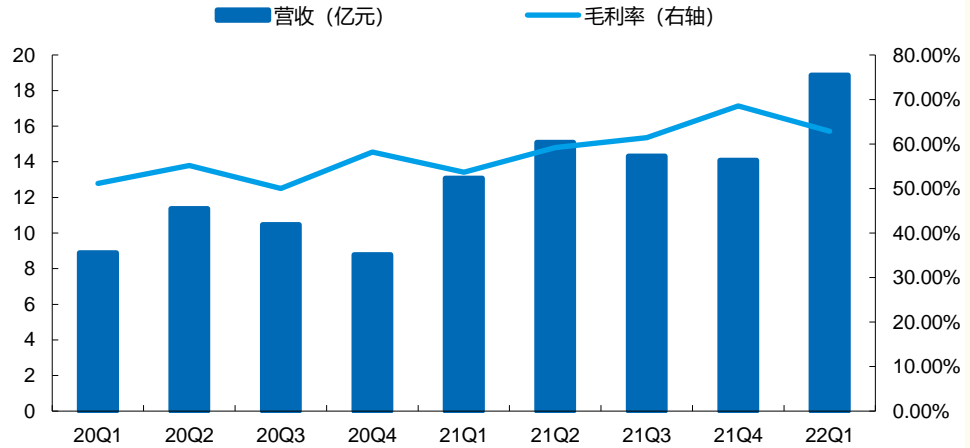


来源: 各公司公告, 国金证券研究所

产品升级拉动附加值上升, 成本管控助力盈利改善

- **双重因素驱动销售毛利率持续改善，未来仍有提升空间。**观察公司财务数据，在经历业务转型后公司毛利率改善趋势稳定，21Q4 毛利率达 68.55%。亮眼毛利率表现的背后是公司产品结构的转变及成本管控能力的提升，随着两大驱动因素的持续发力，预计公司未来营业盈利能力仍有一定改善空间。

图表 26：两大因素推动下公司毛利率持续改善，21Q3 后毛利率超过 60%

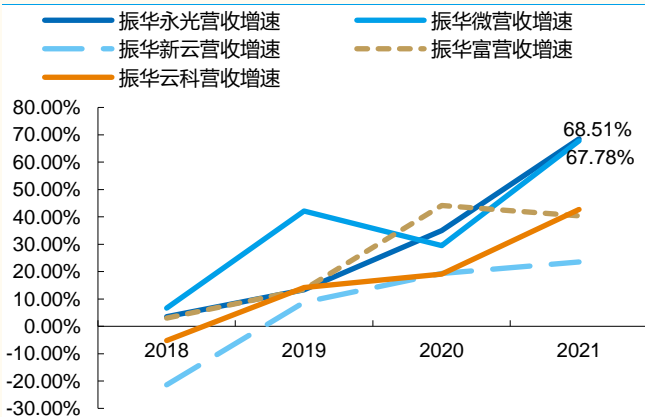


来源：wind，国金证券研究所

发力军用功率半导体及模块电源，毛利率有望持续提升

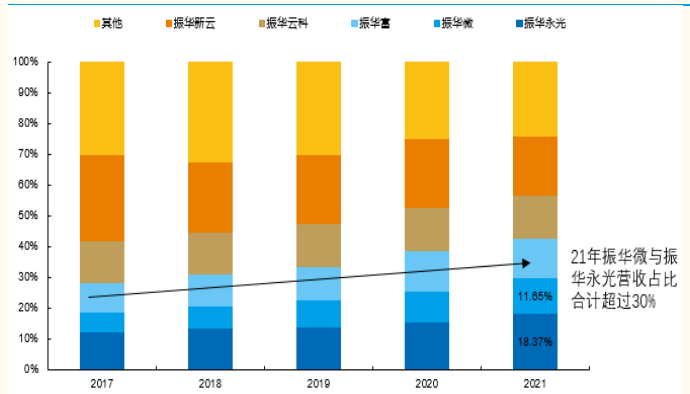
- **高端产品占比上升，附加值提升拉动毛利率上行。**近年公司发力军用功率半导体和电源模块为代表的高端产品，振华永光与振华微 21 年营收分别同比增长 68.51% 和 67.78%，远高于其他军品子公司，营收占比合计超过 30%，带来整体产品结构的变化，拉动产品附加值上升，2021 年公司新型电子元器件产品平均单件附加值同比提升 47.83%，带动业务毛利率增长 7.23%，提升效果显著。

图表 27：振华微及振华永光营收高速增长



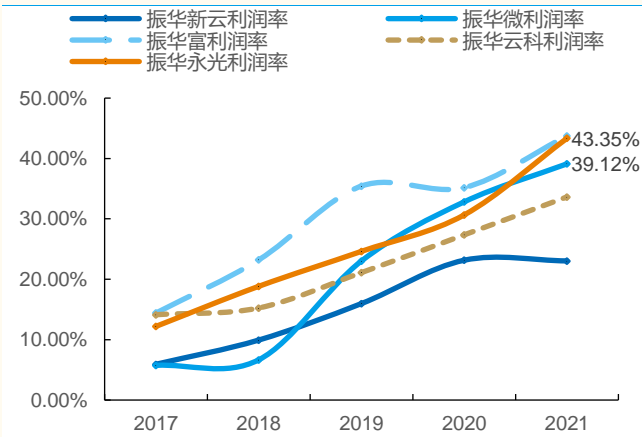
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：振华微与振华永光营收占比合计超过 30%



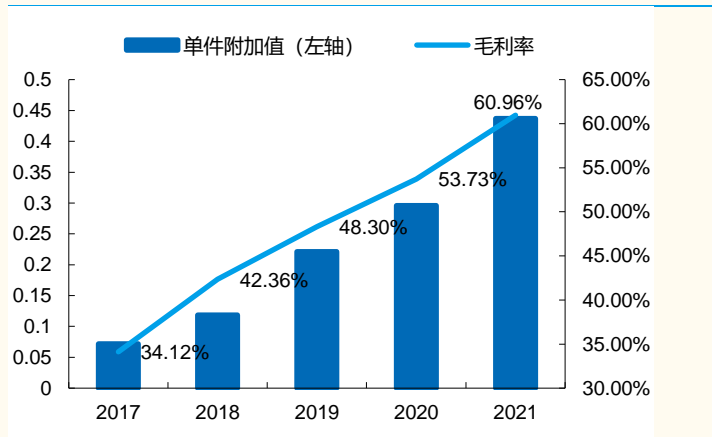
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29: 振华微与振华永光产品利润率较高



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 30: 单件附加值上升拉动毛利率上升



来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 毛利率为电子元器件业务毛利率


■ **定增+参股布局未来, 重点发展功率半导体及模块电源, 前景广阔。**公司于 22 年 4 月发布定增公告, 募资 25.18 亿元进行产线升级及设备更新, 重点投资方向为军用功率半导体和电源模块领域, 进一步加码高端元器件发展。公司还通过参股方式进行产业布局, 分别于 2018 年参股成都森未, 2022 年参股奥罗拉电子科技, 提升 IGBT 和 MOSFET 的芯片研发能力。随着公司将发展重心逐步转向产品高端化升级, 军用功率半导体和电源模块发展前景广阔, 未来毛利率有持续改善动力。






图表 31: 本次定增主要投资方向为功率半导体和电源模块

项目实施主体	投资金额	项目产品	预计产能
振华永光	7.9 亿元	6 英寸硅基/碳化硅基功率器件	新增 12 万片/年
		陶瓷封装、金属封装功率半导体器件	新增 400 万只/年
		塑料封装功率半导体器件	新增 2600 万只/年
		厚膜混合集成电路	17 万只/年
振华微	7.2 亿元	微电路模块	35 万只/年
		薄膜器件及电路, 以及 SIP 系统级封装	10 万只(片)/年
		薄膜工艺检测能力	120 万只/年
		芯片电容	7000 万只/年
振华云科	1.4 亿元	衰减器	120 万只/年
		芯片电阻	200 万只/年
		采样电阻	55 万只/年
		射频功率电阻	12 万只/年
振华群英	3.8 亿元	继电器	新增 33.08 万只/年
		控制组件-智能模块	新增 1.80 万只/年
振华华联	2.88 亿元	控制组件-配电组件	0.12 万只/年
		机电开关	20 万只/年
		新型开关	10 万只/年
		显控组件	1 万只/年

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 32: 参股的两家子公司技术水平及主营产品说明

子公司名称	持股比例	技术与人才水平	主营产品	产品图片
森未科技	15.88%	公司拥有技术团队近 30 人, 其中博士 5 人, 70% 研发人员具有硕士学位; 截至 2020 年累计取得 IGBT 相关技术专利 40 多项, 其中发明专利近 20 项	IGBT 芯片设计	

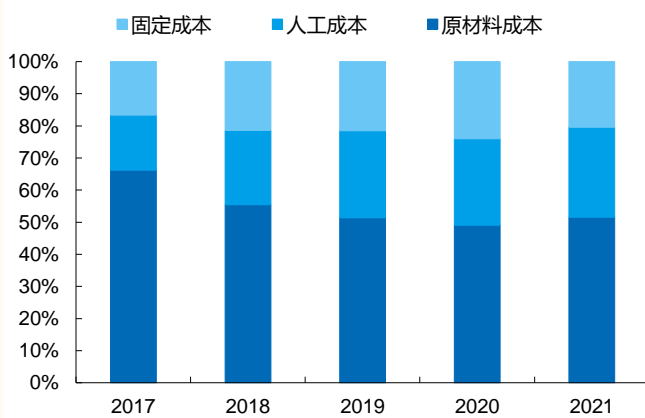
子公司名称	持股比例	技术与人才水平	主营产品	产品图片
奥罗拉电子科技	20.08% (预计)	公司擅长抗辐照 MOSFET、SGT MOSFET 及大功率 MOSFET，研发能力处于国内第一梯队，拥有经验丰富的专业功率半导体器件设计团队，已申请各类知识产权十余项，获授权 9 项	IGBT 模块	
			IGBT 单管	
			沟槽 MOS	
			普通 MOS	
			Rad-Hard MOS	

来源：森末科技官网，奥罗拉电子科技官网，振华科技公司公告，国金证券研究所

多举并行带来成本率持续改善，降本增效仍有空间

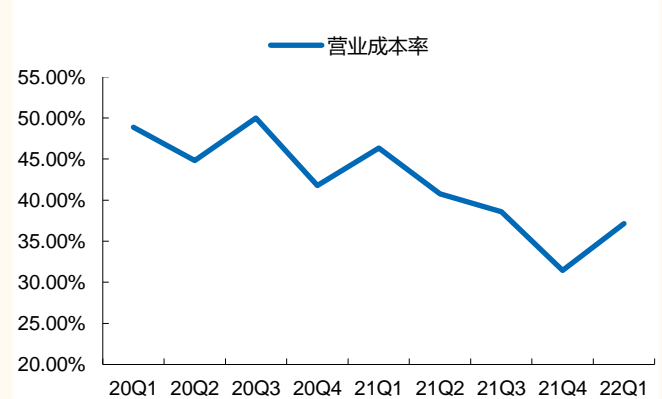
- 营业成本可拆分为原材料、人工和固定成本，营业成本率近年改善趋势明显。按照成本性态的不同，可将公司业务成本拆分为变动成本，半变动成本以及固定成本，其中原材料作为典型的变动成本，在公司成本中占比较大。在业务放量增长带来的规模效应和学习效应，以及公司业务纵向延伸和投资扩产的影响下，公司营业成本率改善仍有一定空间。

图表 33：原材料成本占总营业成本比重较大



来源：公司公告，国金证券研究所；注：固定成本包括折旧、能源及其他成本

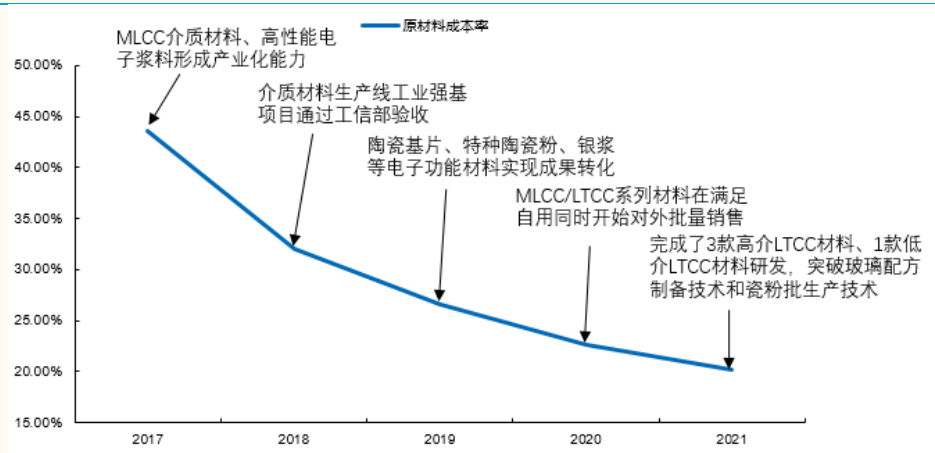
图表 34：公司营业成本率改善趋势明显



来源：wind，国金证券研究所

- 材料工艺技术突破助力原材料成本率持续改善。公司向上游材料及工艺端积极延伸业务并陆续获得突破，据公司年报，17 年突破 MLCC 介质材料及高性能电子浆料技术并实现产业化生产，20 年公司 LTCC 及 MLCC 介质材料已实现满足自用并开始对外销售，帮助公司成本率改善。17 年-21 年公司原材料成本率累计下降 23.48%，改善较为显著。预计未来随着材料技术及相关工艺逐步通过验证进入批产以及进一步突破，原材料成本率仍有改善空间。

图表 35: 原材料及工艺技术突破帮助公司原材料成本率改善



来源: 公司公告, 国金证券研究所

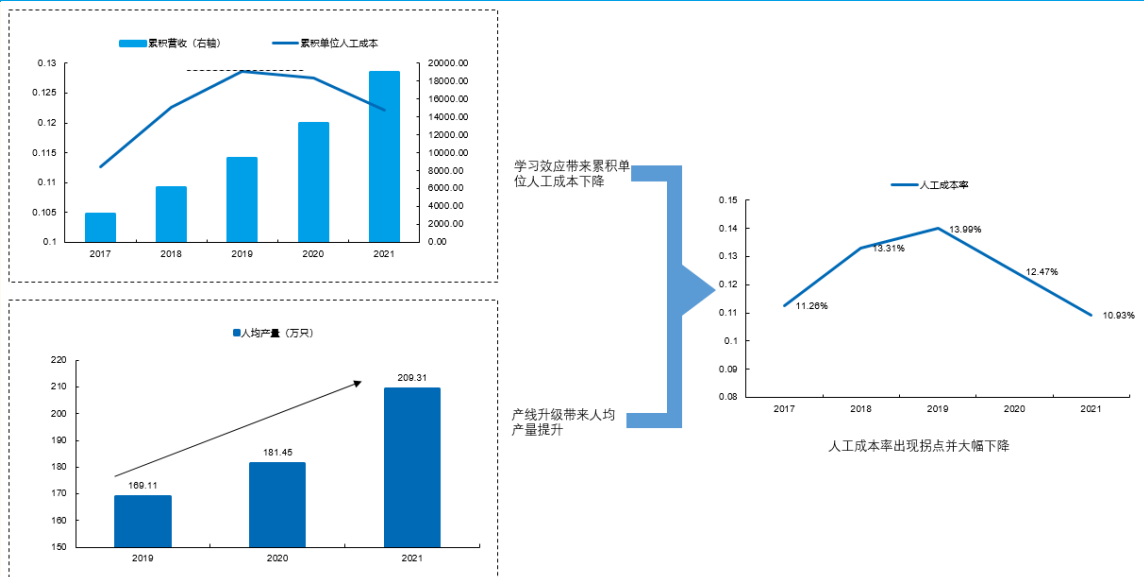
- **产线升级+学习效应双轮驱动带来人工成本率下降。**公司近年加大力度推进自动化产线建设以及设备升级, 生产工具升级带来工人生产效率提升, 2021年人均产量达209.31万只, 同比增长15.35%。此外, 产品累计交付量的增加带来员工业务熟练度提升, 累计单位人工成本于2019年出现拐点并逐年下降, 学习效应带来生产效率提升也使得人工成本率下降。随着在建工程逐步转固投入使用以及新型号批产带来的交付量进一步提升, 人工成本率有进一步下降空间。

图表 36: 近年完成的产线升级项目

涉及产线升级的重点在建工程	在建工程完工时间
高可靠混合集成电路及微电路模块产业升级改造项目	
国产高可靠电子元件柔性数字化车间	2021年
固态铝电容器元件智能生产线项目	
射频片式陷波器与新型磁性元件产业化项目	2020年
片式多层陶瓷电容器用介质材料生产线技术改造项目	2018年

来源: 公司公告, 国金证券研究所

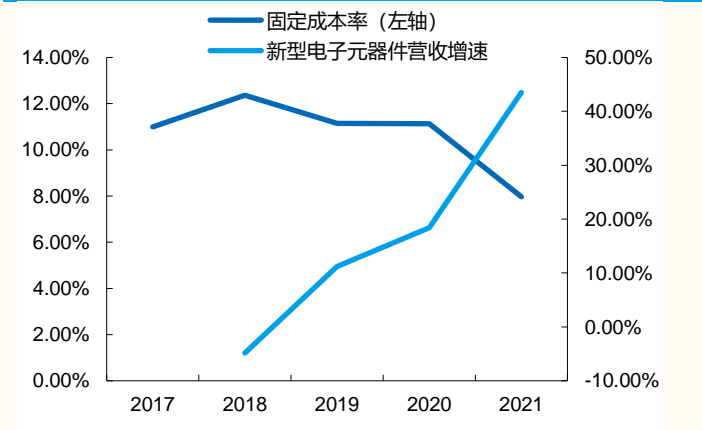
图表 37: 自动化生产与学习效应双轮驱动人工成本率改善



来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 累计单位人工成本=累计人工成本/累计新型电子元器件营收, 人均产量=元器件生产量/生产人员数量

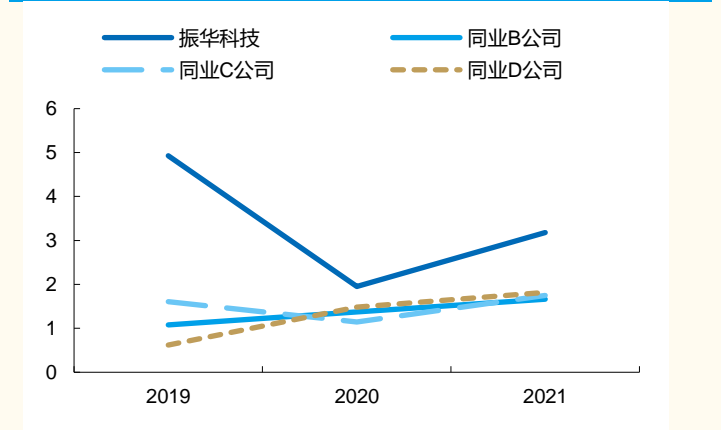
- **营收快速增长摊薄固定成本，高经营杠杆下规模效应更显著。**电子元器件制造需要固定资产投资，随着生产的进行设备的折旧摊销费用及能源费用计入制造费用，天然存在规模效应。随着“十四五”期间下游武器装备需求放量式增长，公司业务量迅速提升，规模效应下固定成本得以摊薄，21年固定成本率下降3.16%。同业对比来看，公司经营杠杆最高，规模效应最为显著。在下游高景气持续，营收持续高速增长背景下，预计未来固定成本率仍有一定下降空间。

图表 38：随着营收加速增长，规模效应带来固定成本率显著下降



来源：公司公告，国金证券研究所

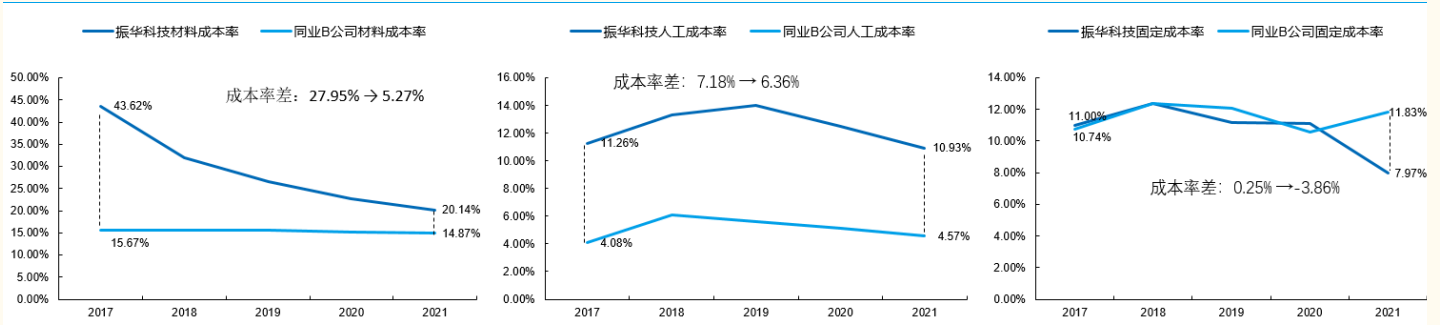
图表 39：公司经营杠杆较同业公司更大，潜在规模效应显著



来源：公司公告，国金证券研究所；注：振华科技仅考虑新型电子元器件业务

- **同业对比：成本管控仍有空间，集中于原材料成本与人工成本。**对比同行业公司成本情况，通过原材料及工艺端的积极布局，公司材料成本率与同业差距显著缩小，21年差距缩小至5.27%。公司在人工成本率方面与同业差距改善不明显，21年人工成本率差距为6.36%。随着定增募投项目及部分自投项目未来逐步完工投产，公司智能化生产能力预计得到提升，成本率有望追赶同业水平。

图表 40：公司原材料成本率与人工成本率与同业相比仍有一定差距，存在改善空间



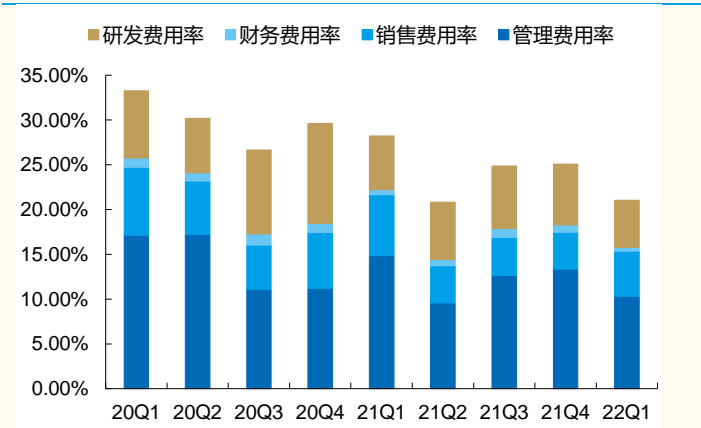
来源：各公司年报，国金证券研究所；注：成本率差=振华科技相关成本率-同业B公司相关成本率

费用率压缩成果初现，减值规模减小助力净利率改善

改革激励激发人员效率，费用率出现拐点

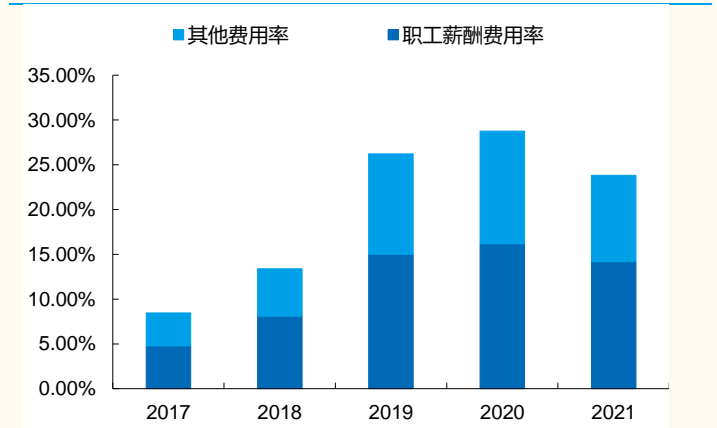
- **管理与销售费用是主要费用支出，工资刚性下提升员工效率是改善费用率的有效途径。**通过费用初步拆分，管理费用和销售费用是公司主要费用。进一步拆分可发现职工薪酬占公司总费用比重较大，21年职工薪酬相关费用占总费用的63.7%。公司作为国企需要承担就业等社会义务，员工薪酬绝对量存在一定刚性，因此通过提升员工效率是改善费用率的有效途径，其中提升管理人员和销售人员的效率相对更为关键。随着近年来公司持续推进改革，丰富员工激励措施，员工工作积极性明显提高，公司整体费用率改善趋势明显。

图表 41：公司管理与销售费用占比较大，费用率整体改善趋势明显



来源：公司公告，国金证券研究所；注：21Q2 已剔除一次性计提的统筹外费用影响

图表 42：职工薪酬是公司费用的主要组成部分，提高员工效率能够有效改善费用率



来源：wind，国金证券研究所；注：职工薪酬包括管理、销售、研发费用中的职工薪酬，其他费用包括管理、销售、研发费用中职工薪酬外的费用

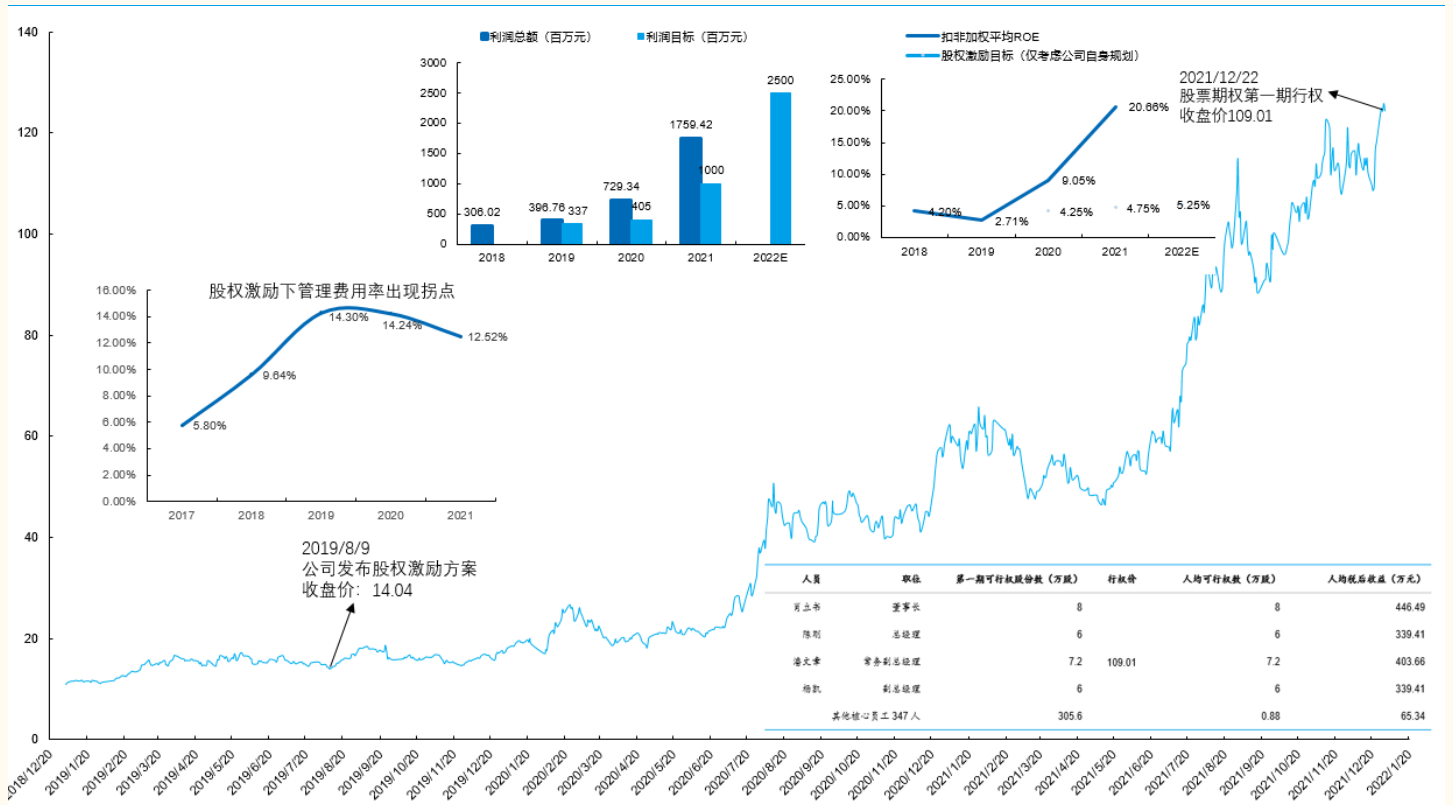
- 股权激励下人员工作效率提升，管理费用率出现拐点并持续改善。公司于 2019 年提出股权激励计划，股权激励计划覆盖对象包括高管及技术骨干，以市场化的方式给予公司员工业绩激励，大大调动了人员积极性，公司营收持续大幅超预期。同时公司管理费用率得到显著控制，19 年管理费用率出现拐点，21 年剔除一次性计提的统筹外费用影响后管理费用率改善显著，双管齐下带来业绩持续超预期增长，市场化改革带来公司与投资人双赢局面。

图表 43：公司股权激励计划覆盖高管及核心员工，激发员工工作效率

姓名	职位	授予股份数 (万股)	解锁条件	解锁时间
肖立书	董事长	20	以 2018 年为基础，2020-2022 年净利润增长率不低于 25%、45%、65%，ROE 不低于 4.25%、4.75%、5.25% 且上述指标不得低于同行业对标企业 75 分位值；上述年度 Δ EVA 均为正	自授予日起后第 2、3、4 年分三次解锁，第一期解锁 40%，之后两期分别解锁 30%
陈刚	总经理	15		
潘文章	常务副总经理	18		
杨凯	副总经理	15		
其他核心员工	347 人	764		
合计		832		

来源：公司公告，国金证券研究所

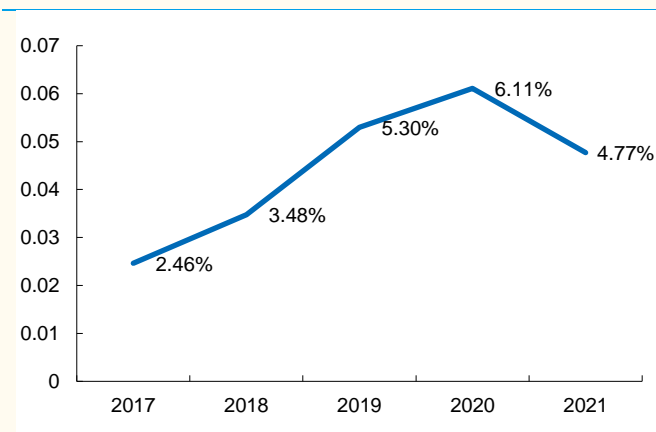
图表 44：股权激励下公司加强费用管控能力，业绩超预期增长，投资者与员工收入双赢



来源：wind，公司公告，国金证券研究所；注：股权激励税后收益仅考虑个人所得税，21 年管理费用率为剔除一次性计提的统筹外费用后计算而得，利润目标参考每年财务预算报告

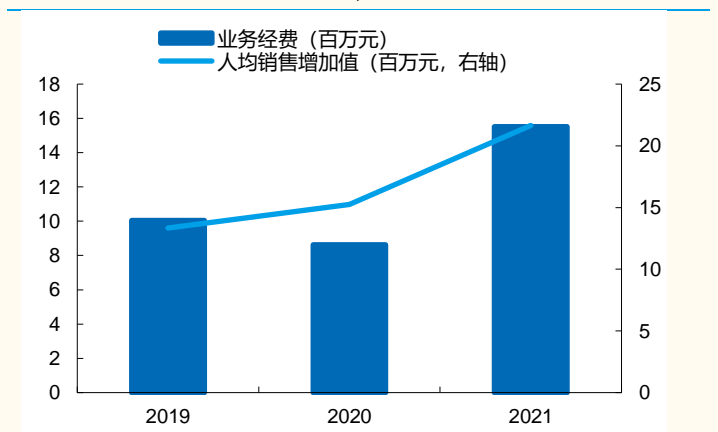
- **销售费用率出现拐点，销售人员效率显著提升。**公司市场化改革同样带来了销售费用率的改善，市场化用人机制的建立健全和绩效工作制的落实对于激励销售人员工作积极性，从而实现费用管控有一定效果。同时，市场开拓力度的加大对于人均销售额的提升起到了较大作用，2021 年业务经费同比增长 79.84%，带动人均销售增加值同比增长 41.90%。销售人员效率提升对于公司业绩长期增长有帮助。

图表 45：公司销售费用率出现拐点



来源：公司公告，国金证券研究所；注：销售费用已剔除运费

图表 46：市场开拓力度加大，人均销售增加值大幅提高

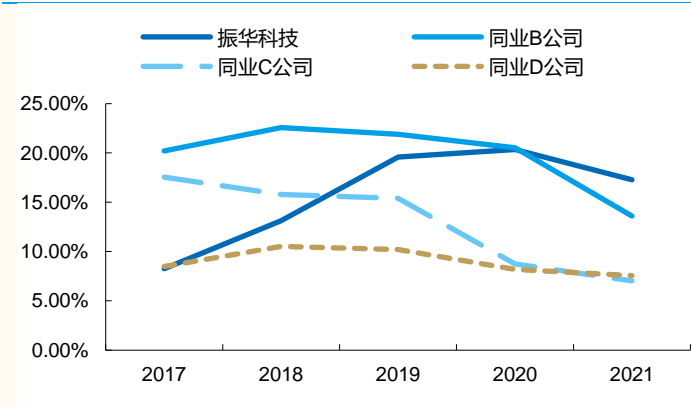


来源：公司公告，国金证券研究所；注：人均销售增加值=人均销售额-销售人员薪酬

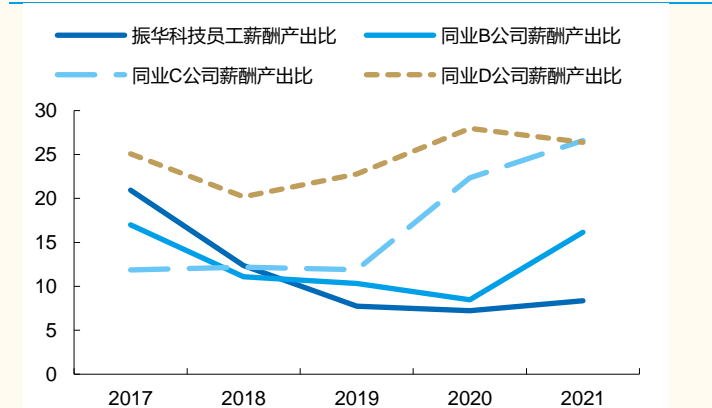
- **同业对比：费用率仍有改善空间，改革继续进行预计推动员工效率进一步提高。**横向对比来看，公司管理、销售及财务三费费用率仍处于同业较高水平，费用改善仍有一定空间。随着公司内部体制改革的进一步推进，统筹外费用的一次性计提以及股权激励等激励措施作用的持续释放，预计公

司员工生产积极性会进一步提高，工作效率提高会带来费用率持续改善，带动业绩加速增长。

图表 47：公司管理及销售费用率合计相对同业较高，费用改善存在空间



图表 48：对比同业，公司员工工作效率仍有提升空间



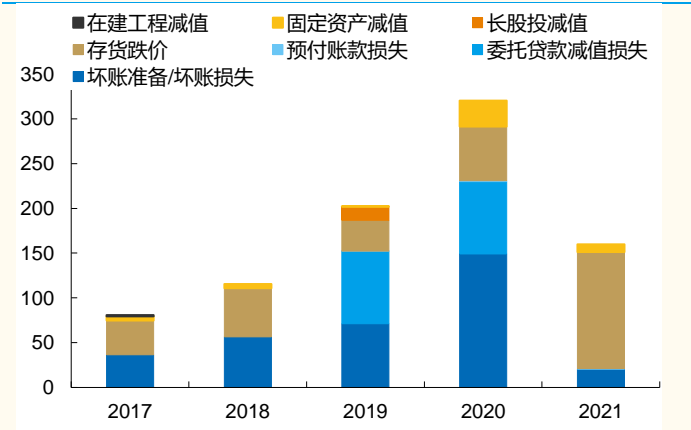
来源：各公司公告，国金证券研究所；注：已剔除一次性计提统筹外费用影响

来源：各公司公告，国金证券研究所；注：薪酬产出比=公司营收/职工薪酬

减值计提预计保持低位，净利率有进一步提升空间

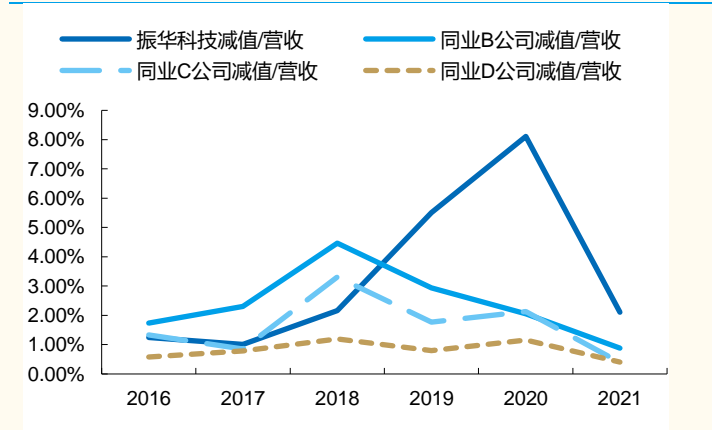
- 减值计提对净利率形成一定压制，横向对比公司历史减值计提规模较大。公司过去存在低效业务，形成较大规模的低效资产，导致过去减值规模计提较大，其中 19 和 20 年由于振华通信业务均计提委托贷款减值损失 8100 万元，对净利率形成一定压制。横向对比来看，公司减值规模较大，对净利率影响更大。

图表 49：公司历史减值计提规模较大，低效业务剥离后减值规模下降明显



来源：公司年报，国金证券研究所；单位：百万元

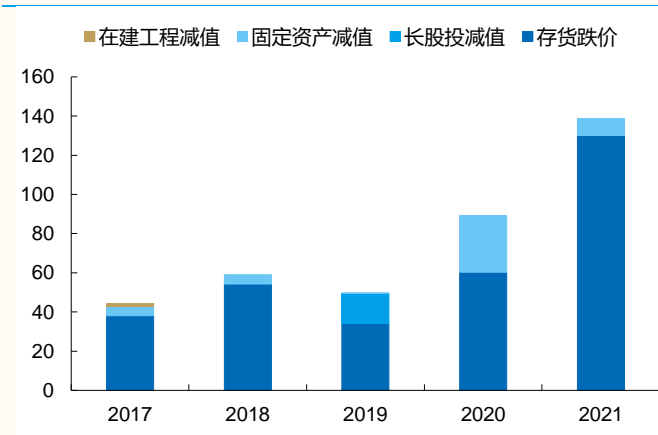
图表 50：横向对比公司减值规模较大



来源：各公司年报，国金证券研究所

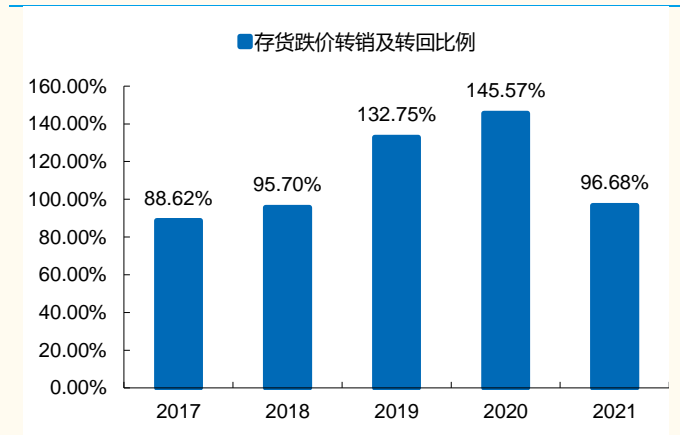
- 资产减值主要为存货跌价准备，军品属性导致公司经营盈利能力或高于表征水平。公司 19 年因振华通信相关业务计提长期股权投资减值 1538 万元，目前资产减值主要为存货跌价，其中发出商品跌价准备占存货跌价准备比例较大，结合军工以销定产特性，计提跌价的存货大多能成功销售，存货跌价大多会在后几期转销或转回，21 年转销及转回比例达 96.68%，公司经营盈利能力或高于表征水平。随着本期较大跌价准备未来逐年转回及低效业务剥离，未来资产减值规模有望保持较低水平。

图表 51: 存货跌价是资产减值的主要部分



来源: 公司公告, 国金证券研究所; 单位: 百万元; 注: 19 年前剔除坏账损失

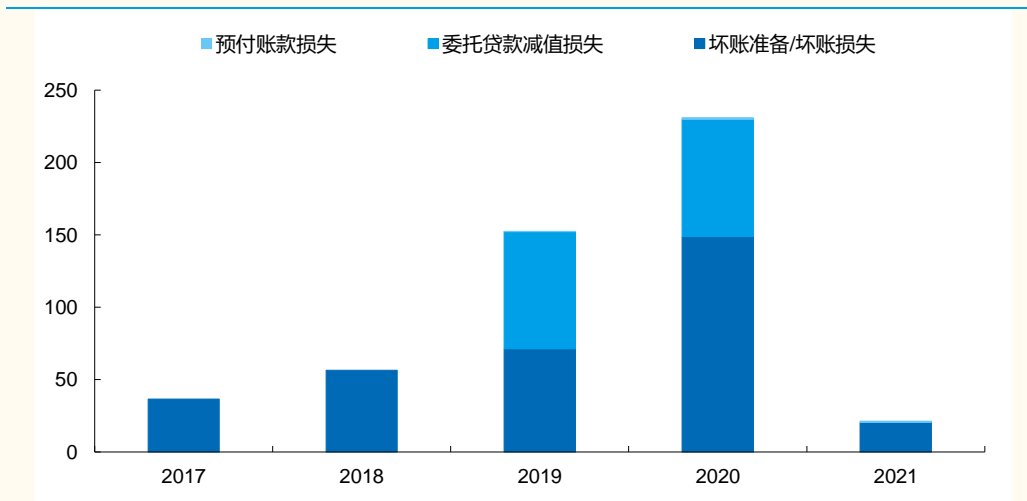
图表 52: 存货跌价的转销及转回比例较高



来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 存货跌价转销及转回比例=当年转销及转回存货跌价/前一年计提存货跌价

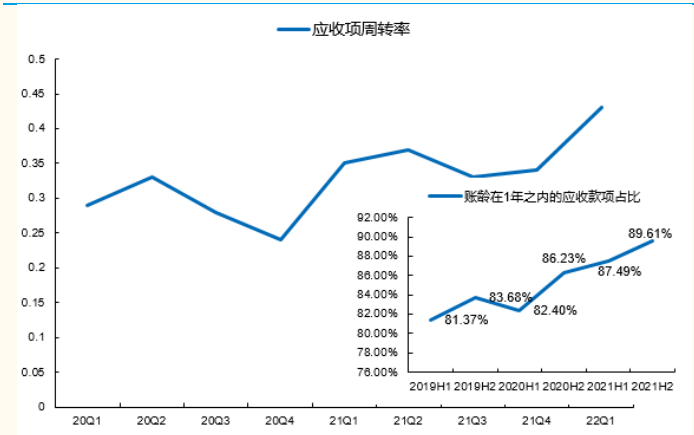
- **公司回款情况改善, 预计信用减值规模减小。**公司近年来持续推进低效资产剥离, 对于民品业务及相关资产计提了较大额度信用减值, 随着民品业务的压缩及下游回款状况改善, 21 年公司信用减值规模大幅减小。此外公司账龄状况与现金流情况有所好转, 账龄在一年以下的应收款占比达 89.61%, 为历史高位; 21 年公司经营净现金流均为正, 现金流情况较为良好。预计未来信用减值有望保持较低规模, 对净利率拖累减小。

图表 53: 在压缩低效民品业务后, 公司信用规模显著减小



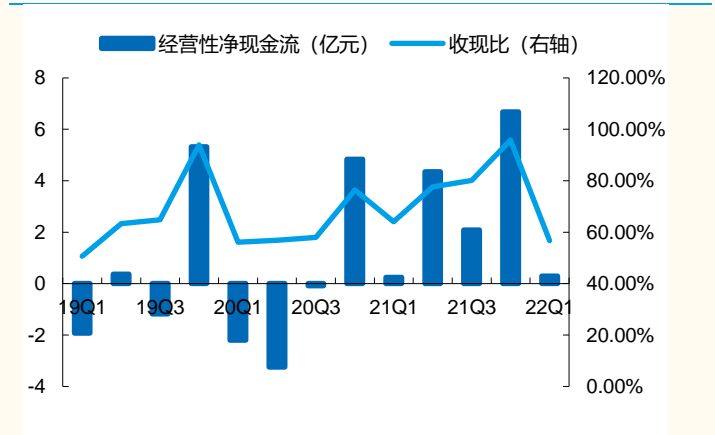
来源: 公司公告, 国金证券研究所; 单位: 百万元

图表 54: 公司账龄情况改善, 应收款项周转率提升趋势显著



来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所; 注: 应收款项包括应收票据、应收账款及其他应收款

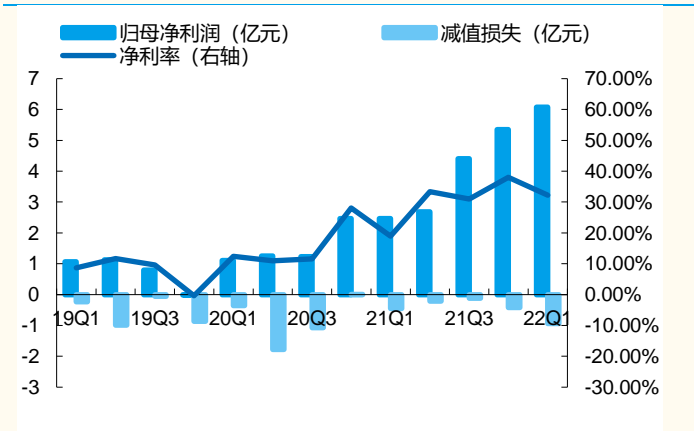
图表 55: 公司现金回款情况改善, 预计未来信用减值规模有望减小



来源: wind, 国金证券研究所

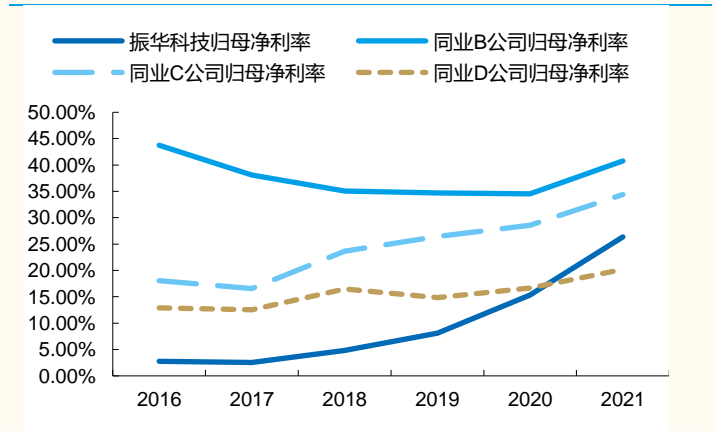
- **同业对比: 净利率追赶势头明显, 多重因素作用下仍有提升空间。**在剥离低效业务, 提高经营效率后, 公司净利率得到了显著改善, 21Q4 净利率达 38.02%, 较去年同期增长 9.92pct。横向对比来看, 公司净利率与同业公司仍有一定差距, 存在改善空间。在公司经营能力加强前提下, 管理与销售费用率得到控制、员工工作效率进一步提高以及减值规模预计缩小有助于公司净利率进一步提升。

图表 56: 减值规模减小助力净利率改善



来源: wind, 国金证券研究所; 注: 21Q2 剔除一次性计提的统筹外费用影响, 减值损失包括资产减值损失和信用减值损失

图表 57: 横向对比, 公司净利率逐年改善且仍有提升空间



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

■ 收入及毛利端:

- **新型电子元器件:** 公司作为我国军用元器件龙头, 考虑到“十四五”期间军用电子元器件下游高景气持续、公司于 22 年 4 月进行大规模定增募投扩大产能、研发成果逐步转化、横向品类扩张高端化升级及纵向业务延伸, 预计 2022 年-2024 年公司新型电子元器件业务收入分别为 72.15 亿、91.37 亿、114.07 亿, 同比提升 28.31%、26.63%、24.84%; 毛利端, 考虑到公司半导体分立器件与电源模块业务板块快速增长下产品结构持续改善, 以及成本管控能力加强, 未来毛利率有改善空间, 预计 2022 年-2024 年毛利率为 63.00%、63.50%、64.00%。

- **现代服务业：**该项业务基数及营收占比均较小，随着公司整体规模逐步扩大，预计该项业务营收增速与毛利率均保持稳定，2022年-2024年营收分别为0.33亿、0.35亿、0.36亿，同比增速均为4%，毛利率水平保持35.03%。
- 综上，我们预计公司2022年-2024年营业收入分别为72.49亿、91.72亿、114.44亿元，同比增长分别为28.17%、26.52%、24.77%。

图表 58：收入及盈利预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入（百万元）						
新型电子元器件	3310.19	3918.92	5623.80	7215.80	9137.26	11407.33
YOY	11.22%	18.39%	43.50%	28.31%	26.63%	24.84%
现代电子商贸与园区服务	29.87	30.81	32.17	33.46	34.80	36.19
YOY	-0.23%	3.15%	4.41%	4.00%	4.00%	4.00%
专业整机及核心零部件	328.22	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
YOY	-85.92%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	3668.28	3949.73	5655.97	7249.26	9172.06	11443.52
YOY	-31.27%	7.67%	43.20%	28.17%	26.52%	24.77%
成本（百万元）						
新型电子元器件	1711.40	1813.43	2195.38	2669.85	3335.10	4106.64
现代电子商贸与园区服务	19.59	20.38	20.90	21.74	22.61	23.51
专业整机及核心零部件	309.45	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	2040.44	1833.81	2216.28	2691.58	3357.71	4130.15
毛利率						
新型电子元器件	48.30%	53.73%	60.96%	63.00%	63.50%	64.00%
现代电子商贸与园区服务	34.42%	33.85%	35.03%	35.03%	35.03%	35.03%
专业整机及核心零部件	5.72%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
综合毛利率	44.38%	53.57%	60.82%	62.87%	63.39%	63.91%

来源：wind，国金证券研究所

■ 费用端：

- **管理费用率：**考虑到公司统筹外费用已计提完毕，未来费用负担减轻，以及股权激励等激励方案持续作用，2022年-2024年分别为11.4%、10.1%、8.9%。
- **销售费用率：**考虑到公司市场开拓力度加大带来销售员工效率提升，以及绩效工作制的落实，2022年-2024年分别为4.3%、3.8%、3.4%。
- **研发费用率：**公司作为军用电子元器件龙头，持续保持高额研发支出，预计公司未来为保持技术优势及研发新型号产品将持续加大研发力度。考虑到收入高增长的影响，2022年-2024年分别为6.5%、6.4%、6.3%。

投资建议

我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为24.20亿、31.72亿、41.49亿元，对应PE分别为26.55/20.25/15.48，选取鸿远电子、宏达电子、火炬电子作为可比公司，考虑到公司作为军用电子元器件龙头，未来发展重心向军用功率半导体等高端产品升级，长期有望成长为一体化的军工电子平台型供应商。给予2022年35倍PE，对应市值847.0亿元，目标价为163.5元，给予“买入”评级。

图表 59：可比公司估值比较

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603267.SH	鸿远电子	128.18	4.89	6.48	8.25	26.20	19.79	15.54
300726.SZ	宏达电子	55.57	2.61	3.35	4.14	21.32	16.57	13.42
603678.SH	火炬电子	41.02	2.69	3.36	4.09	15.26	12.23	10.04
平均值						20.93	16.20	13.00
000733.SZ	振华科技	124.00	4.67	6.12	8.01	26.55	20.25	15.48

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- **军用元器件价格小幅下降的风险：**随着元器件大批量采购，以及军方对武器装备“三高一低”发展要求，军工全产业链对成本进行管控，元器件价格存在小幅下降的可能。
- **高端元器件国产化进度不及预期：**公司的军用功率半导体等高端产品研制定型需要跟随装备试验验证，进入量产流程较长，进度可能不及预期。
- **董监高减持风险：**公司董监高到期解锁激励股票，若在二级市场集中减持可能对股价产生略微影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	3,668	3,950	5,656	7,249	9,172	11,444	货币资金	1,341	918	1,648	1,832	2,803	4,057	
增长率	7.7%	43.2%	28.2%	26.5%	24.8%		应收账款	3,174	3,721	4,195	5,225	6,948	8,906	
主营业务成本	-2,040	-1,834	-2,216	-2,692	-3,358	-4,130	存货	949	1,097	1,846	2,081	2,646	3,234	
%销售收入	55.6%	46.4%	39.2%	37.1%	36.6%	36.1%	其他流动资产	571	286	287	385	441	495	
毛利	1,628	2,116	3,440	4,558	5,814	7,313	流动资产	6,034	6,022	7,976	9,523	12,837	16,691	
%销售收入	44.4%	53.6%	60.8%	62.9%	63.4%	63.9%	%总资产	68.8%	67.2%	71.7%	72.1%	75.8%	79.6%	
营业税金及附加	-36	-40	-51	-70	-88	-107	长期投资	842	1,088	1,091	1,091	1,091	1,091	
%销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%	固定资产	1,559	1,498	1,683	2,155	2,556	2,717	
销售费用	-205	-241	-270	-314	-348	-390	%总资产	17.8%	16.7%	15.1%	16.3%	15.1%	13.0%	
%销售收入	5.6%	6.1%	4.8%	4.3%	3.8%	3.4%	无形资产	265	264	268	338	354	367	
管理费用	-525	-562	-941	-827	-923	-1,018	非流动资产	2,732	2,936	3,147	3,687	4,104	4,276	
%销售收入	14.3%	14.2%	16.6%	11.4%	10.1%	8.9%	%总资产	31.2%	32.8%	28.3%	27.9%	24.2%	20.4%	
研发费用	-232	-332	-370	-471	-587	-721	资产总计	8,767	8,958	11,123	13,209	16,941	20,967	
%销售收入	6.3%	8.4%	6.5%	6.5%	6.4%	6.3%	短期借款	651	975	898	662	1,041	520	
息税前利润 (EBIT)	630	940	1,808	2,876	3,869	5,077	应付款项	1,213	972	1,378	1,632	1,976	2,404	
%销售收入	17.2%	23.8%	32.0%	39.7%	42.2%	44.4%	其他流动负债	117	154	417	357	319	405	
财务费用	-63	-42	-44	-106	-241	-294	流动负债	1,981	2,101	2,694	2,652	3,336	3,329	
%销售收入	1.7%	1.1%	0.8%	1.5%	2.6%	2.6%	长期贷款	1,023	471	353	353	353	353	
资产减值损失	-202	-320	-119	-42	-12	-12	其他长期负债	381	414	638	465	463	463	
公允价值变动收益	30	22	-21	0	0	0	负债	3,384	2,986	3,686	3,470	4,152	4,145	
投资收益	-112	23	26	25	25	25	普通股股东权益	5,378	5,971	7,441	9,732	12,766	16,780	
%税前利润	n.a	3.2%	1.5%	0.9%	0.7%	0.5%	其中：股本	515	515	518	518	518	518	
营业利润	397	729	1,757	2,859	3,748	4,903	未分配利润	1,628	2,183	3,528	5,819	8,853	12,867	
营业利润率	10.8%	18.5%	31.1%	39.4%	40.9%	42.8%	少数股东权益	4	1	-4	8	23	42	
营业外收支	-1	0	2	1	2	2	负债股东权益合计	8,767	8,958	11,123	13,209	16,941	20,967	
税前利润	397	729	1,759	2,861	3,750	4,905	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	10.8%	18.5%	31.1%	39.5%	40.9%	42.9%	每股指标							
所得税	-101	-127	-262	-429	-562	-736	每股收益	0.578	1.176	2.878	4.671	6.123	8.008	
所得税率	25.6%	17.4%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	10.447	11.599	14.361	18.782	24.638	32.386	
净利润	295	602	1,497	2,432	3,187	4,169	每股经营现金净流	0.504	-0.134	2.577	2.964	2.822	4.775	
少数股东损益	-2	-3	6	11	15	20	每股股利	0.050	0.150	0.300	0.250	0.267	0.261	
归属于母公司的净利润	298	606	1,491	2,420	3,172	4,149	回报率							
净利率	8.1%	15.3%	26.4%	33.4%	34.6%	36.3%	净资产收益率	5.53%	10.14%	20.04%	24.87%	24.85%	24.73%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.39%	6.76%	13.40%	18.32%	18.73%	19.79%	
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	投入资本收益率	6.58%	10.35%	17.54%	22.55%	23.05%	24.27%	
净利润	295	602	1,497	2,432	3,187	4,169	增长率							
少数股东损益	-2	-3	6	11	15	20	主营业务收入增长率	-31.27%	7.67%	43.20%	28.17%	26.52%	24.77%	
非现金支出	414	539	379	265	273	354	EBIT 增长率	69.96%	49.29%	92.30%	59.05%	34.52%	31.24%	
非经营收益	162	13	41	49	52	49	净利润增长率	14.93%	103.48%	146.21%	62.32%	31.08%	30.80%	
营运资金变动	-612	-1,223	-581	-1,211	-2,050	-2,098	总资产增长率	-13.52%	2.18%	24.17%	18.76%	28.25%	23.77%	
经营活动现金净流	260	-69	1,335	1,536	1,462	2,474	资产管理能力							
资本开支	-329	-399	-473	-763	-676	-513	应收账款周转天数	143.6	123.5	90.1	96.0	102.1	98.7	
投资	139	192	66	0	0	0	存货周转天数	211.6	203.6	242.3	287.9	293.5	291.6	
其他	-9	38	24	25	25	25	应付账款周转天数	142.3	127.7	150.8	150.8	150.8	150.8	
投资活动现金净流	-198	-169	-382	-738	-650	-488	固定资产周转天数	128.3	117.3	92.9	63.9	60.8	59.6	
股权募资	112	0	39	0	0	0	偿债能力							
债权募资	69	-93	-144	-410	379	-521	净负债/股东权益	6.17%	8.85%	-5.33%	-8.39%	-11.01%	-18.92%	
其他	-88	-81	-122	-201	-219	-211	EBIT 利息保障倍数	9.9	22.5	41.0	27.2	16.1	17.3	
筹资活动现金净流	93	-175	-227	-612	160	-732	资产负债率	38.60%	33.33%	33.14%	26.27%	24.51%	19.77%	
现金净流量	154	-413	726	186	972	1,255								

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
买入	6	17	43	48	64
增持	0	3	9	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.15	1.17	1.19	1.00

来源：聚源数据

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402