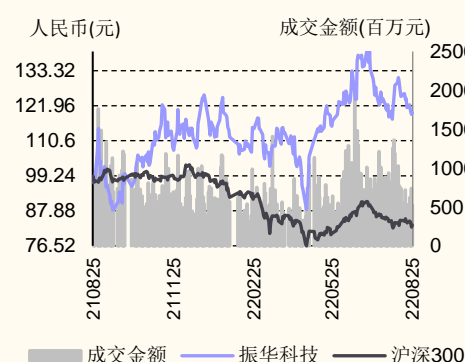


市场价格(人民币): 119.81元

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)	620.78
年内股价最高最低(元)	139.55/88.12
沪深300指数	4116
深证成指	12104



## 相关报告

- 1.《产品升级助推业绩加速,龙头持续增长可期-产品升级助推业绩加速...》, 2022.6.10
- 2.《透视军工电子龙头持续成长的底层逻辑-透视军工电子龙头持续成长...》, 2022.6.14

杨晨

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

## 高基数上持续增长,产品升级和规模优势突显

## 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	25.65	19.57	14.96
P/B	5.07	8.65	6.38	4.86	3.70

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司发布 2022 年中报,上半年营收 38.36 亿元,同比增长 36.18%;归母净利润 12.73 亿元,同比增长 146.98%。22Q2 营收 19.50 亿元,同比增长 29.31%,环比增长 3.39%;归母净利润 6.66 亿元,同比增长 147.58%,环比增长 9.72%。

## 经营分析

- 高基数下业绩保持增长,彰显高景气持续。剔除 21 年费用计提影响后 22H1 归母同比增长 70.09%; Q2 归母同比+32.66%。22H1 营收和利润均实现大幅增长,系特种元器件需求旺盛;利润增速高于营收增速,系产品结构升级和规模效应。Q2 高基数下营收和利润环比增长,彰显高景气持续。
- 产品结构升级下盈利能力有所改善。毛利率方面 22H1 毛利率 62.14%,同比提升 5.5pct,主要由于高附加值产品销售提升; 22Q2 毛利率 61.44%,同比提升 2.22pct,环比下降 1.41pct,主要由于季节性产品结构波动。净利率方面, 22H1 归母净利率 33.19%,同比提升 15.69pct,剔除 21 年一次性费用计提影响仍提升 7.51pct; Q2 净利率 34.14%,同比提升 16.22pct,剔除费用计提提升 0.86pct,环比提升 1.93pct,综合来看盈利能力有所改善。
- 期间费用率持续压缩,研发投入力度加大。22H1 期间费用率 19.83%,剔除费用计提同比下降 4.43pct; Q2 期间费用率 18.65%,剔除费用计提同比下降 2.17pct,费用压缩明显。公司继续保持高研发力度, 22H1 研发投入同比增长 28.05%,在基础元器件、集成电路、电子材料领域均有技术突破。
- 订单饱满下积极备产,在建工程增长产能扩张可期。公司合同负债仍处于相对高位,存货较期初增加 13.79%,结合军工以销定产特性,业绩增长有动力。在建工程较期初增加 9.07%,振华群英的定增募投项目已开始建设。公司提前投产,产线升级叠加产能释放节奏加快,彰显公司发展信心。

## 盈利预测及投资建议

- 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持续增长,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

- 军用元器件价格小幅下降; 高端元器件国产化不及预期; 董监高减持风险

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	
<b>主营业务收入</b>	<b>3,668</b>	<b>3,950</b>	<b>5,656</b>	<b>7,249</b>	<b>9,172</b>	<b>11,444</b>	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%	应收款项	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	<b>资产总计</b>	<b>8,767</b>	<b>8,958</b>	<b>11,123</b>	<b>13,209</b>	<b>16,941</b>	<b>20,967</b>	
%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	<b>负债</b>	<b>3,384</b>	<b>2,986</b>	<b>3,686</b>	<b>3,470</b>	<b>4,152</b>	<b>4,145</b>	
投资收益	-112	23	26	25	25	25	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,378</b>	<b>5,971</b>	<b>7,441</b>	<b>9,732</b>	<b>12,766</b>	<b>16,780</b>	
%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	<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,767</b>	<b>8,958</b>	<b>11,123</b>	<b>13,209</b>	<b>16,941</b>	<b>20,967</b>	
税前利润	397	729	1,759	2,861	3,750	4,905	<b>比率分析</b>		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	10.8%	18.5%	31.1%	39.5%	40.9%	42.9%	<b>每股指标</b>							
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	<b>298</b>	<b>606</b>	<b>1,491</b>	<b>2,420</b>	<b>3,172</b>	<b>4,149</b>	<b>回报率</b>							
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%	
							总资产收益率	3.39%	6.76%	13.40%	18.32%	18.73%	19.79%	
							投入资本收益率	6.58%	10.35%	17.54%	22.55%	23.05%	24.27%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	-31.27%	7.67%	43.20%	28.17%	26.52%	24.77%	
							EBIT增长率	69.96%	49.29%	92.30%	59.05%	34.52%	31.24%	
							净利润增长率	14.93%	103.48%	146.21%	62.32%	31.08%	30.80%	
							总资产增长率	-13.52%	2.18%	24.17%	18.76%	28.25%	23.77%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	143.6	123.5	90.1	96.0	102.1	98.7	
							存货周转天数	211.6	203.6	242.3	287.9	293.5	291.6	
							应付账款周转天数	142.3	127.7	150.8	150.8	150.8	150.8	
							固定资产周转天数	128.3	117.3	92.9	63.9	60.8	59.6	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	6.17%	8.85%	-5.33%	-8.39%	-11.01%	-18.92%	
							EBIT 利息保障倍数	9.9	22.5	41.0	27.2	16.1	17.3	
							资产负债率	38.60%	33.33%	33.14%	26.27%	24.51%	19.77%	

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	0	4	8	26	71
增持	0	1	3	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.20	1.27	1.21	1.00

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

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。

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。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**

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