

军工组

振华科技 (000733.SZ) 买入 (维持评级)

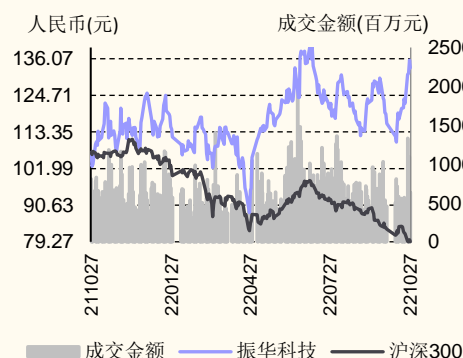
公司点评

市场价格(人民币): 133.28元

高增长彰显韧性, 盈利能力保持高位

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)	690.57
年内股价最高最低(元)	139.55/88.29
沪深300指数	3631
深证成指	10750



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	28.53	21.77	16.64
P/B	5.07	8.65	7.10	5.41	4.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2022 年三季报, 前三季度实现营收 57.01 亿, 同比+34.2%; 归母净利润 18.64 亿, 同比+95.0%。22Q3 实现营收 18.65 亿元, 同比+30.3%、环比-4.3%; 归母净利润 5.91 亿元, 同比+34.1%、环比-11.3%。

经营分析

- 业绩维持同比高增长, Q4 有望超预期。公司军用元器件产品需求旺盛, 22Q3 收入及利润同比维持高增长。Q3 为相对淡季, 且 9 月份贵阳疫情较为严重, 收入及利润环比略有下降。考虑到军品全年交付具有强计划性, Q4 业绩有望提升。
- 产品升级推动毛利率提升, 增资子公司加码高端产品发展。公司阻容感业务增长稳定, 电源模块和半导体分立器件业务拉动业绩弹性。产品结构升级助推利润率提升, 22Q3 毛利率 62.16%、同比+0.73pct, 净利率 31.67%、同比+0.91pct。最新公告对子公司振华微及振华华联增资, 加码电源模块和高端开关产品的发展, 预期未来公司盈利能力仍有提升空间。
- 生产交付有序推进, 产能扩张助力长期发展。公司订单交付结转顺利, 合同负债较期初下降 53.5%。下游高景气持续下公司积极扩产, 三季度末在建工程余额 3.52 亿, 较期初增长 44.7%, 助力长期发展。
- 长期定位: 上下游一体化、军工电子平台龙头。公司持续推进业务拓展及产品升级, 传统被动元件收入占比 50%以下, 发力军用功率半导体、电源模块及高端机电组件等国产化率较低的高端产品市场, 未来发展前景广阔。公司借助定增资金增强生产及研发能力, 募投 6 寸线打造 IDM 模式, 长期来看有望成长为上下游一体化的军用电子平台型龙头, 定位稀缺。

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拓展产品品类并进行高端升级, 叠加规模效应带来盈利能力提升, 预计公司 2022-2024 年归母净利润为 24.20 亿、31.72 亿、41.49 亿元, 同比增长 62.3%/31.1%/30.8%, 对应 PE 为 29/22/17 倍。考虑公司作为平台型龙头定位稀缺, 长期投资价值突出, 维持“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; 产能扩充及产品研发进度不及预期。

相关报告

1. 《高景气持续, 定增获批助力高端一体化发展-振华科技-三季报业绩...》, 2022.10.11
2. 《高基数上持续增长, 产品升级和规模优势突显-《2022-08-...》, 2022.8.26
3. 《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...》, 2022.6.18
4. 《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

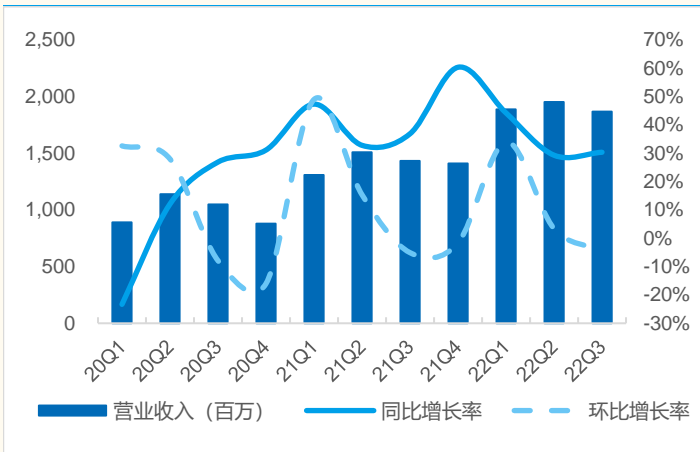
事件说明

- 公司发布 22 年三季报，前三季度营收 57.01 亿，同比+34.2%；归母净利润 18.64 亿，同比+95.0%。22Q3 营收 18.65 亿元，同比+30.3%，环比-4.3%；归母净利润 5.91 亿元，同比+34.1%，环比-11.3%。

业绩持续高增长彰显发展韧性

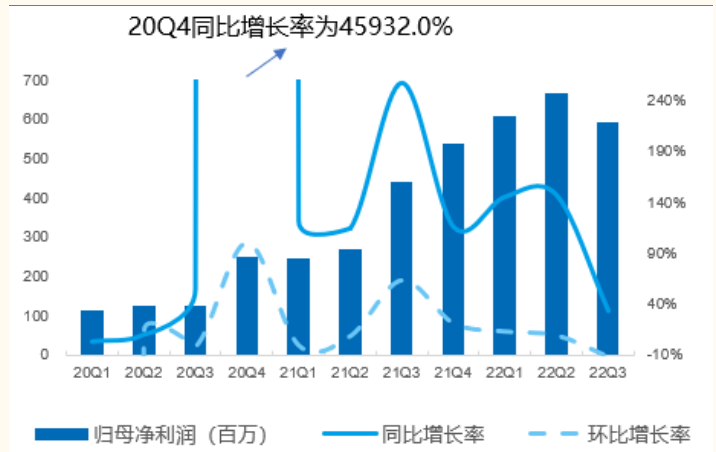
- 业绩维持同比高速增长，Q4 有望超预期。军用电子元器件高景气持续，公司收入及利润维持同比高速增长。Q3 为相对淡季，以及 9 月份贵阳出现疫情，公司收入及利润环比略有下降。考虑到全年军品交付具有强计划性，保交付下 Q4 业绩有望加速提升。

图表 1: 单季度营收及同、环比增速



来源: wind, 国金证券研究所

图表 2: 单季度归母净利润及同、环比增速

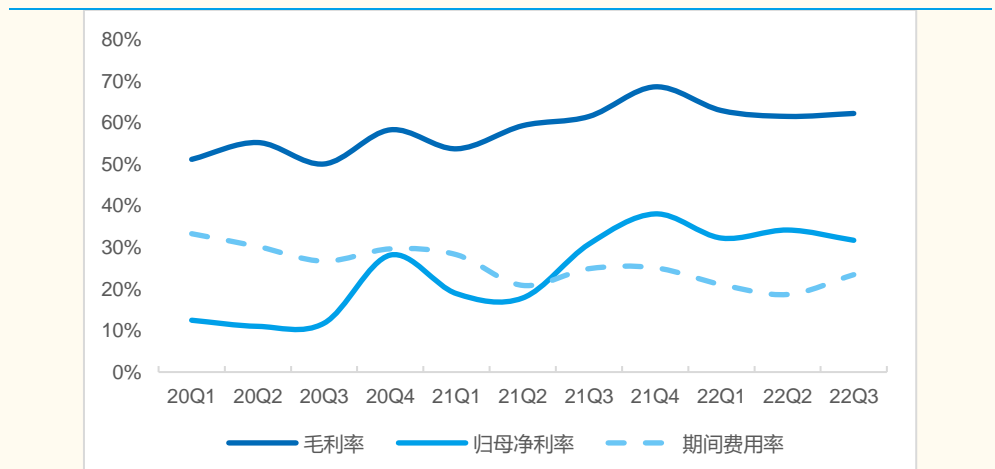


来源: wind, 国金证券研究所; 注: 由于 19Q4 归母净利润为负, 计算增速经过修正

产品结构升级盈利能力提升, 研发高投入支撑长期发展

- 产品升级推动毛利率提升, 增资子公司加码高端产品发展。公司持续推进产品结构升级, 22Q3 毛利率 62.16%, 同比+0.73pct, 环比+0.71pct。归母净利率 31.67%, 同比+0.91pct, 环比-2.47pct, 主要受管理费用率环比增加影响。公司对子公司振华微及振华华联增资, 进一步加码电源模块和高端开关产品的发展, 产品结构持续升级下盈利能力仍有提升空间。

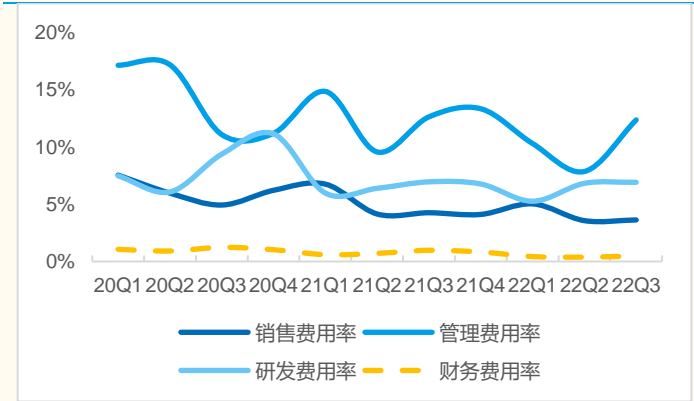
图表 3: 单季度毛利率、净利率和期间费用率变化



来源: wind, 国金证券研究所; 注: 21Q2 剔除一次性计提的 2.33 亿统筹外费用影响

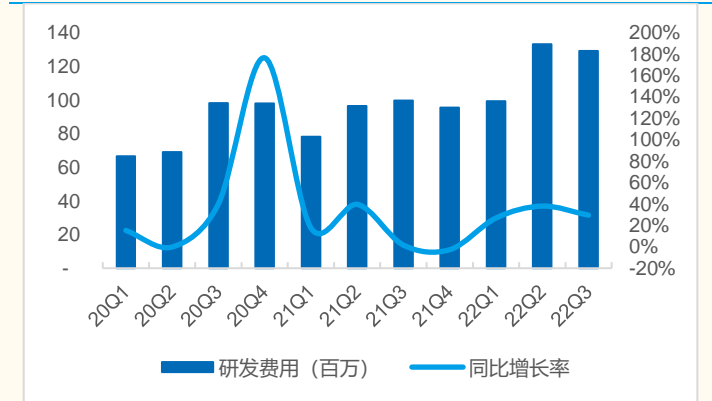
- 管理费用率环比有所上升，研发支出高增助力长期发展。公司 22Q3 期间费用率 23.41%，同比下降 1.44pct，费用压降助力公司盈利能力提升。从细分项来看，管理费用率较去年同期有所提升。公司研发支出同比维持较高增长，产品预研下结构升级动力足。

图表 4：单季度期间费用率各项变化



来源：wind，国金证券研究所；注：21Q2 剔除一次性计提的 2.33 亿统筹外费用影响

图表 5：单季度研发费用及同比增速

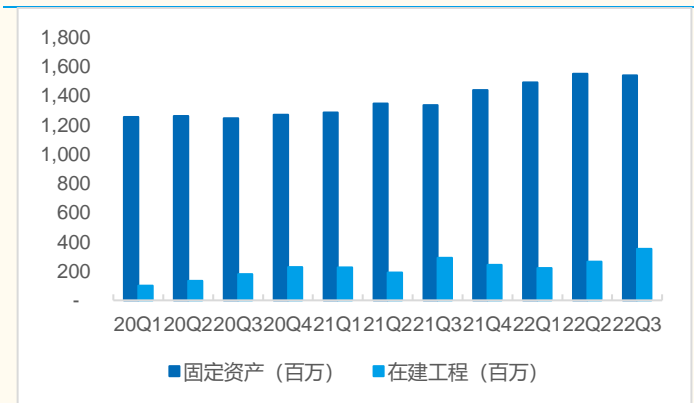


来源：wind，国金证券研究所

积极扩产提升交付能力，现金流状况预期改善

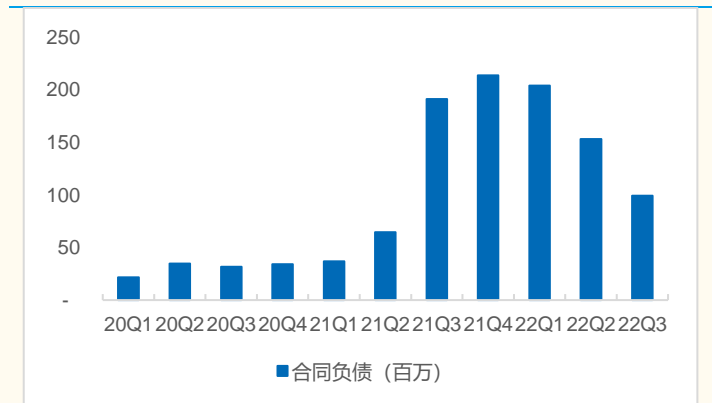
- 生产交付有序推进，产能扩张助力长期发展。公司订单交付结转顺利，合同负债较期初下降 53.5%。下游高景气持续下公司产能扩张，22Q3 在建工程余额 3.52 亿，较期初增长 44.7%，助力长期发展。

图表 6：固定资产与在建工程金额变化



来源：wind，国金证券研究所；单位：亿元

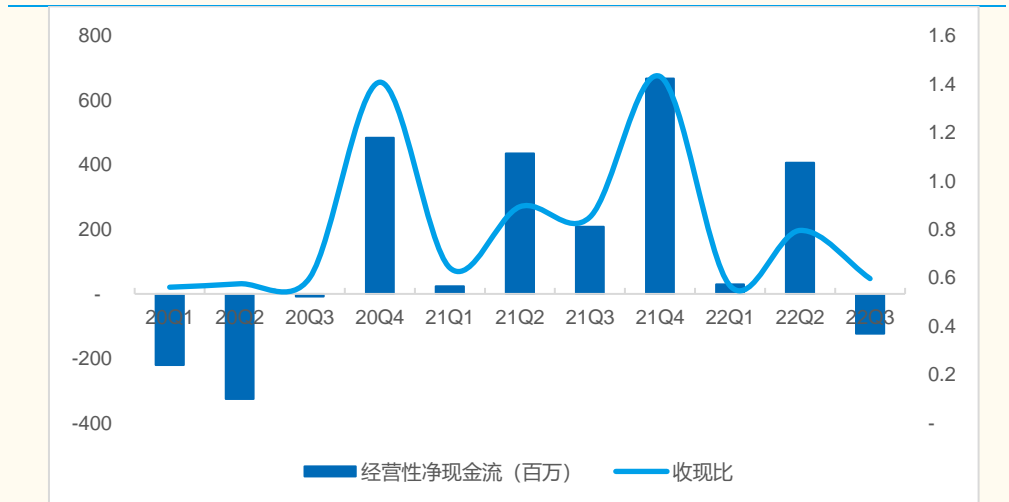
图表 7：合同负债金额变化



来源：wind，国金证券研究所

- 单季度现金流转负，年底回款有望改善。22Q3 公司经营性现金流为负，主要由于军品回款季节性特点，以及员工绩效工资增长所致。结合军工行业年底集中回款特点，Q4 现金流情况预计得到改善。

图表 8: 经营性净现金流及收现比



来源: wind, 国金证券研究所

盈利预测及投资建议

- 军用元器件市场景气持续，公司作为行业龙头积极拓展产品品类并进行高端升级，叠加规模效应带来盈利能力提升，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 24.20 亿、31.72 亿、41.49 亿元，同比增长 62.3%/31.1%/30.8%，对应 PE 为 29/22/17 倍。考虑公司作为平台型龙头定位稀缺，长期投资价值突出，维持“买入”评级。

风险提示

- 军用元器件价格小幅下降：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。
- 产能扩充及产品研发进度不及预期：公司重点发展的军用功率半导体等高端产品技术含量较高，存在研发难度，产能扩充进度受工程影响，可能不及预期。

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	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						
利润率	10.8%	18.5%	31.1%	39.5%	40.9%	42.9%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-101	-127	-262	-429	-562	-736	每股指标						
所得税率	25.6%	17.4%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.578	1.176	2.878	4.671	6.123	8.008
净利润	295	602	1,497	2,432	3,187	4,169	每股净资产	10.447	11.599	14.361	18.782	24.638	32.386
少数股东损益	-2	-3	6	11	15	20	每股经营现金净流	0.504	-0.134	2.577	2.964	2.822	4.775
归属于母公司的净利润	298	606	1,491	2,420	3,172	4,149	每股股利	0.050	0.150	0.300	0.250	0.267	0.261
净利率	8.1%	15.3%	26.4%	33.4%	34.6%	36.3%	回报率						
							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%
							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	1	6	18	29	82
增持	0	1	6	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.14	1.25	1.22	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
3	2022-08-26	买入	119.81	N/A
4	2022-10-11	买入	112.04	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。

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，而不应对本报告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