

振华科技 (000733.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

需求延迟业绩阶段性放缓，平台化发展支撑长期成长

事件

2023年10月26日，公司发布2023年三季报，前三季度实现营收60.3亿，同比+5.8%，归母20.6亿，同比+10.5%；其中Q3实现营收17.2亿，同比-7.9%，归母5.3亿，同比-10.6%。

点评

军用电子元器件订单阶段性放缓，中调落地后采购有望恢复。行业环境影响军用电子元器件新增订单放缓，公司业绩阶段性承压。人事变动逐步完成，中调落地后有望开启新一轮装备批量采购，元器件行业处于产业链上游率先受益，带动公司业绩增长。

军品价格调整及产品结构变动毛利率下降，平台布局具备一定抗压能力。公司23Q1-Q3毛利率60.8%，同比-1.4pct，其中Q3毛利率56.6%，同比-5.6pct。军用元器件价格承压，谱系化电源产品占比增加，毛利率有所下降，平台化布局下较单一主业公司降幅更小。公司23Q1-Q3归母净利率34.1%，同比+1.5pct，其中Q3归母净利率30.8%，同比-0.9pct。公司内部管理效率提升，费用压降显著，23Q1-Q3期间费用率同比-2.1pct，其中Q3期间费用率同比-2.1pct。

募投项目建设推进，平台化发展助力长期成长。公司Q3在建工程3.8亿，较期初+16.7%，资本性支出1.6亿，同比+52.3%。公司定增完成发行，自建功率半导体6寸线打造IDM模式，薄膜电源等新产品品类拓展，建设保护元件及高端机电组件产线产品升级，平台化发展支撑长期成长。

盈利预测、估值与评级

军工电子元器件订单下放阶段性放缓，公司作为龙头持续推进品类拓展，着力发展军用功率半导体以及电源模块，纵向延伸上游材料及下游组件，打造一体化平台，看好长期投资价值。我们预测公司2023-2025年归母净利润27.5/32.0/38.5亿元，同比增长15.2%、16.7%、20.2%，对应PE为12.9/11.1/9.2倍，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。

军工组

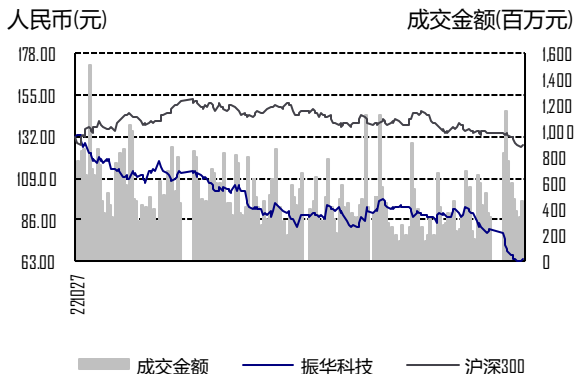
分析师：杨晨 (执业S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：64.15元

相关报告：

- 1.《振华科技半年报点评：业绩稳健增长，盈利能力持续改善》，2023.8.25
- 2.《振华科技22年报和23一季报点评：业绩增长韧性增强，盈利能力持...》，2023.4.28
- 3.《业绩保持高增长，定增持续推进》，2023.1.17



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,656	7,267	8,033	9,335	10,925
营业收入增长率	43.20%	28.48%	10.54%	16.21%	17.03%
归母净利润(百万元)	1,491	2,382	2,745	3,202	3,850
归母净利润增长率	146.21%	59.79%	15.22%	16.66%	20.22%
摊薄每股收益(元)	2.878	4.578	4.971	5.799	6.971
每股经营性现金流净额	2.58	1.58	5.47	4.18	6.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.04%	24.42%	18.45%	17.85%	17.79%
P/E	43.19	24.95	12.91	11.06	9.20
P/B	8.65	6.09	2.38	1.98	1.64

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

事件说明.....	3
订单延迟业绩阶段性承压，中调落地后采购有望恢复.....	3
价格压力及产品结构变动毛利率下降，费用压降效果显著.....	3
募投项目建设推进，平台化发展助力长期成长.....	4
投资建议.....	5
风险提示.....	5

图表目录

图表 1： 2023Q3 营收及同比、环比增速.....	3
图表 2： 2023Q3 归母净利润及同比、环比增速.....	3
图表 3： 2023Q3 毛利率、净利率以及期间费用率.....	3
图表 4： 2023Q3 各项费用率.....	4
图表 5： 2023Q3 资产减值及信用减值.....	4
图表 6： 2023Q3 固定资产和在建工程变化.....	4
图表 7： 2023Q1 资本性支出及同比增速.....	4
图表 8： 2023Q3 合同负债与预付款项变化.....	4
图表 9： 2023Q3 存货及周转天数.....	4
图表 10： 2023Q3 经营性现金流及收现比.....	5

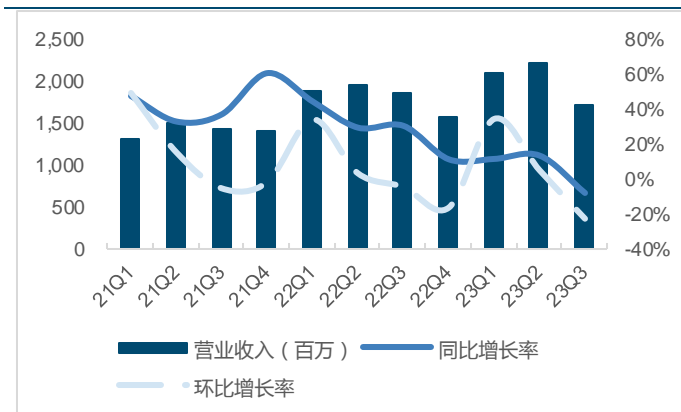
事件说明

2023 年 10 月 26 日，公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营收 60.3 亿，同比+5.8%，归母 20.6 亿，同比+10.5%；其中 Q3 实现营收 17.2 亿，同比-7.9%，归母 5.3 亿，同比-10.6%。

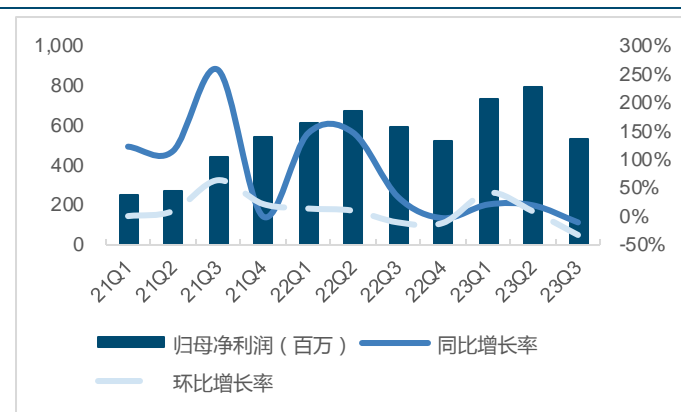
订单延迟业绩阶段性承压，中调落地后采购有望恢复

公司 23 年前三季度收入 60.3 亿，同比+5.8%；归母净利润 20.6 亿，同比+10.5%。其中 Q3 实现营收 17.2 亿，同比-7.9%；归母净利润 5.3 亿，同比-10.6%。行业环境影响军用元器件新签订单阶段性放缓，公司业绩阶段性承压。人事变动逐步完成，中调落地后有望开启新一轮装备批量采购，元器件行业处于产业链上游率先受益，带动公司业绩增长。

图表1：2023Q3 营收及同比、环比增速



图表2：2023Q3 归母净利润及同比、环比增速



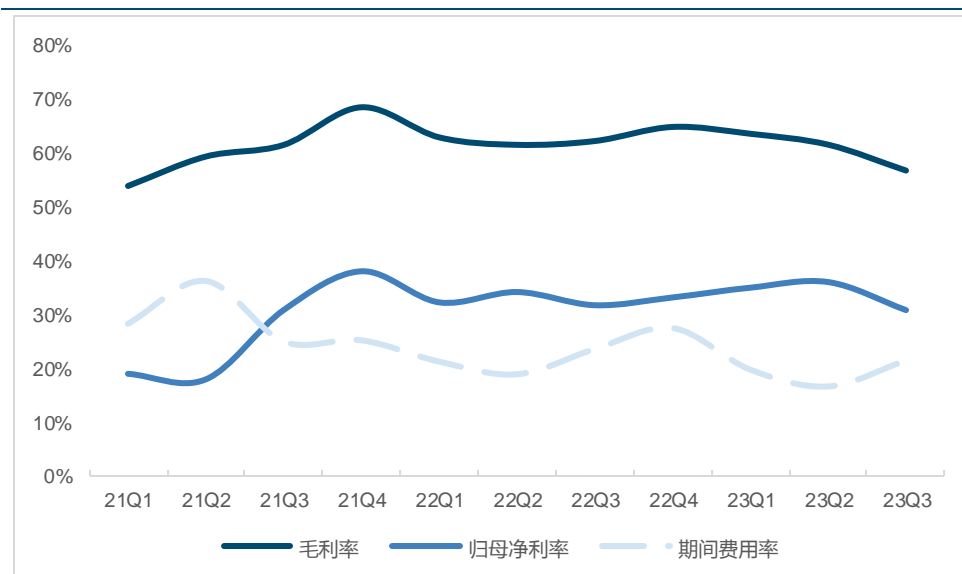
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

价格压力及产品结构变动毛利率下降，费用压降效果显著

公司 2023 前三季度毛利率 60.8%，同比-1.4pct；其中 23Q3 毛利率 56.6%，同比-5.6pct，环比-4.9pct。2023 前三季度归母净利率 34.1%，同比+1.5pct；其中 23Q3 归母净利率 30.8%，同比-0.9%，环比-5.2%。

图表3：2023Q3 毛利率、净利率以及期间费用率

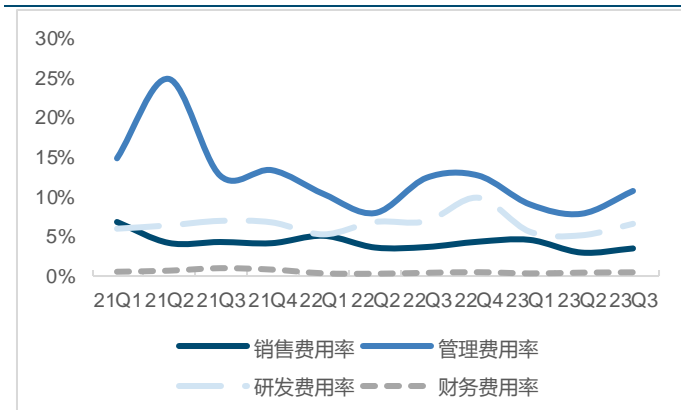


来源：wind，国金证券研究所

公司作为大型国企，积极响应中央国企改革号召，进行提质增效，前三季度期间费用率 18.9%，同比-2.1pct，其中管理费用率 9.0%，同比下降 1.1pct；销售费用率 3.6%，同比下降 0.4pct。23Q3 期间费用率 21.3%，同比-2.1pct，其中管理费用率 10.7%，同比-

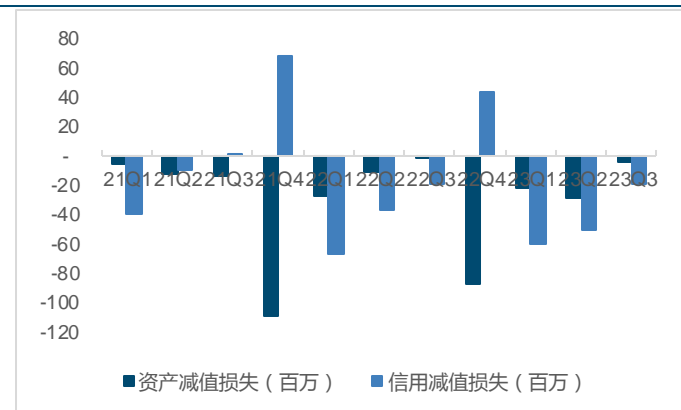
1.7pct；销售费用率 3.5%，同比-0.2pct。

图表4：2023Q3 各项费用率



来源：wind，国金证券研究所

图表5：2023Q3 资产减值及信用减值

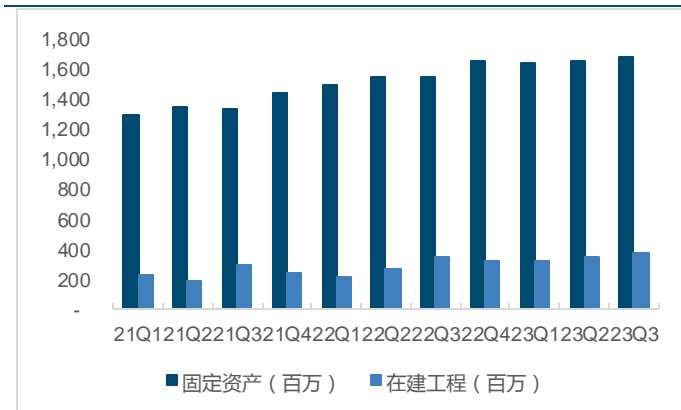


来源：wind，国金证券研究所

募投项目建设推进，平台化发展助力长期成长

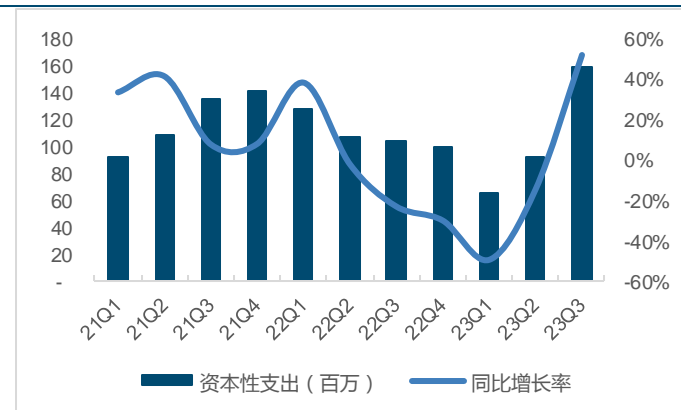
公司 23Q3 固定资产 16.8 亿元，较期初+1.9%；在建工程 3.8 亿元，较期初+16.7%。公司持续推进产能扩充，定增发行完成，募投项目建设推进，支撑长期发展。

图表6：2023Q3 固定资产和在建工程变化



来源：wind，国金证券研究所

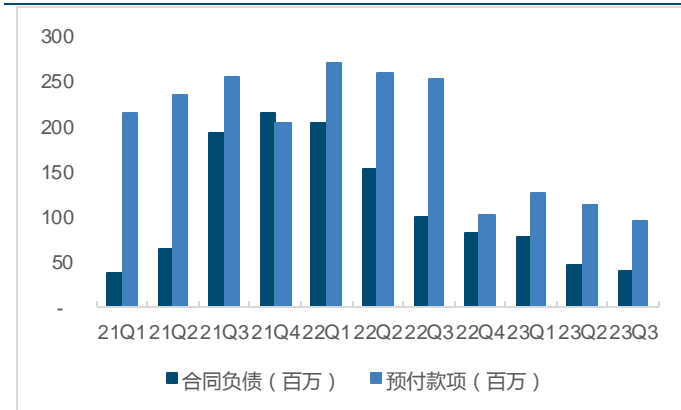
图表7：2023Q1 资本性支出及同比增速



来源：wind，国金证券研究所

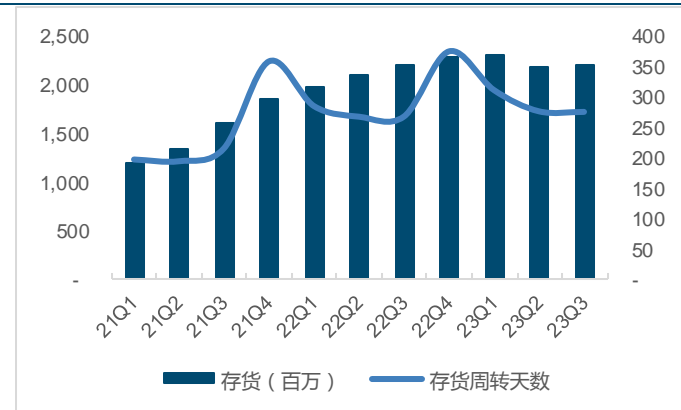
公司 23Q3 合同负债 0.4 亿元，较期初-52.2%，新增订单下放有所延迟；存货 21.9 亿元，较期初-4.42%。

图表8：2023Q3 合同负债与预付款项变化



来源：wind，国金证券研究所

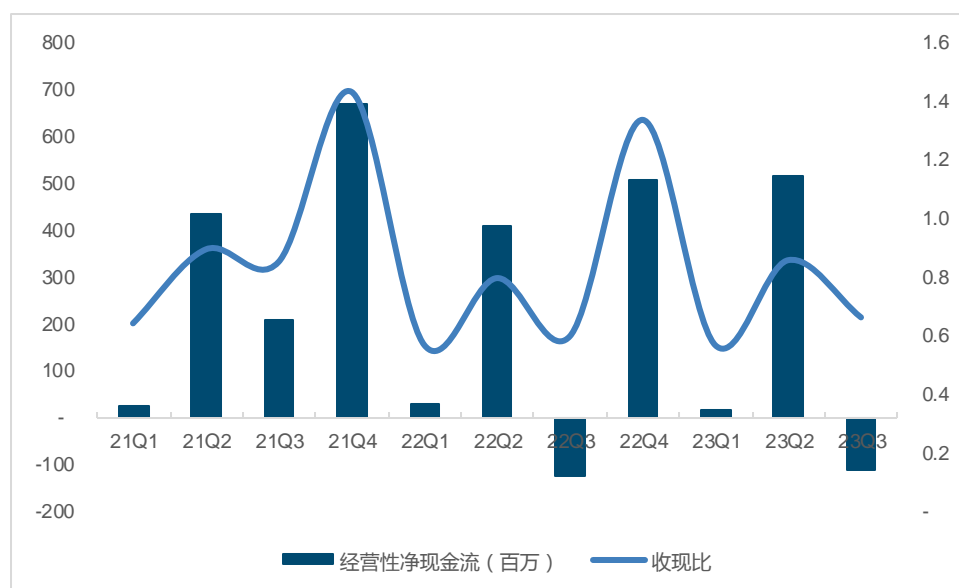
图表9：2023Q3 存货及周转天数



来源：wind，国金证券研究所

公司 2023 年前三季度经营性净现金流 4.2 亿元，较去年同期增加 0.9 亿元；其中 Q3 经营性净现金流-1.1 亿元，较去年同期增加 0.1 亿元，现金流情况有所好转。

图表10：2023Q3 经营性现金流及收现比



来源：wind，国金证券研究所

投资建议

军工电子元器件订单下放阶段性放缓，公司作为龙头持续推进品类拓展，着力发展军用功率半导体以及电源模块，纵向延伸上游材料及下游组件，打造一体化平台，看好长期投资价值。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润 27.5/32.0/38.5 亿元，同比增长 15.2%、16.7%、20.2%，对应 PE 为 12.9/11.1/9.2 倍，维持“买入”评级。

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。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,950	5,656	7,267	8,033	9,335	10,925
增长率	43.2%	28.5%	10.5%	16.2%	17.0%	
主营业务成本	-1,834	-2,216	-2,709	-3,005	-3,538	-4,194
%销售收入	46.4%	39.2%	37.3%	37.4%	37.9%	38.4%
毛利	2,116	3,440	4,558	5,028	5,797	6,731
%销售收入	53.6%	60.8%	62.7%	62.6%	62.1%	61.6%
营业税金及附加	-40	-51	-66	-75	-85	-100
%销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-241	-270	-300	-321	-355	-382
%销售收入	6.1%	4.8%	4.1%	4.0%	3.8%	3.5%
管理费用	-562	-941	-777	-723	-784	-841
%销售收入	14.2%	16.6%	10.7%	9.0%	8.4%	7.7%
研发费用	-332	-370	-516	-562	-635	-710
%销售收入	8.4%	6.5%	7.1%	7.0%	6.8%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	940	1,808	2,899	3,346	3,938	4,697
%销售收入	23.8%	32.0%	39.9%	41.7%	42.2%	43.0%
财务费用	-42	-44	-33	-64	-132	-165
%销售收入	1.1%	0.8%	0.5%	0.8%	1.4%	1.5%
资产减值损失	-320	-119	-203	-155	-110	-84
公允价值变动收益	22	-21	-23	0	0	0
投资收益	23	26	22	23	23	23
%税前利润	3.2%	1.5%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%
营业利润	729	1,757	2,754	3,231	3,769	4,531
营业利润率	18.5%	31.1%	37.9%	40.2%	40.4%	41.5%
营业外收支	0	2	-2	0	-1	-1
税前利润	729	1,759	2,753	3,230	3,768	4,530
利润率	18.5%	31.1%	37.9%	40.2%	40.4%	41.5%
所得税	-127	-262	-370	-485	-565	-680
所得税率	17.4%	14.9%	13.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	602	1,497	2,383	2,746	3,203	3,851
少数股东损益	-3	6	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	606	1,491	2,382	2,745	3,202	3,850
净利率	15.3%	26.4%	32.8%	34.2%	34.3%	35.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	602	1,497	2,383	2,746	3,203	3,851
少数股东损益	-3	6	1	1	1	1
非现金支出	539	379	516	427	423	483
非经营收益	13	41	53	49	42	34
营运资金变动	-1,223	-581	-2,131	-203	-1,359	-941
经营活动现金净流	-69	1,335	821	3,018	2,309	3,427
资本开支	-399	-473	-436	-701	-678	-515
投资	192	66	32	0	0	0
其他	38	24	18	23	23	23
投资活动现金净流	-169	-382	-386	-678	-655	-492
股权募资	0	39	26	2,517	0	0
债权募资	-93	-144	-103	-299	-206	24
其他	-81	-122	-260	-214	-211	-201
筹资活动现金净流	-175	-227	-337	2,005	-417	-177
现金净流量	-413	726	99	4,346	1,237	2,758

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	918	1,648	1,811	6,132	7,351	10,096
应收账款	3,721	4,195	5,770	5,809	6,957	8,126
存货	1,097	1,846	2,288	2,134	2,381	2,458
其他流动资产	286	287	121	403	433	465
流动资产	6,022	7,976	9,991	14,478	17,123	21,145
%总资产	67.2%	71.7%	73.7%	78.4%	79.7%	82.5%
长期投资	1,088	1,091	1,062	1,062	1,062	1,062
固定资产	1,498	1,683	1,968	2,395	2,749	2,856
%总资产	16.7%	15.1%	14.5%	13.0%	12.8%	11.1%
无形资产	264	268	256	328	345	359
非流动资产	2,936	3,147	3,570	3,995	4,361	4,476
%总资产	32.8%	28.3%	26.3%	21.6%	20.3%	17.5%
资产总计	8,958	11,123	13,560	18,473	21,484	25,621
短期借款	975	898	457	260	54	78
应付款项	972	1,378	1,687	1,687	1,944	2,309
其他流动负债	154	417	265	384	303	359
流动负债	2,101	2,694	2,410	2,331	2,301	2,746
长期贷款	471	353	710	710	710	710
其他长期负债	414	638	688	555	539	525
负债	2,986	3,686	3,807	3,595	3,550	3,980
普通股股东权益	5,971	7,441	9,756	14,880	17,935	21,641
其中：股本	515	518	520	552	552	552
未分配利润	2,183	3,528	5,689	8,296	11,351	15,056
少数股东权益	1	-4	-3	-2	-2	0
负债股东权益合计	8,958	11,123	13,560	18,473	21,484	25,621

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.176	2.878	4.578	4.971	5.799	6.971
每股净资产	11.599	14.361	18.747	26.946	32.478	39.188
每股经营现金净流	-0.134	2.577	1.578	5.466	4.182	6.205
每股股利	0.050	0.150	0.300	0.250	0.267	0.261
回报率						
净资产收益率	10.14%	20.04%	24.42%	18.45%	17.85%	17.79%
总资产收益率	6.76%	13.40%	17.57%	14.86%	14.91%	15.03%
投入资本收益率	10.35%	17.54%	22.77%	17.84%	17.81%	17.72%
增长率						
主营业务收入增长率	7.67%	43.20%	28.48%	10.54%	16.21%	17.03%
EBIT 增长率	49.29%	92.30%	60.34%	15.40%	17.71%	19.27%
净利润增长率	103.48%	146.21%	59.79%	15.22%	16.66%	20.22%
总资产增长率	2.18%	24.17%	21.91%	36.23%	16.30%	19.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	123.5	90.1	95.5	100.0	110.0	110.0
存货周转天数	203.6	242.3	278.6	270.0	260.0	230.0
应付账款周转天数	127.7	150.8	155.1	155.1	155.1	155.1
固定资产周转天数	117.3	92.9	82.6	64.9	64.1	64.4
偿债能力						
净负债/股东权益	8.85%	-5.33%	-6.61%	-34.70%	-36.74%	-43.02%
EBIT 利息保障倍数	22.5	41.0	87.8	52.6	29.9	28.5
资产负债率	33.33%	33.14%	28.08%	19.46%	16.52%	15.54%

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

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
5	2022-10-28	买入	133.28	N/A
6	2023-01-17	买入	110.34	N/A
7	2023-04-28	买入	87.00	N/A
8	2023-08-25	买入	87.99	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

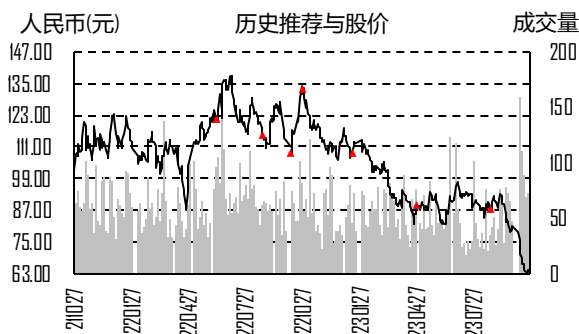
买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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



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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806