

振华科技 (000733.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩阶段性承压，静候订单回暖

事件

2024年4月26日，公司发布23年年报及24年一季报，23年实现营收77.9亿（同比+7.2%），归母26.8亿（同比+12.6%）；其中Q4实现营收17.6亿（同比+12.4%），归母6.2亿（同比+20.2%）。24Q1实现营收10.1亿（同比-51.7%），归母1.0亿（同比-86.1%）。

点评

公司作为国内军用电子元器件龙头，受到行业订单延迟压力，业绩阶段性承压。高新装备列装加速及传统装备更新改造构成军工电子元器件需求长期向好的基本盘，短期受到产品成本管控等因素影响，行业仍面临一定压力，静候订单回暖。产品结构方面看，高端分立器件需求旺盛，振华永光23年营收20.0亿（同比+41.1%）。公司同时公布2024年财务预算，目标实现营业收入69亿元，利润总额20亿元。

公司23年毛利率59.3%（同比-3.4pct），24Q1毛利率47.6%（同比-16.0pct），主要由于部分产品降价。23年归母净利率34.4%（同比+1.6pct），24Q1归母净利率10.1%（同比-24.9pct）。2023年公司加大产品市场推广力度，销售费用有所增加。

产能逐步释放，生产效率提升。公司23年固定资产19.2亿（较期初+16.6%），定增项目建设稳步推进，聚焦智能化、数字化转型，逐步实现精益生产。公司以“工业互联网+智能制造”对生产线进行柔性改造，提高生产效率。公司发布公告计划投资1.0亿元，用于实施断路器及真空灭弧室生产能力提升项目，项目达产后可年增营业收入1.64亿，利润总额2740万元。

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2024-2026年归母净利润16.1/19.7/24.2亿元，同比-40.1%、+22.6%、+22.9%，对应PE为18/14/12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）：50.87元

相关报告：

- 《振华科技公司点评：需求延迟业绩阶段性放缓，平台化发展支撑长期...》，2023.10.27
- 《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
- 《振华科技22年报和23一季报点评：业绩增长韧性，盈利能力持...》，2023.4.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,267	7,789	7,024	8,620	10,563
营业收入增长率	28.48%	7.19%	-9.82%	22.72%	22.53%
归母净利润(百万元)	2,382	2,682	1,605	1,969	2,420
归母净利润增长率	59.79%	12.58%	-40.14%	22.62%	22.94%
摊薄每股收益(元)	4.578	4.857	2.897	3.552	4.367
每股经营性现金流净额	1.58	2.23	6.95	1.48	3.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.42%	18.69%	10.15%	11.16%	12.15%
P/E	24.95	12.11	17.56	14.32	11.65
P/B	6.09	2.26	1.78	1.60	1.42

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.....	3
税收政策及价格调整，盈利能力承压.....	4
产能扩充逐步到位，夯实长期发展基础.....	5
投资建议.....	6
风险提示.....	6

图表目录

图表 1： 2023 年营收及同比增速.....	3
图表 2： 2023 年归母净利润及同比增速.....	3
图表 3： 2024Q1 营收及同比、环比增速.....	3
图表 4： 2024Q1 归母净利润及同比、环比增速.....	3
图表 5： 2023 年主要子公司营收（百万元）及增速.....	4
图表 6： 2023 年主要子公司净利润（百万元）及增速.....	4
图表 7： 2023 年毛利率及净利率.....	4
图表 8： 2024Q1 毛利率及净利率.....	4
图表 9： 2023 年各项费用率.....	5
图表 10： 2024Q1 各项费用率.....	5
图表 11： 2024Q1 资产减值及信用减值情况.....	5
图表 12： 2024Q1 固定资产和在建工程变化.....	5
图表 13： 2024Q1 资本性支出及同比增速.....	5
图表 14： 2024Q1 合同负债与预付款项变化.....	6
图表 15： 2024Q1 存货及周转天数.....	6
图表 16： 2023 年经营性净现金流.....	6
图表 17： 2024Q1 经营性净现金流.....	6

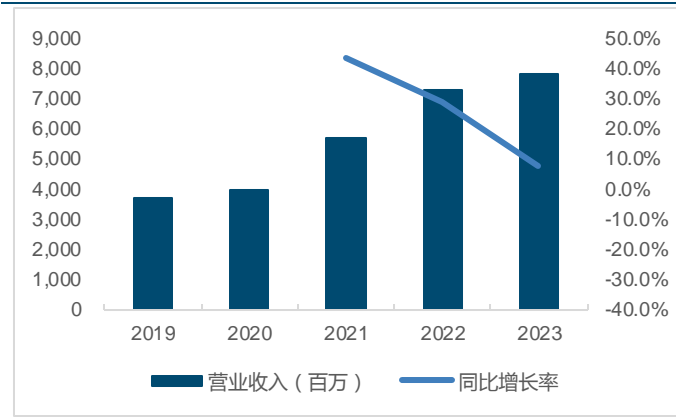
事件说明

2024年4月26日，公司发布23年年报及24年一季报，23年实现营收77.9亿（同比+7.2%），归母26.8亿（同比+12.6%）；其中Q4实现营收17.6亿（同比+12.4%），归母6.2亿（同比+20.2%）。24Q1实现营收10.1亿（同比-51.7%），归母1.0亿（同比-86.1%）。

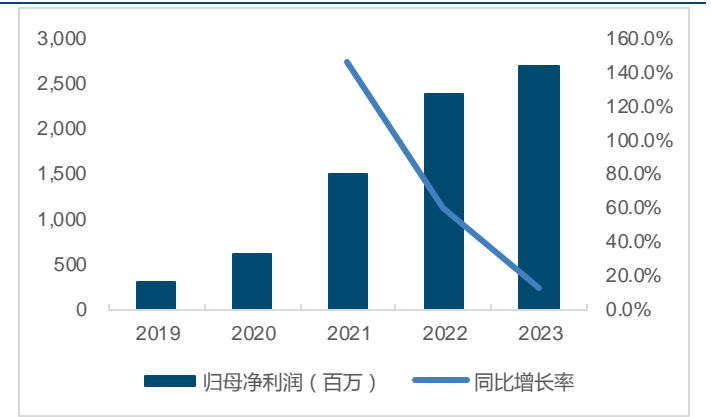
订单延迟，业绩阶段性承压

公司23年实现营收77.9亿元，同比+7.2%；23Q4收入17.6亿元，同比+12.4%。公司23年归母净利润26.8亿元，同比+12.6%；23Q4归母净利润6.2亿元，同比+20.2%。24Q1公司实现营收10.1亿，同比-51.7%；归母净利润1.0亿，同比-86.1%。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。

图表1：2023年营收及同比增速



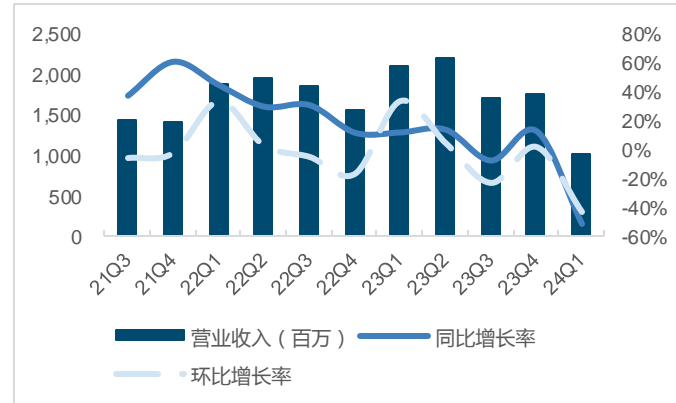
图表2：2023年归母净利润及同比增速



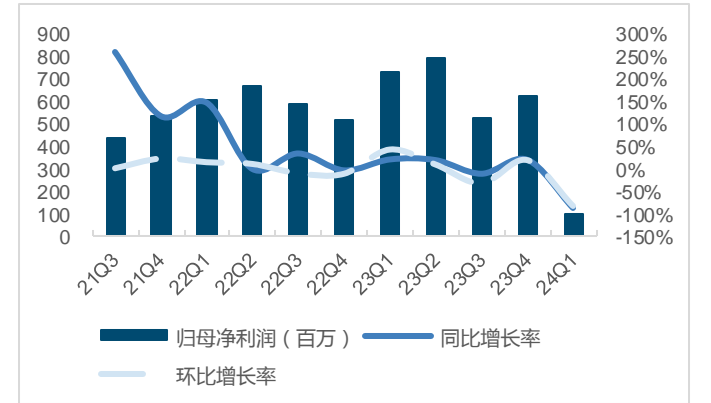
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表3：2024Q1营收及同比、环比增速



图表4：2024Q1归母净利润及同比、环比增速

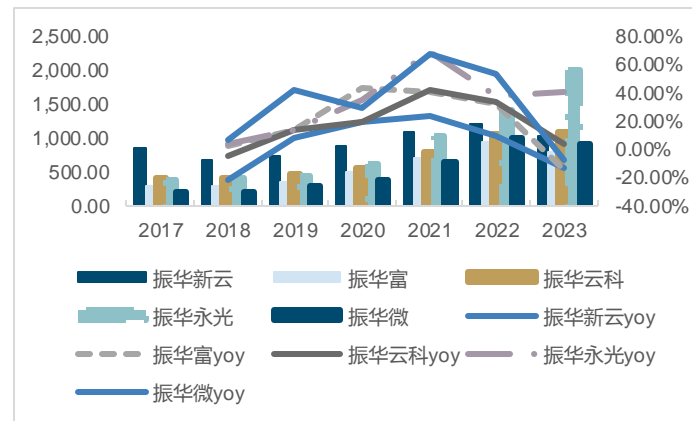


来源：wind，国金证券研究所

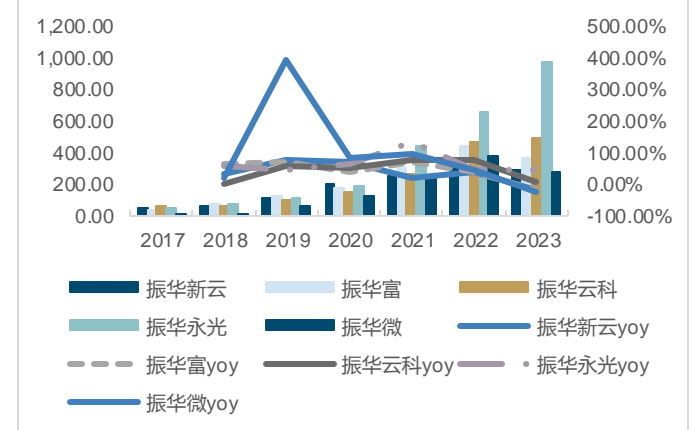
来源：wind，国金证券研究所

分子公司维度，2023年振华新云、振华富、振华云科、振华永光、振华微分别实现营收10.4亿（同比-13.6%）、8.1亿（同比-14.4%）、10.9亿（同比+3.3%）、20.0亿（同比+41.1%）、9.3亿（同比-7.4%），实现净利润2.9亿（同比-17.2%）、3.7亿（同比-17.8%）、5.0亿（同比+6.4%）、9.8亿（同比+49.4%）、2.8亿（同比-25.0%）。高端半导体分立器件国产化持续推进，振华永光营收和利润维持较快增长。

图表5: 2023年主要子公司营收(百万元)及增速



图表6: 2023年主要子公司净利润(百万元)及增速



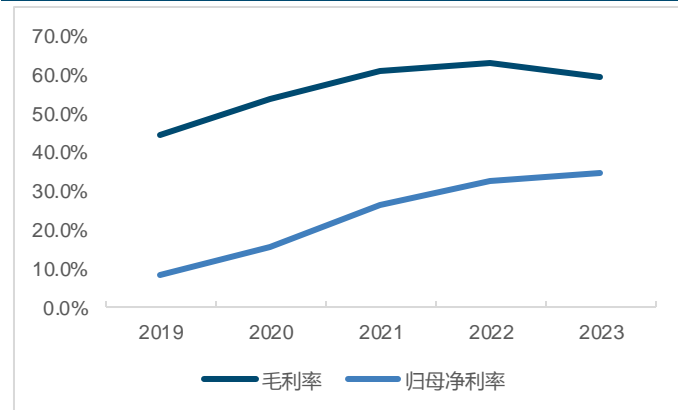
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

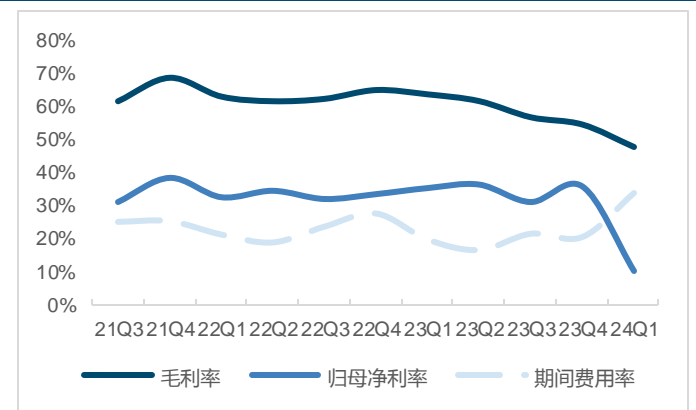
税收政策及价格调整, 盈利能力承压

公司23年毛利率59.3%, 同比-3.4pct; 23Q4毛利率54.4%, 同比-10.5pct; 24Q1毛利率47.6%, 同比-16.0pct。23年净利率34.4%, 同比+1.6pct; 23Q4净利率35.4%, 同比+2.3pct; 24Q1净利率10.1%, 同比-24.9pct。税收政策有所调整, 且公司产品结构有所调整, 军用电子元器件价格有一定压力, 盈利能力阶段性承压。

图表7: 2023年毛利率及净利率



图表8: 2024Q1毛利率及净利率

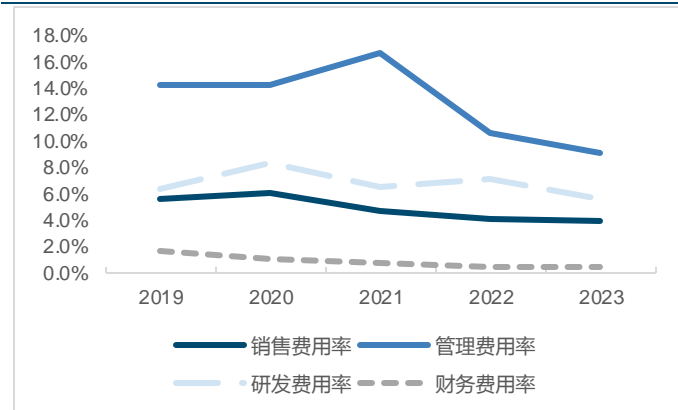


来源: wind, 国金证券研究所

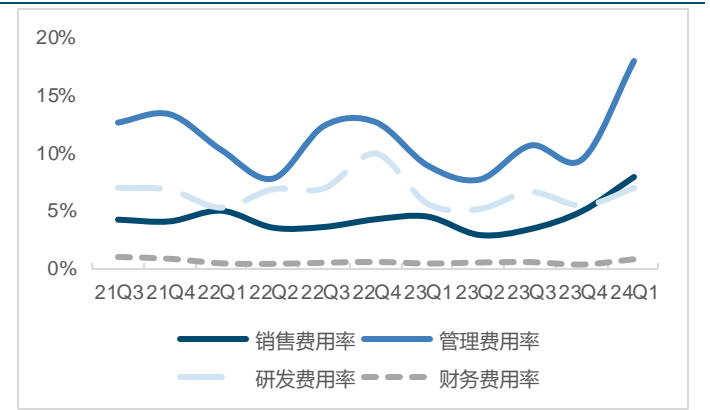
来源: wind, 国金证券研究所

公司23年期间费用率19.2%, 同比-3.2pct; 其中管理费用率9.1%, 同比-1.6pct; 销售费用率3.9%, 同比-0.2pct; 研发费用率5.7%, 同比-1.5pct; 财务费用率0.4%, 同比持平。23Q4期间费用率20.3%, 同比-7.1pct; 其中管理费用率9.5%, 同比-3.2pct; 销售费用率5.0%, 同比+0.7pct; 研发费用率5.4%, 同比-4.4pct; 财务费用率0.3%, 同比-0.2pct。24Q1期间费用率33.6%, 同比+14.1pct; 其中管理费用率17.9%, 同比+8.9pct; 销售费用率8.0%, 同比+3.4pct; 研发费用率6.9%, 同比+1.3pct; 财务费用率0.8%, 同比+0.4pct。

图表9: 2023年各项费用率



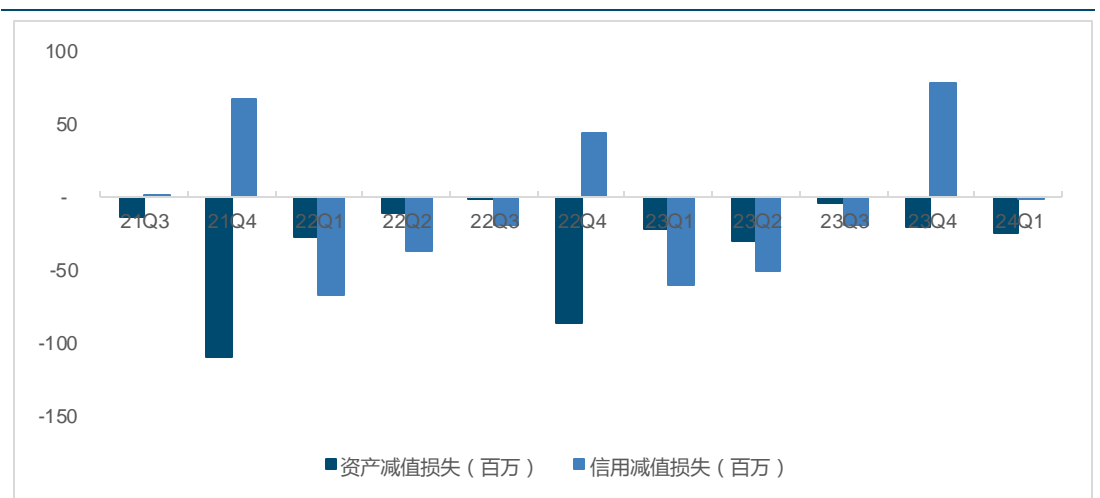
图表10: 2024Q1各项费用率



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表11: 2024Q1资产减值及信用减值情况

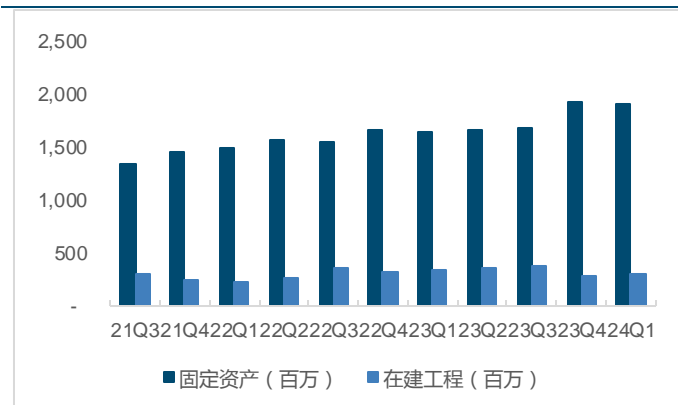


来源: wind, 国金证券研究所

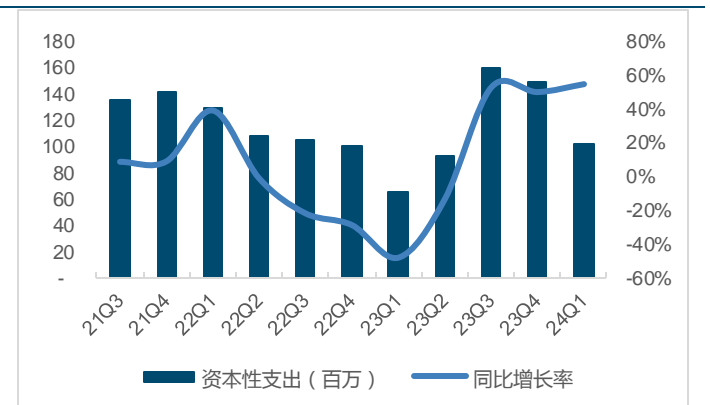
产能扩充逐步到位, 夯实长期发展基础

公司23年固定资产19.2亿元, 较期初+16.6%; 在建工程2.8亿元, 较期初-12.7%; 资本性支出4.6亿元, 同比+6.0%。24Q1固定资产19.0亿, 较期初-1.1%; 在建工程3.0亿, 较期初+5.2%; 资本性支出1.0亿, 同比+54.3%。公司产能扩充逐步到位, 定增项目持续建设, 支撑长期成长。

图表12: 2024Q1固定资产和在建工程变化



图表13: 2024Q1资本性支出及同比增速

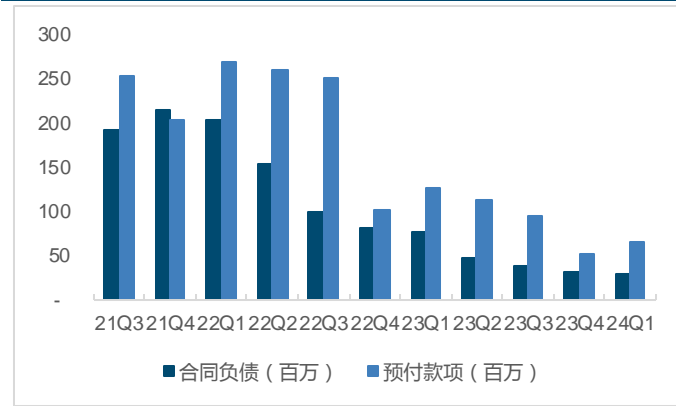


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

公司 24Q1 合同负债 0.3 亿元，较期初-11.6%；存货 22.3 亿元，较期初+6.2%，积极备货备产。

图表 14: 2024Q1 合同负债与预付款项变化



图表 15: 2024Q1 存货及周转天数

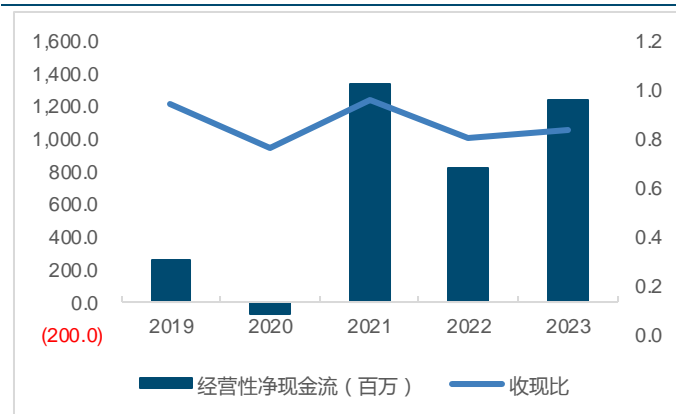


来源: wind, 国金证券研究所

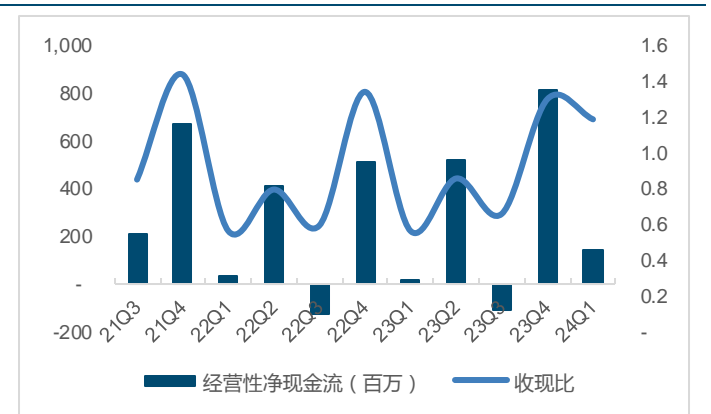
来源: wind, 国金证券研究所

公司 23 年经营性净现金流 12.3 亿元，较去年同期增加 4.1 亿元；24Q1 经营性净现金流 1.4 亿元，较去年同期增加 1.2 亿元。公司现金回款情况有所好转。

图表 16: 2023 年经营性净现金流



图表 17: 2024Q1 经营性净现金流



来源: wind, 国金证券研究所

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 2024-2026 年归母净利润 16.1/19.7/24.2 亿元，同比-40.1%、+22.6%、+22.9%，对应 PE 为 18/14/12 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	5,656	7,267	7,789	7,024	8,620	10,563	货币资金	1,648	1,811	2,583	4,949	4,952	6,020
增长率	28.5%	7.2%	-9.8%	22.7%	22.5%		应收款项	4,195	5,770	7,272	4,970	6,316	7,708
主营业务成本	-2,216	-2,709	-3,167	-3,588	-4,574	-5,656	存货	1,846	2,288	2,097	2,561	3,095	3,315
%销售收入	39.2%	37.3%	40.7%	51.1%	53.1%	53.5%	其他流动资产	287	121	2,168	2,484	2,501	2,525
毛利	3,440	4,558	4,622	3,436	4,046	4,906	流动资产	7,976	9,991	14,120	14,965	16,864	19,568
%销售收入	60.8%	62.7%	59.3%	48.9%	46.9%	46.5%	%总资产	71.7%	73.7%	78.6%	78.2%	78.9%	81.0%
营业税金及附加	-51	-66	-86	-68	-86	-108	长期投资	1,091	1,062	1,084	1,084	1,084	1,084
%销售收入	0.9%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	1,683	1,968	2,200	2,588	2,903	2,971
销售费用	-270	-300	-308	-302	-328	-359	%总资产	15.1%	14.5%	12.2%	13.5%	13.6%	12.3%
%销售收入	4.8%	4.1%	3.9%	4.3%	3.8%	3.4%	无形资产	268	256	232	307	327	343
管理费用	-941	-777	-712	-702	-733	-845	非流动资产	3,147	3,570	3,854	4,169	4,502	4,583
%销售收入	16.6%	10.7%	9.1%	10.0%	8.5%	8.0%	%总资产	28.3%	26.3%	21.4%	21.8%	21.1%	19.0%
研发费用	-370	-516	-440	-407	-465	-528	资产总计	11,123	13,560	17,975	19,134	21,366	24,151
%销售收入	6.5%	7.1%	5.7%	5.8%	5.4%	5.0%	短期借款	898	457	638	30	49	0
息税前利润 (EBIT)	1,808	2,899	3,076	1,956	2,435	3,066	应付款项	1,378	1,687	1,378	1,727	2,198	2,717
%销售收入	32.0%	39.9%	39.5%	27.8%	28.2%	29.0%	其他流动负债	417	265	236	281	211	258
财务费用	-44	-33	-35	-59	-157	-225	流动负债	2,694	2,410	2,252	2,038	2,458	2,975
%销售收入	0.8%	0.5%	0.4%	0.8%	1.8%	2.1%	长期贷款	353	710	670	670	670	670
资产减值损失	-119	-203	-126	-141	-100	-136	其他长期负债	638	688	706	611	602	591
公允价值变动收益	-21	-23	22	0	0	0	负债	3,686	3,807	3,628	3,319	3,729	4,236
投资收益	26	22	35	50	50	50	普通股股东权益	7,441	9,756	14,349	15,816	17,637	19,913
%税前利润	1.5%	0.8%	1.1%	2.6%	2.2%	1.8%	其中：股本	518	520	552	552	552	552
营业利润	1,757	2,754	3,112	1,886	2,313	2,844	未分配利润	3,528	5,689	7,583	9,050	10,872	13,148
营业利润率	31.1%	37.9%	40.0%	26.8%	26.8%	26.9%	少数股东权益	-4	-3	-2	-1	0	1
营业外收支	2	-2	7	4	5	4	负债股东权益合计	11,123	13,560	17,975	19,134	21,366	24,151
税前利润	1,759	2,753	3,119	1,890	2,317	2,849	比率分析						
利润率	31.1%	37.9%	40.0%	26.9%	26.9%	27.0%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-262	-370	-435	-283	-348	-427	每股指标						
所得税率	14.9%	13.4%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	2.878	4.578	4.857	2.897	3.552	4.367
净利润	1,497	2,383	2,683	1,606	1,970	2,422	每股净资产	14.361	18.747	25.983	28.540	31.827	35.934
少数股东损益	6	1	1	1	1	1	每股经营现金净流	2.577	1.578	2.231	6.948	1.483	3.224
归属于母公司的净利润	1,491	2,382	2,682	1,605	1,969	2,420	每股股利	0.050	0.150	0.300	0.250	0.267	0.261
净利率	26.4%	32.8%	34.4%	22.9%	22.8%	22.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	20.04%	24.42%	18.69%	10.15%	11.16%	12.15%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	总资产收益率	13.40%	17.57%	14.92%	8.39%	9.21%	10.02%
净利润	1,497	2,383	2,683	1,606	1,970	2,422	投入资本收益率	17.54%	22.77%	16.76%	9.99%	11.20%	12.58%
少数股东损益	6	1	1	1	1	1	增长率						
非现金支出	379	516	452	446	446	569	主营业务收入增长率	43.20%	28.48%	7.19%	-9.82%	22.72%	22.53%
非经营收益	41	53	-2	10	-2	-5	EBIT增长率	92.30%	60.34%	6.10%	-36.41%	24.47%	25.92%
营运资金变动	-581	-2,131	-1,901	1,775	-1,595	-1,205	净利润增长率	146.21%	59.79%	12.58%	-40.14%	22.62%	22.94%
经营活动现金净流	1,335	821	1,232	3,837	819	1,781	总资产增长率	24.17%	21.91%	32.55%	6.45%	11.67%	13.03%
资本开支	-473	-436	-438	-624	-673	-510	资产管理能力						
投资	66	32	-2,100	0	0	0	应收账款周转天数	90.1	95.5	165.2	100.0	110.0	110.0
其他	24	18	20	50	50	50	存货周转天数	242.3	278.6	252.7	270.0	260.0	230.0
投资活动现金净流	-382	-386	-2,518	-574	-623	-460	应付账款周转天数	150.8	155.1	134.7	134.7	134.7	134.7
股权募资	39	26	2,514	0	0	0	固定资产周转天数	92.9	82.6	89.9	86.4	77.7	72.0
债权募资	-144	-103	205	-675	18	-49	偿债能力						
其他	-122	-260	-590	-205	-199	-194	净负债/股东权益	-5.33%	-6.61%	-23.53%	-40.15%	-35.91%	-37.41%
筹资活动现金净流	-227	-337	2,129	-880	-181	-243	EBIT利息保障倍数	41.0	87.8	88.9	33.1	15.5	13.6
现金净流量	726	99	843	2,384	16	1,078	资产负债率	33.14%	28.08%	20.18%	17.34%	17.45%	17.54%

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
买入	0	0	1	1	6
增持	0	0	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.67	1.75	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	2022-06-18	买入	133.59	N/A
2	2022-08-26	买入	119.81	N/A
3	2022-10-11	买入	112.04	N/A
4	2022-10-28	买入	133.28	N/A
5	2023-01-17	买入	110.34	N/A
6	2023-04-28	买入	87.00	N/A
7	2023-08-25	买入	87.99	N/A
8	2023-10-27	买入	64.15	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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806