

振华科技 (000733.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

短期业绩承压，边际已有改善

事件

2024年8月23日，公司发布24年中报，公司24H1实现营收24.30亿（同比-43.6%），实现归母4.20亿（同比-72.5%），24Q2实现营收14.16亿（同比-35.9%，环比+39.6%），实现归母3.18亿（同比-60.0%，环比+212.1%），处于预告中值。

点评

环比改善显著，业绩低点已过。24H1因价格压力传导，公司业绩阶段承压。24Q2实现归母净利润3.18亿，环比+212.1%，行业需求回暖叠加公司推进成本管控，利润端改善显著。

子公司阶段性承压，振华永光仍有韧性。24H1振华云科营收3.34亿（同比-49.0%），净利润7679万（同比-75.9%）；振华永光营收6.10亿（同比-45.8%），净利润2.65亿（同比-49.4%）；振华富营收2.62亿（同比-52.4%），净利润4271万（同比-83.9%）。订货需求不足叠加价格压力导致子公司经营承压，结构上看，振华永光的利润下滑幅度（-49.4%）显著低于公司整体（-72.5%），说明半导体分立器件壁垒较高且具有一定的国产化空间。

毛利率环比提升，推进降本有所成效。24H1实现毛利率50.8%（同比-11.7pct），净利率17.3%（同比-18.2pct）；24Q2毛利率53.1%（同比-8.4pct，环比+5.5pct），净利率22.5%（同比-13.5pct，环比+12.4pct）。24Q2利润率有所提升，公司不断拓展新品同时内部提质增效，减缓价格压力影响。

在建工程提升，平台化战略助成长。截至24Q2末，公司固定资产18.62亿元，较期初-2.89%；在建工程3.59亿元，较期初+27.14%。报告期投入增加，为公司新品增长夯实基础，平台化战略支撑远期成长。

盈利预测、估值与评级

预计公司2024-2026年归母净利润11.1亿/12.8亿/15.4亿元，同比-59%/+15%/+20%，对应PE为18.2/15.7/13.1倍。公司作为军用元器件平台型龙头，业绩低点已过呈现边际改善，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

分析师：温晓（执业 S1130524060001）

wenxiao@gjzq.com.cn

市价（人民币）：36.41元

相关报告：

- 《振华科技策略会交流【国金军工杨晨团队】-240614》，2024.6.17
- 《振华科技公司点评：业绩阶段性承压，静候订单回暖》，2024.4.28
- 《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



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	5,366	6,261	7,584
营业收入增长率	28.48%	7.19%	-31.11%	16.69%	21.12%
归母净利润(百万元)	2,382	2,682	1,112	1,282	1,543
归母净利润增长率	59.79%	12.58%	-58.56%	15.32%	20.36%
摊薄每股收益(元)	4.578	4.857	2.006	2.313	2.784
每股经营性现金流净额	1.58	2.23	8.48	1.39	2.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.42%	18.69%	7.25%	7.79%	8.64%
P/E	24.95	12.11	18.15	15.74	13.08
P/B	6.09	2.26	1.32	1.23	1.13

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

事件说明.....	3
经营环比改善显著，降价压力传导业绩承压.....	3
毛利率环比提升，推进降本有所成效.....	3
在建工程提升，平台化战略助长期成长.....	4
投资建议.....	6
风险提示.....	6

图表目录

图表 1： 2024Q2 营收及同比、环比增速.....	3
图表 2： 2024Q2 归母净利润及同比、环比增速.....	3
图表 3： 2024Q2 子公司营收(百万元)及同比增速.....	3
图表 4： 2024Q2 子公司归母净利润(百万元)及同比增速.....	3
图表 5： 2024Q2 毛利率、净利率以及期间费用率.....	4
图表 6： 2024Q2 各项费用率.....	4
图表 7： 2024Q2 资产减值及信用减值.....	4
图表 8： 2024Q2 固定资产和在建工程变化.....	5
图表 9： 2024Q2 资本性支出及同比增速.....	5
图表 10： 2024Q2 合同负债与预付款项变化.....	5
图表 11： 2024Q2 存货及增速.....	5
图表 12： 2024Q2 经营性现金流及收现比.....	6

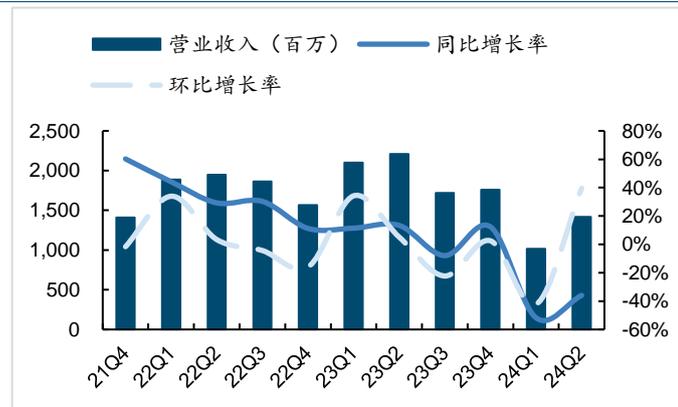
事件说明

2024年8月23日，公司发布2024年半年度报告，公司24H1实现营收24.30亿（同比-43.6%），实现归母净利润4.20亿（同比-72.5%），其中24Q2实现营收14.16亿（同比-35.9%，环比+39.6%），实现归母净利润3.18亿（同比-60.0%，环比+212.1%）。

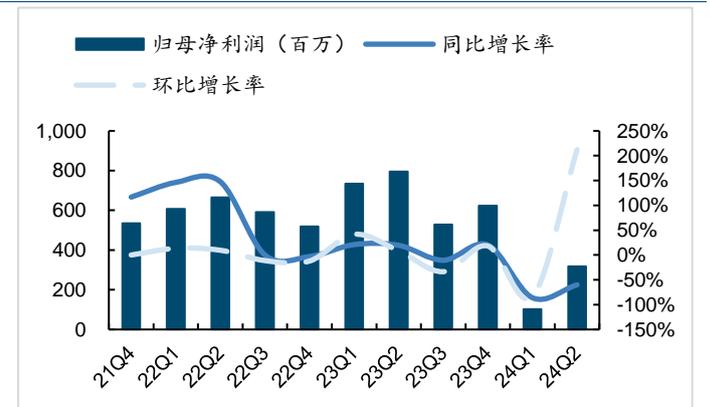
经营环比改善显著，降价压力传导业绩承压

公司24H1实现营收24.30亿（同比-43.6%），实现归母4.20亿（同比-72.5%），其中24Q2实现营收14.16亿（同比-35.9%，环比+39.6%），实现归母3.18亿（同比-60.0%，环比+212.1%）。报告期内，公司新研及批产项目放量不足，对产品成本管控提出了更高的要求。价格向下调整的压力从下游向上游层层传递的影响，公司新型电子元器件板块企业高附加值产品销售下降影响营收状况。

图表1：2024Q2 营收及同比、环比增速



图表2：2024Q2 归母净利润及同比、环比增速

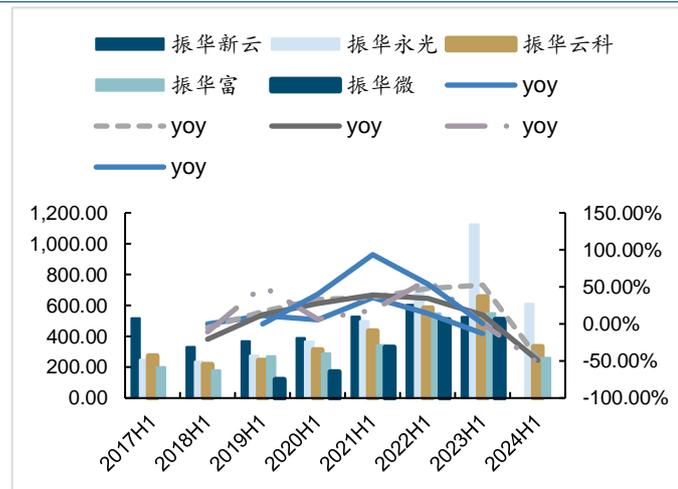


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

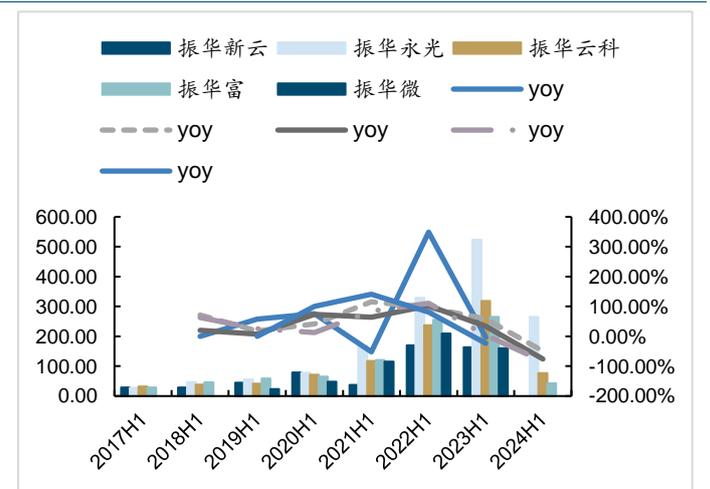
24年上半年振华云科实现营收3.34亿（同比-49.0%），净利润实现7679万（同比-75.9%）；振华永光实现营收6.10亿（同比-45.8%），净利润实现2.65亿（同比-49.4%）；振华富实现营收2.62亿（同比-52.4%），净利润实现4271万（同比-83.9%）。订货需求不足价格压力导致子公司经营承压，结构上看，振华永光的利润下滑幅度（-49.4%）显著低于公司整体（-72.5%），说明半导体分立器件壁垒较高且具有一定的国产化空间。

图表3：2024Q2 子公司营收(百万元)及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：2024Q2 子公司归母净利润(百万元)及同比增速

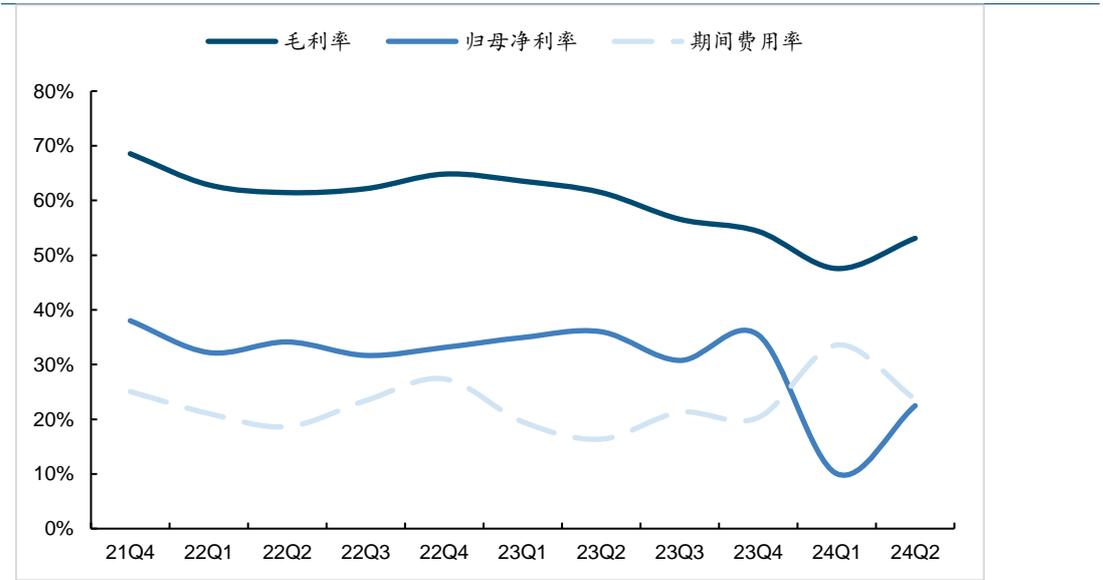


来源：公司公告，国金证券研究所

毛利率环比提升，推进降本有所成效

24H1实现毛利率50.8%（同比-11.7pct），归母净利率17.3%（同比-18.2pct）；24Q2毛利率53.1%（同比-8.4pct，环比5.5pct），归母净利率22.5%（同比-13.5pct，环比12.4pct）。二季度净利毛利大幅提升，系公司积极落实提质提效措施，用降本对冲价格压力，已初见成效。

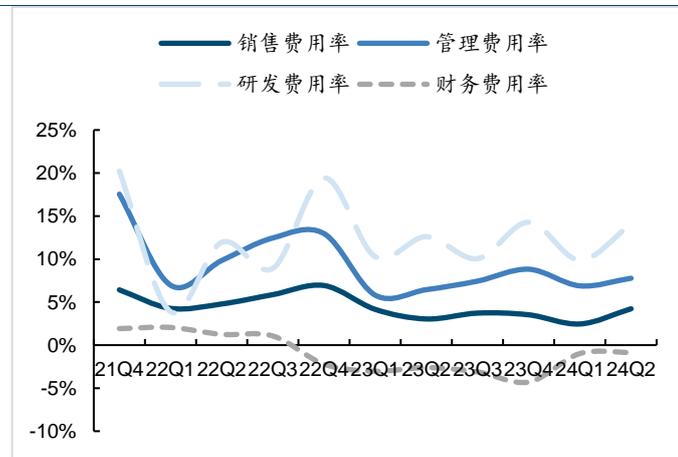
图表5：2024Q2 毛利率、净利率以及期间费用率



来源：wind，国金证券研究所

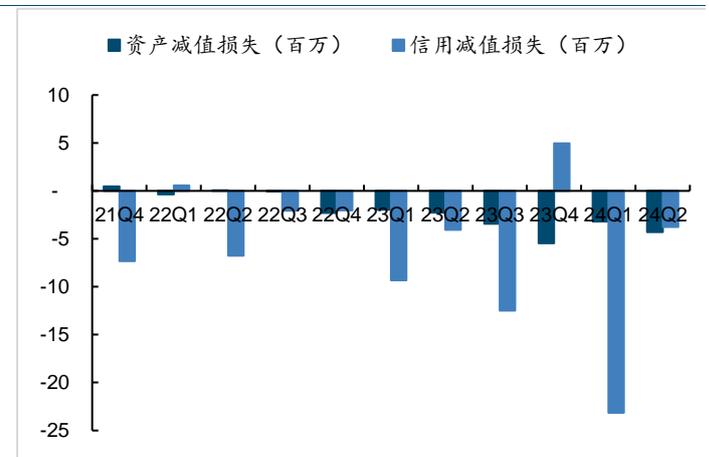
公司 24 年上半年期间费用率 27.8%，同比+9.9pct；其中管理费用率 14.5%，同比+6.2pct；销售费用率 6.2%，同比+2.5pct；研发费用率 6.7%，同比+1.4pct；财务费用率 0.3%，同比-0.1pct。Q2 期间费用率 23.7%，同比+7.3pct，环比-9.9pct；其中管理费用率 12.1%，同比+4.3pct，环比-5.8pct；销售费用率 5.0%，同比+2.0pct，环比-3.0pct；研发费用率 6.6%，同比+1.5pct，环比-0.3pct；财务费用率-0.02%，同比-0.5pct，环比-0.8pct。24 年上半年共计提资产减值损失-4686 万元，信用减值损失-6247 万元。

图表6：2024Q2 各项费用率



来源：wind，国金证券研究所

图表7：2024Q2 资产减值及信用减值

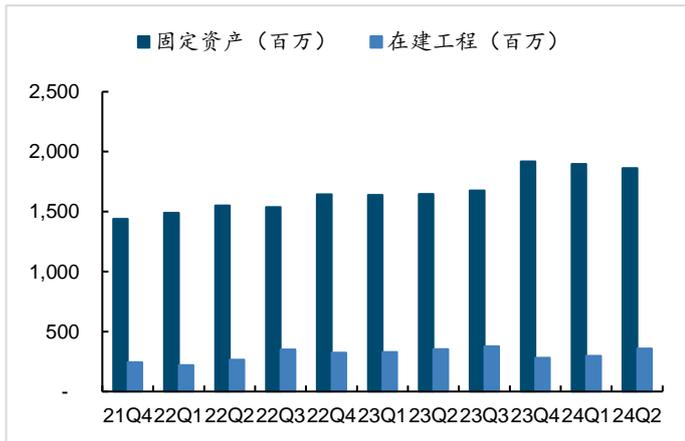


来源：wind，国金证券研究所

在建工程提升，平台化战略助长期成长

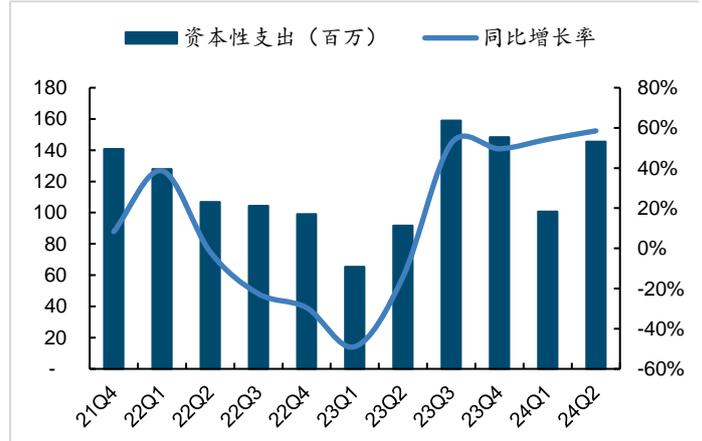
截至 24 年二季度末，公司固定资产 18.62 亿元，较期初-2.89%；在建工程 3.59 亿元，较期初+27.14%；资本性支出 2.46 亿元，同比 56.8%。报告期内项目建设投入增加，为公司大力投入新品已夯实基础，平台化战略支撑远期成长。

图表8: 2024Q2 固定资产和在建工程变化



来源: wind, 国金证券研究所

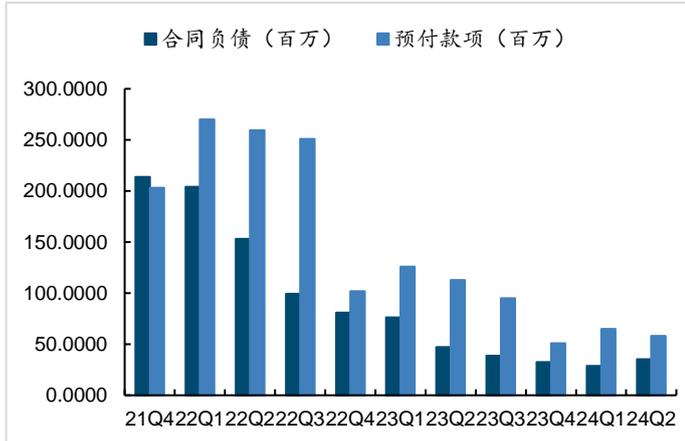
图表9: 2024Q2 资本性支出及同比增速



来源: wind, 国金证券研究所

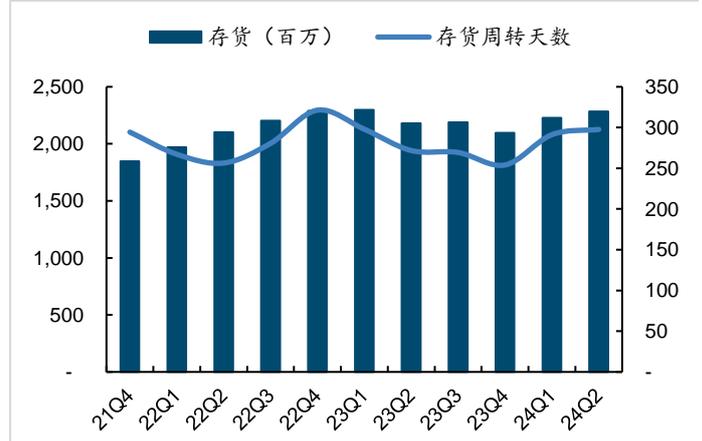
截至 24Q2 公司合同负债 0.35 亿元, 较期初+8.60%; 存货 22.85 亿元, 较期初+8.99%, 同比增长 4.81%, 公司积极备货备产。

图表10: 2024Q2 合同负债与预付款项变化



来源: wind, 国金证券研究所

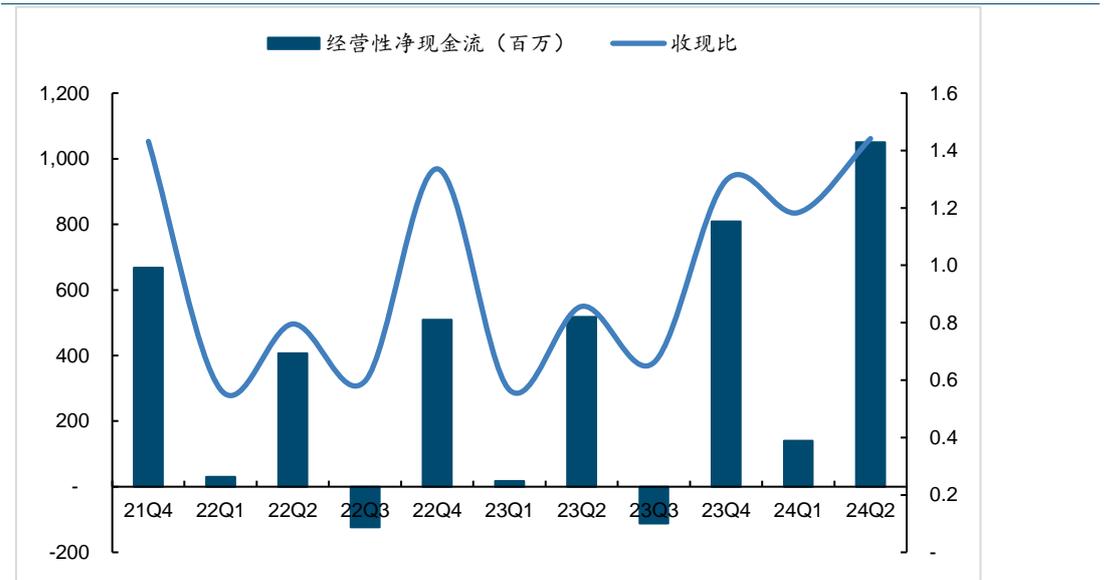
图表11: 2024Q2 存货及增速



来源: wind, 国金证券研究所

公司 24H1 经营性净现金流 11.9 亿元, 较去年同期增加 6.5 亿元, 其中 Q2 为 10.5 亿, 主要原因一是报告期购买商品、接受劳务支付的现金同比减少 3.54 亿元; 二是因营业收入及利润总额的下降带来的税费减少, 使报告期支付各项税费同比减少 2.22 亿元。收现比 1.4, 较去年同期增加 0.5。

图表12: 2024Q2 经营性现金流及收现比



来源: wind, 国金证券研究所

投资建议

预计公司 2024-2026 年归母净利润 11.1 亿/12.8 亿/15.4 亿元, 同比-59%/+15%/+20%, 对应 PE 为 18.2/15.7/13.1 倍。公司作为军用元器件平台型龙头, 业绩低点已过呈现边际改善, 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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	5,656	7,267	7,789	5,366	6,261	7,584
增长率		28.5%	7.2%	-31.1%	16.7%	21.1%
主营业务成本	-2,216	-2,709	-3,167	-2,742	-3,262	-3,987
%销售收入	39.2%	37.3%	40.7%	51.1%	52.1%	52.6%
毛利	3,440	4,558	4,622	2,624	3,000	3,596
%销售收入	60.8%	62.7%	59.3%	48.9%	47.9%	47.4%
营业税金及附加	-51	-66	-86	-52	-62	-78
%销售收入	0.9%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-270	-300	-308	-247	-263	-288
%销售收入	4.8%	4.1%	3.9%	4.6%	4.2%	3.8%
管理费用	-941	-777	-712	-644	-714	-819
%销售收入	16.6%	10.7%	9.1%	12.0%	11.4%	10.8%
研发费用	-370	-516	-440	-349	-388	-432
%销售收入	6.5%	7.1%	5.7%	6.5%	6.2%	5.7%
息税前利润 (EBIT)	1,808	2,899	3,076	1,332	1,573	1,979
%销售收入	32.0%	39.9%	39.5%	24.8%	25.1%	26.1%
财务费用	-44	-33	-35	-50	-139	-213
%销售收入	0.8%	0.5%	0.4%	0.9%	2.2%	2.8%
资产减值损失	-119	-203	-126	-108	-65	-95
公允价值变动收益	-21	-23	22	0	0	0
投资收益	26	22	35	50	50	50
%税前利润	1.5%	0.8%	1.1%	3.8%	3.3%	2.8%
营业利润	1,757	2,754	3,112	1,305	1,504	1,812
营业利润率	31.1%	37.9%	40.0%	24.3%	24.0%	23.9%
营业外收支	2	-2	7	4	5	4
税前利润	1,759	2,753	3,119	1,308	1,509	1,816
利润率	31.1%	37.9%	40.0%	24.4%	24.1%	23.9%
所得税	-262	-370	-435	-196	-226	-272
所得税率	14.9%	13.4%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,497	2,383	2,683	1,112	1,282	1,544
少数股东损益	6	1	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	1,491	2,382	2,682	1,112	1,282	1,543
净利率	26.4%	32.8%	34.4%	20.7%	20.5%	20.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,497	2,383	2,683	1,112	1,282	1,544
少数股东损益	6	1	1	1	1	1
非现金支出	379	516	452	413	412	528
非经营收益	41	53	-2	9	-5	-6
营运资金变动	-581	-2,131	-1,901	3,151	-923	-808
经营活动现金净流	1,335	821	1,232	4,685	767	1,257
资本开支	-473	-436	-438	-624	-673	-510
投资	66	32	-2,100	0	0	0
其他	24	18	20	50	50	50
投资活动现金净流	-382	-386	-2,518	-574	-623	-460
股权募资	39	26	2,514	0	0	0
债权募资	-144	-103	205	-705	0	0
其他	-122	-260	-590	-204	-196	-193
筹资活动现金净流	-227	-337	2,129	-909	-196	-193
现金净流量	726	99	843	3,202	-52	604

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,648	1,811	2,583	5,768	5,702	6,297
应收款项	4,195	5,770	7,272	3,796	4,588	5,534
存货	1,846	2,288	2,097	1,958	2,207	2,337
其他流动资产	287	121	2,168	2,441	2,443	2,459
流动资产	7,976	9,991	14,120	13,962	14,940	16,626
%总资产	71.7%	73.7%	78.6%	77.0%	76.8%	78.4%
长期投资	1,091	1,062	1,084	1,084	1,084	1,084
固定资产	1,683	1,968	2,200	2,588	2,903	2,971
%总资产	15.1%	14.5%	12.2%	14.3%	14.9%	14.0%
无形资产	268	256	232	307	327	343
非流动资产	3,147	3,570	3,854	4,169	4,502	4,583
%总资产	28.3%	26.3%	21.4%	23.0%	23.2%	21.6%
资产总计	11,123	13,560	17,975	18,131	19,443	21,209
短期借款	898	457	638	0	0	0
应付款项	1,378	1,687	1,378	1,321	1,570	1,918
其他流动负债	417	265	236	209	145	175
流动负债	2,694	2,410	2,252	1,530	1,715	2,093
长期贷款	353	710	670	670	670	670
其他长期负债	638	688	706	611	602	591
负债	3,686	3,807	3,628	2,811	2,987	3,354
普通股股东权益	7,441	9,756	14,349	15,322	16,457	17,855
其中：股本	518	520	552	552	552	552
未分配利润	3,528	5,689	7,583	8,557	9,691	11,090
少数股东权益	-4	-3	-2	-1	-1	0
负债股东权益合计	11,123	13,560	17,975	18,131	19,443	21,209

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.878	4.578	4.857	2.006	2.313	2.784
每股净资产	14.361	18.747	25.983	27.649	29.696	32.220
每股经营现金净流	2.577	1.578	2.231	8.483	1.388	2.276
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	20.04%	24.42%	18.69%	7.25%	7.79%	8.64%
总资产收益率	13.40%	17.57%	14.92%	6.13%	6.59%	7.27%
投入资本收益率	17.54%	22.77%	16.76%	7.02%	7.75%	9.02%
增长率						
主营业务收入增长率	43.20%	28.48%	7.19%	-31.11%	16.69%	21.12%
EBIT 增长率	92.30%	60.34%	6.10%	-56.70%	18.07%	25.87%
净利润增长率	146.21%	59.79%	12.58%	-58.56%	15.32%	20.36%
总资产增长率	24.17%	21.91%	32.55%	0.87%	7.23%	9.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	90.1	95.5	165.2	100.0	110.0	110.0
存货周转天数	242.3	278.6	252.7	270.0	260.0	230.0
应付账款周转天数	150.8	155.1	134.7	134.7	134.7	134.7
固定资产周转天数	92.9	82.6	89.9	113.1	107.0	100.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.33%	-6.61%	-23.53%	-46.98%	-43.34%	-43.28%
EBIT 利息保障倍数	41.0	87.8	88.9	26.8	11.4	9.3
资产负债率	33.14%	28.08%	20.18%	15.50%	15.36%	15.81%

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	0	0	6
增持	0	1	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.00	2.00	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	2022-08-26	买入	119.81	N/A
2	2022-10-11	买入	112.04	N/A
3	2022-10-28	买入	133.28	N/A
4	2023-01-17	买入	110.34	N/A
5	2023-04-28	买入	87.00	N/A
6	2023-08-25	买入	87.99	N/A
7	2023-10-27	买入	64.15	N/A
8	2024-04-28	买入	50.87	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

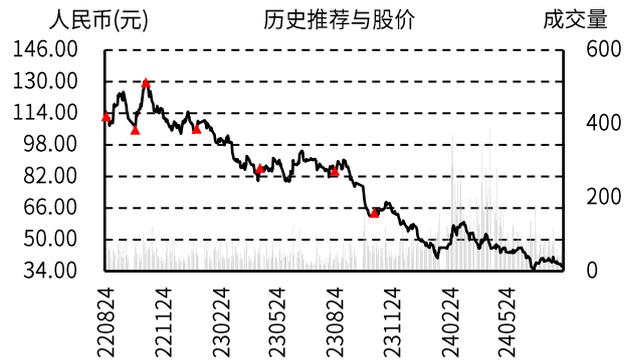
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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