

产品结构变动和价格等因素导致业绩承压，随着景气上行有望 Q3 起环比改善

核心观点

事件：公司发布 2025 年半年报。2025 年 H1 实现营收 24.10 亿 (-0.83%)；实现归母净利润 3.12 亿 (-25.74%)；单 Q2 实现营收 15.01 亿元 (+6.05%)；归母净利润 2.53 亿元 (-20.34%)。

- **由于产品价格下降和防务产品确收有所放缓，导致公司营收有所下降。**25Q1 以来防务市场景气回升，军工电子需求明显好转。由于公司产品类较多，占比较高的组件和定制化产品生产和收入确认周期长，叠加行业收入确认延长，导致营收增速不及订单增速。25H1 公司发出商品 6.67 亿元，较期初大增 42.27%。我们认为随着防务景气持续上行和收入确认转好，公司从 Q3 开始收入规模有望持续好转。
- **产品结构变化、价格等导致毛利率下滑，未来随着景气向上和确收好转，公司规模效应体现有望带来盈利能力改善。**25 年 H1 产品结构变化和价格因素导致毛利率下降较为明显。预计产品结构会随着军品确收好转有所优化、叠加 25 年 H1 新签产品降价压力边际减轻，Q3 起收入环比改善、下半年起收入的规模效应有望提升公司盈利能力。
- **军品元器件平台型龙头，有望充分受益于防务景气上行和战略新兴领域拓展。**(1) 军品元器件龙头和平台型公司，公司产品类多、客户覆盖全，在阻、容、感等细分领域竞争力强，半导体业务占比不断提升。公司持续开展高端市场国产化，定增募投新品类助力产业发展，子公司的产能、研发等能力不断得到补充和提升，25 年 H1 在通用元件、半导体分立器件、混合集成电路等领域研发成果显著。随着行业景气上行，公司有望充分受益，叠加成本有效控制，盈利能力有望持续改善。(2) 公司深入推进产线数智化建设，民用领域持续加强优势产品在商业航天、低空经济、民用航空、新能源汽车及轨道交通等战略新兴领域的推广应用，逐步开展全球化布局，未来新兴领域有望带来增长亮点。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年半年报下调毛利率，调整 25、26、27 年 EPS 为 1.93、2.82、3.37 元（前值为 2.52、3.30、4.08 元），参考可比公司 25 年 33 倍 PE，给予目标价 63.69 元，维持增持评级。

风险提示

军品订单和收入确认不及预期；降价幅度比预期多；资产和信用减值幅度比预期多。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,789	5,219	6,600	8,200	9,534
同比增长(%)	7.2%	-33.0%	26.5%	24.2%	16.3%
营业利润(百万元)	3,112	1,110	1,259	1,860	2,194
同比增长(%)	13.0%	-64.3%	13.5%	47.7%	18.0%
归属母公司净利润(百万元)	2,682	970	1,072	1,563	1,866
同比增长(%)	12.6%	-63.8%	10.4%	45.9%	19.4%
每股收益(元)	4.84	1.75	1.93	2.82	3.37
毛利率(%)	59.3%	49.7%	46.9%	49.4%	49.4%
净利率(%)	34.4%	18.6%	16.2%	19.1%	19.6%
净资产收益率(%)	22.3%	6.7%	7.0%	9.5%	10.5%
市盈率	11.2	31.0	28.0	19.2	16.1
市净率	2.1	2.0	1.9	1.8	1.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持 (维持)

股价 (2025 年 08 月 22 日)	51.9 元
目标价格	63.69 元
52 周最高价/最低价	65.63/32.05 元
总股本/流通 A 股 (万股)	55,417/55,409
A 股市值 (百万元)	28,761
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2025 年 08 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.92	8.19	8.46	43.34
相对表现%	-0.26	1.9	-3.4	11.2
沪深 300%	4.18	6.29	11.86	32.14



证券分析师

罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520070002

联系人

鲍丙文	baobingwen@orientsec.com.cn
-----	-----------------------------

相关报告

短期业绩承压，随着景气上行公司业绩有望持续改善	2025-04-26
业绩短期承压，有望随行业需求回暖逐步恢复	2024-05-07

附录

表 1：振华科技可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2025/8/22	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
火炬电子	603678	40.38	0.41	1.07	1.37	1.72	98.73	37.87	29.45	23.48
航天电器	002025	50.95	0.76	1.64	2.11	2.61	66.85	31.02	24.10	19.51
鸿远电子	603267	57.85	0.67	1.47	2.05	2.57	86.95	39.23	28.22	22.49
新雷能	300593	19.84	-0.92	0.12	0.34	0.57	-21.49	162.76	58.61	34.56
楚江新材	002171	9.89	0.14	0.40	0.49	0.57	69.84	24.61	20.09	17.33
中航光电	002179	41.40	1.58	1.81	2.09	2.36	26.14	22.91	19.85	17.52
	调整后 平均							33	25	21

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,583	3,227	7,098	6,598	6,784	营业收入	7,789	5,219	6,600	8,200	9,534
应收票据、账款及款项融资	7,250	6,743	4,620	5,740	6,674	营业成本	3,167	2,625	3,505	4,151	4,822
预付账款	51	36	132	205	238	销售费用	308	298	361	438	520
存货	2,097	2,243	2,979	3,528	4,099	管理费用	712	724	865	1,030	1,185
其他	2,139	1,833	86	102	115	研发费用	440	359	456	539	618
流动资产合计	14,120	14,082	14,915	16,173	17,911	财务费用	35	10	(10)	(30)	(29)
长期股权投资	331	304	304	304	304	资产、信用减值损失	126	200	215	200	200
固定资产	1,917	1,875	2,226	2,550	2,804	公允价值变动收益	22	2	(5)	(1)	4
在建工程	282	330	638	823	806	投资净收益	35	59	35	35	35
无形资产	159	154	144	133	123	其他	53	47	22	(47)	(63)
其他	1,165	1,317	1,272	1,258	1,258	营业利润	3,112	1,110	1,259	1,860	2,194
非流动资产合计	3,854	3,981	4,584	5,069	5,295	营业外收入	11	6	8	8	8
资产总计	17,975	18,062	19,499	21,243	23,206	营业外支出	5	4	6	6	5
短期借款	486	480	400	400	400	利润总额	3,119	1,111	1,261	1,862	2,197
应付票据及应付账款	1,335	1,332	2,103	2,491	2,893	所得税	435	140	189	298	330
其他	431	371	361	368	373	净利润	2,683	971	1,072	1,564	1,868
流动负债合计	2,252	2,182	2,864	3,258	3,667	少数股东损益	1	1	1	1	1
长期借款	670	413	413	413	413	归属于母公司净利润	2,682	970	1,072	1,563	1,866
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	4.84	1.75	1.93	2.82	3.37
其他	706	719	501	501	501						
非流动负债合计	1,376	1,132	914	914	914	主要财务比率					
负债合计	3,628	3,314	3,778	4,172	4,581		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	(2)	(1)	(1)	1	2	成长能力					
实收资本(或股本)	552	554	554	554	554	营业收入	7.2%	-33.0%	26.5%	24.2%	16.3%
资本公积	5,533	5,577	5,577	5,577	5,577	营业利润	13.0%	-64.3%	13.5%	47.7%	18.0%
留存收益	8,211	8,611	9,582	10,931	12,485	归属于母公司净利润	12.6%	-63.8%	10.4%	45.9%	19.4%
其他	53	7	7	7	7	获利能力					
股东权益合计	14,347	14,748	15,721	17,070	18,625	毛利率	59.3%	49.7%	46.9%	49.4%	49.4%
负债和股东权益总计	17,975	18,062	19,499	21,243	23,206	净利率	34.4%	18.6%	16.2%	19.1%	19.6%
						ROE	22.3%	6.7%	7.0%	9.5%	10.5%
						ROIC	20.4%	6.2%	6.5%	8.9%	9.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	20.2%	18.3%	19.4%	19.6%	19.7%
净利润	2,683	971	1,072	1,564	1,868	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	210	299	276	299	344	流动比率	6.27	6.45	5.21	4.96	4.88
财务费用	35	10	(10)	(30)	(29)	速动比率	5.28	5.42	4.17	3.88	3.77
投资损失	(35)	(59)	(35)	(35)	(35)	营运能力					
营运资金变动	(1,567)	420	2,076	(1,364)	(1,143)	应收账款周转率	2.2	1.1	2.0	3.7	3.6
其它	(94)	(41)	(309)	1	(4)	存货周转率	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3
经营活动现金流	1,232	1,601	3,071	435	1,001	总资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
资本支出	(345)	(221)	(783)	(784)	(570)	每股指标(元)					
长期投资	(26)	(4)	0	0	0	每股收益	4.84	1.75	1.93	2.82	3.37
其他	(2,147)	175	1,830	34	39	每股经营现金流	2.23	2.89	5.54	0.78	1.81
投资活动现金流	(2,518)	(49)	1,047	(750)	(531)	每股净资产	25.89	26.62	28.37	30.80	33.61
债权融资	5	(255)	(77)	0	0	估值比率					
股权融资	2,518	46	0	0	0	市盈率	11.2	31.0	28.0	19.2	16.1
其他	(394)	(700)	(170)	(184)	(284)	市净率	2.1	2.0	1.9	1.8	1.6
筹资活动现金流	2,129	(908)	(246)	(184)	(284)	EV/EBITDA	7.6	18.0	16.7	12.0	10.2
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	8.1	22.8	20.4	14.0	11.8
现金净增加额	843	643	3,871	(500)	186						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。