

## 持续结构调整提升产品附加值，看好元器件平台型公司长期发展动力

### 核心观点

**事件：**公司发布 2022 年年报和 23 年一季报，22 年全年公司实现营收 72.67 亿元（+28.48%），归母净利润 23.82 亿元（+59.79%），位于预告区间中枢以上；23Q1 实现营收 21.02 亿元（+11.46%），归母净利润 7.35 亿元（+20.96%）。

- **产品结构持续优化，22 年公司毛利率和净利率创历史新高。**军工电子元器件需求高速增长，22 年公司订货和交付数量持续保持高速增长。业绩增速显著高于营收，净利率高达 32.79%（+6.33pct），主要由于：1）公司加快推进结构调整和转型升级，产品的附加值和市场竞争能力提升，毛利率提升至 62.72%（+1.91pct）；2）费用端持续改善，期间费用率大幅下降至 22.38%（-6.35pct）。公司公布 23 年营收和利润总额的经营目标，和 22 年经营目标相比，同比增长 24.29%和 34.40%，和 22 年实际经营值相比，增长 19.72%和 22.07%。
- **23Q1 业绩再上新台阶，同比+21%。**公司 23Q1 业绩在春节假期影响的基础上仍环比增长 41.58%，略超市场预期。23Q1 实现毛利率 63.53%（+0.67pct），净利率 34.96%（+2.75pct），盈利能力持续提升。
- **公司是军品元器件龙头，拓品类+产业链延伸长期发展空间大，持续结构调整产品附加值提升。**1）半导体业务增速快，核心子公司盈利能力不断提升。作为平台型公司，振华科技品类多、客户覆盖全，在阻、容、感等细分领域竞争力强，半导体业务增速快，占比不断提升。受装备信息化+国产替代驱动，近年来公司高新电子发展迅速，结构优化毛利率持续提升，核心子公司净利润水平提升快。22 年定增扩产项目已获深交所审核通过，子公司的产能和研发能力有望进一步得到提升。2）拓品类+产业链延伸，长期发展空间大。公司积极沿产业链拓展：子公司振华微向下游电源系统延伸，高新电子业务向上游材料延伸，提高产品性能和技术壁垒。此外，截至 20 年末，IGBT 已研发出 31 款，未来在防务市场的国产替代空间广阔。

### 盈利预测与投资建议

- 根据 22 年年报及 23 年一季报下调营收和管理费用率，调整 23-24 年归母净利润为 29.40、36.64 亿元（原为 30.83、39.73 亿元），新增 25 年归母净利润为 45.83 亿元，参考可比公司 23 年平均 24 倍 PE，给予目标价 135.6 元，维持增持评级。

### 风险提示

军品订单及收入确认不及预期；向上下游拓展不及预期

### 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,656	7,267	8,948	11,117	13,840
同比增长(%)	43.2%	28.5%	23.1%	24.2%	24.5%
营业利润(百万元)	1,757	2,754	3,395	4,231	5,294
同比增长(%)	141.0%	56.7%	23.3%	24.6%	25.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,491	2,382	2,940	3,664	4,583
同比增长(%)	146.2%	59.8%	23.4%	24.6%	25.1%
每股收益(元)	2.86	4.58	5.65	7.04	8.81
毛利率(%)	60.8%	62.7%	62.2%	62.3%	62.3%
净利率(%)	26.4%	32.8%	32.9%	33.0%	33.1%
净资产收益率(%)	22.2%	27.7%	26.4%	25.5%	24.8%
市盈率	30.4	19.0	15.4	12.4	9.9
市净率	6.1	4.6	3.6	2.8	2.2

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。

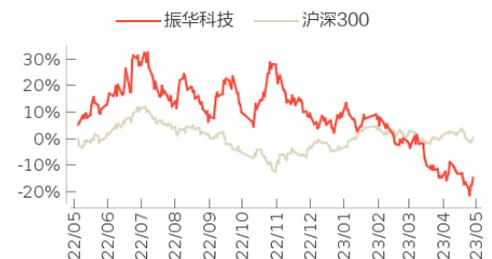
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级

投资评级	增持（维持）
股价（2023年04月28日）	89.87 元
目标价格	135.6 元
52 周最高价/最低价	142.49/81.33 元
总股本/流通 A 股（万股）	52,041/52,010
A 股市值（百万元）	46,770
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2023 年 05 月 01 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	2.03	-0.42	-20.71	-6.26
相对表现	2.12	-1.16	-17.06	-9.01
沪深 300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



### 证券分析师

王天一	021-63325888*6126 wangtianyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860510120021
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
丁昊	dinghao@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080002

### 联系人

宁小涵	ningxiaohan@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

### 相关报告

Q3 业绩位于预告区间中枢以上，新型电子元器件市场持续向好	2022-10-31
高新电子延续高景气，22H1 业绩同比高增 147%，利润率再创新高	2022-08-29
21 年业绩继续高速增长，盈利能力再上新台阶，22Q1 业绩超预期	2022-05-03

## 附录

**表 1：振华科技可比公司估值**

公司	代码	最新价格 (元) 2023/4/28	每股收益 (元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
火炬电子	603678	37.70	2.08	1.75	2.52	3.04	18.12	21.60	14.98	12.41
宏达电子	300726	41.15	1.98	2.07	2.63	3.18	20.77	19.90	15.62	12.94
鸿远电子	603267	70.80	3.56	3.46	4.37	5.41	19.90	20.45	16.20	13.10
新雷能	300593	29.35	0.66	0.68	1.06	1.43	44.38	42.96	27.60	20.48
菲利华	300395	47.76	0.72	0.95	1.32	1.77	66.58	50.43	36.13	27.04
中航电子	600372	15.29	0.18	0.19	0.24	0.28	85.85	78.65	64.27	55.04
	调整后 平均							34	<b>24</b>	18

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,648	1,811	3,336	4,699	6,549	营业收入	5,656	7,267	8,948	11,117	13,840
应收票据、账款及款项融资	4,182	5,713	6,442	8,004	9,965	营业成本	2,216	2,709	3,381	4,194	5,213
预付账款	203	102	179	278	346	营业税金及附加	51	66	85	106	131
存货	1,846	2,288	2,874	3,565	4,431	销售费用	270	300	367	456	567
其他	97	76	109	131	158	管理费用及研发费用	1,311	1,293	1,620	2,012	2,505
<b>流动资产合计</b>	<b>7,976</b>	<b>9,991</b>	<b>12,941</b>	<b>16,678</b>	<b>21,448</b>	财务费用	44	33	25	11	(5)
长期股权投资	387	315	315	315	315	资产、信用减值损失	119	203	195	220	240
固定资产	1,438	1,644	1,870	2,119	2,446	公允价值变动收益	(21)	(23)	2	(5)	(12)
在建工程	243	323	285	532	680	投资净收益	26	22	25	25	25
无形资产	162	158	150	142	134	其他	108	92	93	93	93
其他	915	1,129	1,020	975	966	<b>营业利润</b>	<b>1,757</b>	<b>2,754</b>	<b>3,395</b>	<b>4,231</b>	<b>5,294</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,147</b>	<b>3,570</b>	<b>3,640</b>	<b>4,083</b>	<b>4,541</b>	营业外收入	8	6	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>11,123</b>	<b>13,560</b>	<b>16,581</b>	<b>20,761</b>	<b>25,990</b>	营业外支出	6	8	5	5	5
短期借款	772	385	400	400	400	<b>利润总额</b>	<b>1,759</b>	<b>2,753</b>	<b>3,400</b>	<b>4,236</b>	<b>5,299</b>
应付票据及应付账款	1,340	1,651	2,029	2,516	3,128	所得税	262	370	456	569	711
其他	582	374	425	449	480	<b>净利润</b>	<b>1,497</b>	<b>2,383</b>	<b>2,943</b>	<b>3,667</b>	<b>4,588</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,694</b>	<b>2,410</b>	<b>2,854</b>	<b>3,366</b>	<b>4,007</b>	少数股东损益	6	1	3	4	5
长期借款	353	710	710	710	710	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,491</b>	<b>2,382</b>	<b>2,940</b>	<b>3,664</b>	<b>4,583</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.86	4.58	5.65	7.04	8.81
其他	638	688	478	478	478						
<b>非流动负债合计</b>	<b>992</b>	<b>1,398</b>	<b>1,187</b>	<b>1,187</b>	<b>1,187</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>3,686</b>	<b>3,807</b>	<b>4,041</b>	<b>4,553</b>	<b>5,194</b>		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	(4)	(3)	(0)	3	8	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	518	520	520	520	520	营业收入	43.2%	28.5%	23.1%	24.2%	24.5%
资本公积	2,962	3,046	3,046	3,046	3,046	营业利润	141.0%	56.7%	23.3%	24.6%	25.1%
留存收益	3,892	6,124	8,909	12,573	17,156	归属于母公司净利润	146.2%	59.8%	23.4%	24.6%	25.1%
其他	70	65	65	65	65	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>7,437</b>	<b>9,753</b>	<b>12,540</b>	<b>16,207</b>	<b>20,795</b>	毛利率	60.8%	62.7%	62.2%	62.3%	62.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,123</b>	<b>13,560</b>	<b>16,581</b>	<b>20,761</b>	<b>25,990</b>	净利率	26.4%	32.8%	32.9%	33.0%	33.1%
						ROE	22.2%	27.7%	26.4%	25.5%	24.8%
						ROIC	19.0%	24.6%	24.0%	23.6%	23.2%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	33.1%	28.1%	24.4%	21.9%	20.0%
净利润	1,497	2,383	2,943	3,667	4,588	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	168	161	145	159	143	流动比率	2.96	4.15	4.53	4.96	5.35
财务费用	44	33	25	11	(5)	速动比率	2.21	3.13	3.46	3.82	4.17
投资损失	(26)	(22)	(25)	(25)	(25)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(649)	(1,680)	(1,063)	(1,909)	(2,338)	应收账款周转率	4.1	3.8	3.6	3.7	3.7
其它	301	(54)	(220)	52	71	存货周转率	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,335</b>	<b>821</b>	<b>1,805</b>	<b>1,956</b>	<b>2,433</b>	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
资本支出	(309)	(408)	(152)	(602)	(602)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(16)	110	0	0	0	每股收益	2.86	4.58	5.65	7.04	8.81
其他	(57)	(88)	(75)	20	13	每股经营现金流	2.58	1.58	3.47	3.76	4.68
<b>投资活动现金流</b>	<b>(382)</b>	<b>(386)</b>	<b>(226)</b>	<b>(582)</b>	<b>(589)</b>	每股净资产	14.30	18.75	24.10	31.14	39.94
债权融资	23	230	27	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	63	87	0	0	0	市盈率	30.4	19.0	15.4	12.4	9.9
其他	(314)	(654)	(81)	(11)	5	市净率	6.1	4.6	3.6	2.8	2.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(227)</b>	<b>(337)</b>	<b>(54)</b>	<b>(11)</b>	<b>5</b>	EV/EBITDA	22.6	15.1	12.5	10.1	8.2
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	24.7	15.9	13.0	10.5	8.4
<b>现金净增加额</b>	<b>726</b>	<b>99</b>	<b>1,525</b>	<b>1,363</b>	<b>1,849</b>						

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 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](http://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。