

投资评级 优于大市 维持

紧抓高可靠电子元器件需求机遇，22 年归母净利润+59.79%

股票数据

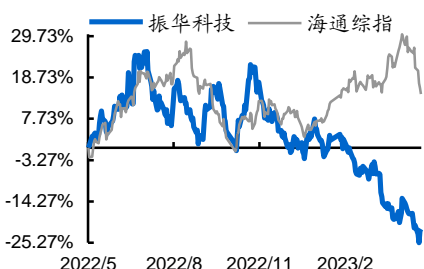
| | |
|---------------|--------------|
| 04月28日收盘价(元) | 89.87 |
| 52周股价波动(元) | 81.33-142.83 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 520/520 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 46770/46741 |

相关研究

《高可靠电子元器件市场持续向好，22 年前三季度归母净利润+88.34%~98.81%》
 2022.10.17

《归母净利润+146.21%，高景气下营收利润再创新高》
 2022.04.30

《净利预增 123%-156%，高成长再超预期》
 2022.01.24

市场表现


| 沪深 300 对比 | 1M | 2M | 3M |
|-----------|------|-------|-------|
| 绝对涨幅 (%) | -0.4 | -13.6 | -20.7 |
| 相对涨幅 (%) | -1.2 | -12.6 | -17.1 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:张恒昶

Email:zhx10170@haitong.com

证书:S0850517110002

联系人:刘砚菲

Tel:(021)23214129

Email:lyf13079@haitong.com

联系人:胡舜杰

Tel:(021)23154483

Email:hsj14606@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 2023 年 4 月 27 日晚,公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年公司实现营业收入 72.67 亿元 (同比+28.48%), 实现归母净利润 23.82 亿元 (同比+59.79%); 2023 年一季度公司实现营业收入 21.02 亿元 (同比+11.46%), 实现归母净利润 7.35 亿元 (同比+20.96%)。根据振华科技 2023 年度财务预算报告, 2023 年公司全年营收目标 87 亿元 (同比+19.72%), 利润总额 33.60 亿元 (同比+22.07%)。
- 订货和交付数量持续保持高速增长, 公司的经营规模和效益再创新高。** 2022 年, 国防建设重点从机械化向信息化的强势转化, 进一步拉动了电子元器件的配套需求, 公司积极把握市场机遇, 营收利润实现高速增长。从分子公司来看, 2022 年, 振华新云实现营收 12.03 亿元 (+10.09%), 净利润 3.58 亿元 (+42.19%); 振华永光实现营收 14.19 亿元 (+37.35%), 净利润 6.55 亿元 (+46.24%); 振华云科实现营收 10.56 亿元 (+34.18%), 净利润 4.68 亿元 (+77.00%); 振华富实现营收 9.47 亿元 (+32.84%), 净利润 4.46 亿元 (+43.09%); 振华微实现营收 10.03 亿元 (+52.98%), 净利润 3.80 亿元 (+48.03%)。
- 高研发助力产品附加值提升, 公司盈利能力不断增强。** 公司持续进行产品产线的升级改造和高端市场的国产化替代工作, 2022 年公司研发费用率 7.10% (+0.64pct), 申请专利 355 件 (其中发明专利 146 件), 公司产品的附加值和市场竞争能力得以持续提升。2022 年公司实现毛利率 62.72% (+1.90pct)、净利率 32.79% (+6.32pct), 2023Q1 公司分别实现毛利率 63.53%、净利率 34.96%, 研发创新助力公司盈利能力不断增强。2022 年公司期间费用率 22.38% (-6.35pct), 2023Q1 公司期间费用率 19.52%。
- 存货高速增长应对需求高景气, 非公开发行事项持续推进。** 2022 年末/2023Q1 公司存货 22.88 亿元 (较 22 年初+23.94%)/22.99 亿元, 主要系公司产品生产规模增长, 储备原材料, 以及为满足订单交付而提前备货。此外, 公司 4 月 27 日公告, 公司关于申请向特定对象发行股票获得深圳证券交易所上市审核中心审核通过, 非公开发行事项顺利推进, 依托本次募资, 未来公司产能将持续提升, 并进一步实现产线的智能化、自动化。
- 盈利预测和投资评级:** 我们预计 2023-2024 年归母净利润为 29.69/ 36.61 亿元, 结合可比公司 PE 估值情况, 给予公司 2023 年 18-20 倍 PE 估值, 对应合理价值区间为 102.68-114.09 元, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示:** 募投项目建设进度不及预期风险; 订单不及预期风险。

主要财务数据及预测

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 5656 | 7267 | 8774 | 10554 | 12646 |
| (+/-)YoY(%) | 43.2% | 28.5% | 20.7% | 20.3% | 19.8% |
| 净利润 (百万元) | 1491 | 2382 | 2969 | 3661 | 4491 |
| (+/-)YoY(%) | 146.2% | 59.8% | 24.6% | 23.3% | 22.7% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 2.86 | 4.58 | 5.70 | 7.04 | 8.63 |
| 毛利率(%) | 60.8% | 62.7% | 62.9% | 63.2% | 63.4% |
| 净资产收益率(%) | 20.0% | 24.4% | 23.3% | 22.3% | 21.5% |

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司估值表

| 代码 | 简称 | 总市值 (亿元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | | PS (倍) | PB (倍) |
|--------|------|-------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|
| | | | 2022 | 2023E | 2024E | 2022 | 2023E | 2024E | 2023E | 2023E |
| 002179 | 中航光电 | 895.80 | 1.72 | 2.08 | 2.63 | 55.56 | 26.36 | 20.86 | 4.50 | 4.33 |
| 600038 | 中直股份 | 250.65 | 0.66 | 1.32 | 1.77 | 51.83 | 32.15 | 24.00 | 1.03 | 2.40 |
| 600760 | 中航沈飞 | 1132.00 | 1.18 | 1.46 | 1.84 | 78.67 | 39.46 | 31.32 | 2.22 | 7.43 |
| 600372 | 中航电子 | 685.76 | 0.45 | 0.24 | 0.28 | 54.05 | 64.27 | 55.04 | 5.24 | 5.19 |
| | 均值 | | 1.19 | 1.62 | 2.08 | 62.02 | 32.66 | 25.39 | 2.59 | 4.72 |

资料来源: wind, 海通证券研究所

收盘价为 2023 年 04 月 28 日价格, EPS 为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 7267 | 8774 | 10554 | 12646 |
| 每股收益 | 4.58 | 5.70 | 7.04 | 8.63 | 营业成本 | 2709 | 3253 | 3887 | 4626 |
| 每股净资产 | 18.75 | 24.45 | 31.49 | 40.12 | 毛利率% | 62.7% | 62.9% | 63.2% | 63.4% |
| 每股经营现金流 | 1.58 | 4.58 | 5.09 | 6.24 | 营业税金及附加 | 66 | 97 | 116 | 139 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 0.9% | 1.1% | 1.1% | 1.1% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 300 | 377 | 443 | 518 |
| P/E | 19.63 | 15.75 | 12.77 | 10.41 | 营业费用率% | 4.1% | 4.3% | 4.2% | 4.1% |
| P/B | 4.79 | 3.68 | 2.85 | 2.24 | 管理费用 | 777 | 877 | 1003 | 1138 |
| P/S | 6.44 | 5.33 | 4.43 | 3.70 | 管理费用率% | 10.7% | 10.0% | 9.5% | 9.0% |
| EV/EBITDA | 18.87 | 12.11 | 9.45 | 7.27 | EBIT | 2808 | 3503 | 4282 | 5213 |
| 股息率% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | 33 | 20 | -9 | -44 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 0.5% | 0.2% | -0.1% | -0.3% |
| 毛利率 | 62.7% | 62.9% | 63.2% | 63.4% | 资产减值损失 | -125 | -160 | -186 | -211 |
| 净利润率 | 32.8% | 33.8% | 34.7% | 35.5% | 投资收益 | 22 | 18 | 21 | 25 |
| 净资产收益率 | 24.4% | 23.3% | 22.3% | 21.5% | 营业利润 | 2754 | 3453 | 4258 | 5223 |
| 资产回报率 | 17.6% | 17.5% | 17.3% | 17.1% | 营业外收支 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资回报率 | 22.1% | 21.5% | 20.8% | 20.2% | 利润总额 | 2753 | 3453 | 4258 | 5223 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 3121 | 3654 | 4444 | 5390 |
| 营业收入增长率 | 28.5% | 20.7% | 20.3% | 19.8% | 所得税 | 370 | 483 | 596 | 731 |
| EBIT 增长率 | 55.6% | 24.8% | 22.3% | 21.7% | 有效所得税率% | 13.4% | 14.0% | 14.0% | 14.0% |
| 净利润增长率 | 59.8% | 24.6% | 23.3% | 22.7% | 少数股东损益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 2382 | 2969 | 3661 | 4491 |
| 资产负债率 | 28.1% | 25.0% | 22.6% | 20.5% | | | | | |
| 流动比率 | 4.15 | 4.64 | 5.08 | 5.56 | 资产负债表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 速动比率 | 3.15 | 3.66 | 4.11 | 4.57 | 货币资金 | 1811 | 3818 | 6079 | 8897 |
| 现金比率 | 0.75 | 1.35 | 1.80 | 2.25 | 应收账款及应收票据 | 5562 | 6365 | 7513 | 8830 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 2288 | 2599 | 3101 | 3703 |
| 应收账款周转天数 | 116.70 | 110.00 | 110.00 | 110.00 | 其它流动资产 | 329 | 381 | 453 | 538 |
| 存货周转天数 | 308.35 | 308.35 | 307.63 | 307.99 | 流动资产合计 | 9991 | 13163 | 17146 | 21968 |
| 总资产周转率 | 0.54 | 0.52 | 0.50 | 0.48 | 长期股权投资 | 315 | 320 | 320 | 320 |
| 固定资产周转率 | 4.42 | 4.65 | 5.00 | 5.33 | 固定资产 | 1645 | 1888 | 2112 | 2374 |
| | | | | | 在建工程 | 323 | 322 | 338 | 350 |
| | | | | | 无形资产 | 158 | 126 | 89 | 49 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 3570 | 3805 | 4030 | 4285 |
| 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 资产总计 | 13560 | 16969 | 21176 | 26252 |
| 净利润 | 2382 | 2969 | 3661 | 4491 | 短期借款 | 385 | 400 | 400 | 400 |
| 少数股东损益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 应付票据及应付账款 | 1651 | 1972 | 2380 | 2821 |
| 非现金支出 | 516 | 316 | 353 | 393 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营收益 | 53 | 5 | 0 | -3 | 其它流动负债 | 374 | 466 | 594 | 727 |
| 营运资金变动 | -2131 | -907 | -1367 | -1634 | 流动负债合计 | 2410 | 2839 | 3374 | 3948 |
| 经营活动现金流 | 821 | 2383 | 2648 | 3248 | 长期借款 | 710 | 720 | 730 | 740 |
| 资产 | -436 | -372 | -375 | -422 | 其它长期负债 | 688 | 688 | 688 | 688 |
| 投资 | 32 | -25 | -22 | -21 | 非流动负债合计 | 1398 | 1408 | 1418 | 1428 |
| 其他 | 18 | 48 | 53 | 56 | 负债总计 | 3807 | 4246 | 4791 | 5376 |
| 投资活动现金流 | -386 | -349 | -344 | -387 | 实收资本 | 520 | 520 | 520 | 520 |
| 债权募资 | -103 | 25 | 10 | 10 | 归属于母公司所有者权益 | 9756 | 12725 | 16386 | 20877 |
| 股权募资 | 26 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | -3 | -3 | -2 | -1 |
| 其他 | -260 | -52 | -53 | -54 | 负债和所有者权益合计 | 13560 | 16969 | 21176 | 26252 |
| 融资活动现金流 | -337 | -27 | -43 | -44 | | | | | |
| 现金净流量 | 99 | 2007 | 2261 | 2818 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张恒晖 军工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 迈信林,中航光电,天奥电子,高德红外,中航西飞,洪都航空,广联航空,雷科防务,中航重机,国博电子,中直股份,爱乐达,邦彦技术,盛路通信,湘电股份,振华科技,西部超导,中航高科,睿创微纳,亚星锚链,西部材料,长盈通

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。