

振华科技(000733)

军工电子元器件行业龙头受益于市场空间扩容

投资要点：

振华科技为军工电子元器件行业龙头，平台型上市公司。随着军工电子行业发展以及部分细分赛道产品国产化率提升，公司营收及盈利水平有望进一步提升。

► 各子公司专精于各自细分赛道

振华科技为军工电子元器件行业龙头，平台型上市公司；占公司净利润10%以上的子公司有5家。其中，振华新云、振华云科、振华富擅长于被动元件行业细分领域，未来有望继续受益于军工电子行业发展；振华微及振华永光分别专注于厚膜集成电路及功率半导体，产品国产化率有提升空间。

► 公司盈利能力不断提升

受益于国产化率提升、产品升级等因素影响，公司产品毛利率及净利率分别从2018年的25.14%/4.82%提升至2022年的62.72%/32.79%；统筹外费用影响逐步消除，期间费用率从2021年的22.19%下降至2022年的15.27%。未来随着产品升级及费用管控能力提升，公司盈利能力有望继续加强。

► 增发有利于公司生产能力建设及长期发展

军用被动元件相关上市公司（振华科技、宏达电子、鸿远电子、火炬电子）在2018-2021年间，均推进资金募集及产能提升，且扩产方向均与电容产品相关。振华科技于2022年非公开增发，更多侧重于功率器件、混合集成电路、继电器及开关等产品的生产能力建设。增发以及扩产，有利于公司产能扩充及稳固行业龙头地位。

► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年实现营业收入分别为91.44/113.64/137.46亿元，同比增长25.83%/24.28%/20.96%，三年CAGR为23.67%；归母净利润分别为29.96/37.85/46.11亿元，同比增长25.76%/26.31%/21.83%，三年CAGR为24.62%，EPS为5.76/7.27/8.86元/股，现价对应PE分别为15x/12x/10x。绝对估值法测得公司每股价值为123.39元，可比公司2023年平均PE 14倍，鉴于公司产品种类丰富、行业龙头地位突出、利润率持续提升，综合绝对估值法和相对估值法，给予公司2023年20倍PE，公司合理市值为599.25亿元，对应目标价115.15元，上调至“买入”评级。

风险提示：

市场需求不及预期风险、技术研发不及预期风险、订单交付不及预期风险、行业竞争加剧风险、发行失败风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5656	7267	9144	11364	13746
增长率（%）	43.20%	28.48%	25.83%	24.28%	20.96%
EBITDA（百万元）	2063	3099	3931	4852	5808
归母净利润（百万元）	1491	2382	2996	3785	4611
增长率（%）	146.21%	59.79%	25.76%	26.31%	21.83%
EPS（元/股）	2.86	4.58	5.76	7.27	8.86
市盈率（P/E）	30.5	19.1	15.2	12.0	9.9
市净率（P/B）	6.1	4.7	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	31.2	19.2	10.8	8.6	7.0

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2023年08月14日收盘价

行 业：国防军工/军工电子II
 投资评级：买入（上调）
 当前价格：87.52 元
 目标价格：115.15 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	520.41/520.10
流通A股市值（百万元）	45,519.25
每股净资产（元）	20.16
资产负债率（%）	28.25
一年内最高/最低（元）	138.80/80.80

股价相对走势



作者

分析师：孙树明
 执业证书编号：S0590521070001
 邮箱：sunsm@glsc.com.cn

联系人：叶鑫
 邮箱：yex@gllsc.com.cn

相关报告

1、《振华科技（000733）：毛利率持续提升，费用结构出现调整》2023.04.28
 2、《振华科技（000733）：高新电子元器件为核心业务，营收保持高增长》2022.10.28

投资聚焦

核心逻辑

根据前瞻产业研究院预测，我国军工电子行业市场规模从2019年的2927亿元，增长至2025年的5012亿元，6年CAGR为9.38%。随着国防费用的不断增加以及信息化加速，我国军工电子行业的市场规模或将不断提升。

振华科技为军工电子元器件行业龙头，平台型上市公司；占公司净利润10%以上的子公司有5家。其中，振华新云、振华云科、振华富擅长于被动元件行业细分领域，未来有望继续受益于军工电子行业发展；振华微及振华永光分别专注于厚膜集成电路及功率半导体，产品国产化率仍有提升空间。

不同于市场观点

- 详细分析公司毛利率及净利率提升情况；
- 分析了5个子公司各自细分赛道规模。

核心假设

营收方面，子公司振华新云，我们假设未来三年其板块营收增速保持10%不变；子公司振华永光，我们假设未来三年其板块营收增速为40%/35%/30%；子公司振华微，我们假设未来三年其板块营收增速为45%/40%/30%；子公司振华云科，我们假设未来三年其板块营收增速为20%/15%/10%；子公司振华富，我们假设未来三年其板块营收增速为25%/20%/15%；其他板块，我们假设未来三年其板块营收增速保持20%不变。毛利率方面，振华新云、振华永光、振华微、振华云科、振华富以及其他板块，我们预估三年毛利率分别保持65%/75%/70%/60%/75%/35%不变。销售费用、管理费用及研发费用占营收比例方面，我们参考2022年公司相应比例进行取值。

盈利预测与估值

基于上述假设，我们预计公司2023-2025年实现营业收入分别为91.44/113.64/137.46亿元，同比增长25.83%/24.28%/20.96%，三年CAGR为23.67%；归母净利润分别为29.96/37.85/46.11亿元，同比增长25.76%/26.31%/21.83%，三年CAGR为24.62%，EPS为5.76/7.27/8.86元/股，现价对应PE分别为15x/12x/10x。绝对估值法测得公司每股价值为123.39元，可比公司2023年平均PE 14倍，鉴于公司产品种类丰富、行业龙头地位突出、利润率持续提升，综合绝对估值法和相对估值法，给予公司2023年20倍PE，公司合理市值为599.25亿元，对应目标价115.15元，上调至“买入”评级。

正文目录

1. 特种电子元器件行业龙头.....	5
1.1 平台型上市公司产品种类齐全	5
1.2 盈利能力不断提升	6
2. 军工电子市场空间稳步提升.....	12
2.1 军工电子细分领域多	12
2.2 下游需求带动军工电子行业景气度	13
3. 各子公司分工明确	14
3.1 振华新云：电容核心供应商	14
3.2 振华富：军用叠层片式电感领先者	16
3.3 振华云科：军用片式电阻器行业龙头企业.....	18
3.4 振华微：厚膜集成电路业绩快速增长	19
3.5 振华永光：功率半导体分立器件市场空间广阔.....	20
4. 盈利预测、估值与投资建议.....	22
4.1 盈利预测	22
4.2 估值与投资建议	23
5. 风险提示	25

图表目录

图表 1： 振华科技主要产品	5
图表 2： 公司股权结构（截至 2023 年 3 月）	5
图表 3： 2022 年五大子公司营收占比.....	6
图表 4： 2022 年五大子公司净利润占比.....	6
图表 5： 子公司主要业务内容	6
图表 6： 公司发展历程.....	7
图表 7： 公司营收占比变化	8
图表 8： 公司营收及增长	8
图表 9： 公司归母净利润及增长	8
图表 10： 新型电子元器件板块毛利率变化情况	9
图表 11： 公司期间费用率变化情况	9
图表 12： 公司研发投入及增长情况	10
图表 13： 2018 年股权激励计划公司层面考核目标.....	10
图表 14： 军用被动元件相关上市公司募集资金情况	11
图表 15： 公司产品毛利率变化趋势	12
图表 16： 公司产品净利率变化趋势	12
图表 17： 电子元器件分类.....	13
图表 18： 军工电子行业产业链	13
图表 19： 中国军工电子行业市场规模及预测	14
图表 20： 电容的主要类别及应用场景	14
图表 21： 中国电容器市场规模	15
图表 22： 中国电容器市场规模预测	15
图表 23： 振华科技及其他部分电容相关公司情况汇总	15
图表 24： 振华新云及可比公司营业收入变化情况	16
图表 25： 振华新云及可比公司利润变化情况	16
图表 26： 电感器行业产业链	16
图表 27： 中国电感器行业销售额	17
图表 28： 振华富营业收入情况	18

图表 29:	振华富净利润情况	18
图表 30:	全球固定电阻市场规模及预测	18
图表 31:	振华云科营业收入情况	19
图表 32:	振华云科营收净利润情况	19
图表 33:	中国集成电路市场规模及增速	19
图表 34:	电源管理芯片市场规模	20
图表 35:	振华微营业收入情况	20
图表 36:	振华微净利润情况	20
图表 37:	功率半导体分类及 IGBT 所处位置	21
图表 38:	中国功率半导体市场规模	21
图表 39:	中国 IGBT 自给率变化情况	22
图表 40:	中国 IGBT 市场供需预测	22
图表 41:	振华永光营业收入情况	22
图表 42:	振华永光净利润情况	22
图表 43:	公司营业收入预测 (亿元)	23
图表 44:	公司盈利预测 (百万元)	23
图表 45:	FCFF 法参数假设	24
图表 46:	FCFF 法估值法 (单位: 百万元)	24
图表 47:	FCFF 敏感性测试	24
图表 48:	可比公司估值水平对比 (可比公司盈利预测采用同花顺一致预期) ..	25

1. 特种电子元器件行业龙头

1.1 平台型上市公司产品种类齐全

振华科技是我国军用元器件研制生产基地，主要业务为新型电子元器件和现代服务业，其中新型电子元器件为核心业务板块，贡献总收入的 99% 以上。公司产品覆盖电阻、电容、电感、半导体二三极管、高压真空灭弧室、电池、电子材料、集成电路等类别，广泛应用于下游航天、航空、船舶、兵器及核工业等军工国防领域。

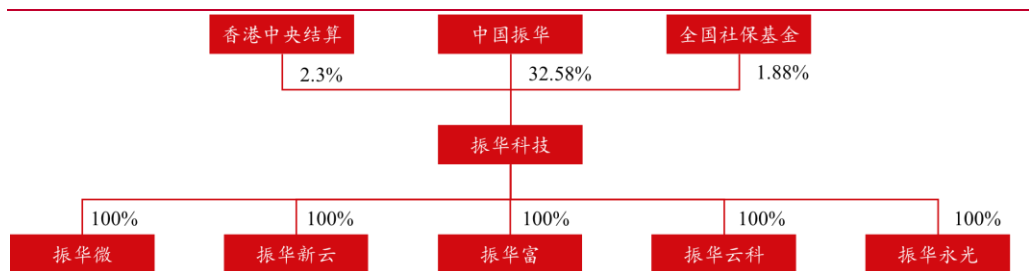
图表1：振华科技主要产品

业务板块	产品类别	主要产品	主要应用领域
新型电子元器件	基础元器件	电阻器、电容器、滤波器、熔断器、继电器、接触器、开关、断路器、锂离子电池等器件	核工业、航天航空、船舶兵器和电子等重点领域
	集成电路	电源、电机驱动、射频微波等产品	
	电子材料	MLCC 介质材料、微波铁氧体及吸波材料、LTCC 陶瓷材料等	
	应用开发	电源管理、智能配电、电机控制模块	
现代服务业	信息化服务	现代电子商贸与园区服务	园区物业管理、园区动力供应等

资料来源：公司公告，国联证券研究所

背靠央企，股权结构稳定。公司控股股东为中国振华电子集团有限公司，持有振华科技 32.58% 的股权，实际控制人为中国电子信息产业集团有限公司。中国振华军工背景历史悠久，拥有国家级技术中心、博士后科研工作站和国家 863 成果转化基地；中国电子是中央直接管理的国有重要骨干企业。

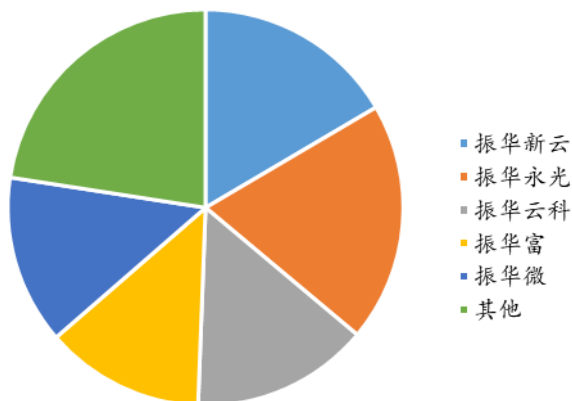
图表2：公司股权结构（截至 2023 年 3 月）



资料来源：ifind，国联证券研究所

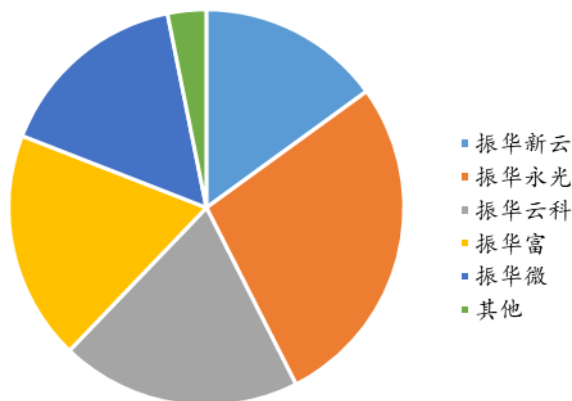
平台型公司子公司众多。2022 年底，公司有 11 家控股公司，其中 10 家为全资子公司，1 家为非全资子公司，各家子公司分工明确，专精于各自的细分赛道，振华科技作为平台型母公司。2022 年，子公司振华新云、振华永光、振华云科、振华富以及振华微占公司营收以及净利润比例分别为 16.55%/19.53%/14.53%/13.03%/13.80% 以及 15.02%/27.50%/19.66%/18.73%/15.93%，5 个子公司占公司整体营收及净利润的 77.44% 及 96.84%，对公司的整体营收及盈利能力影响较大。

图表3：2022年五大子公司营收占比



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表4：2022年五大子公司净利润占比



资料来源：ifind，国联证券研究所

子公司术业有专攻。公司5个主要子公司重点负责方向各不相同，主要以被动元件（电容、电阻、电感等）以及混合集成电路等为主，此外还有子公司如振华新能源生产电池等产品。

图表5：子公司主要业务内容

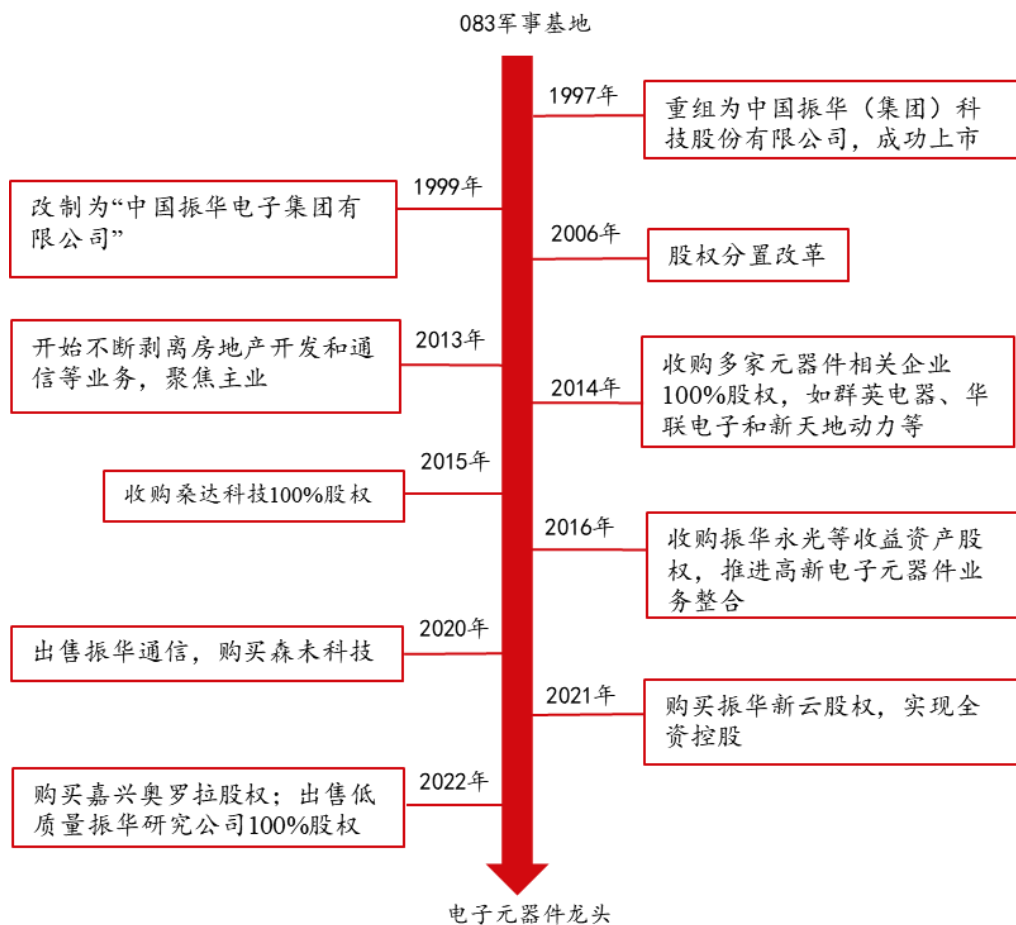
主要子公司	产品	主要业务
振华新云	电容	电子元器件开发生产销售、电器成套设备及装置、音像设备、注塑料的生产及销售
振华永光	分立器件	半导体分立器件及其它电子器件的开发、生产、销售及售后服务
振华云科	电阻	片式电子元器件制造销售
振华富	电感	叠层式电感器开发生产销售
振华微	混合集成电路	厚薄膜集成电路开发生产销售

资料来源：ifind，国联证券研究所

1.2 盈利能力不断提升

公司前身为1965年成立的国防军工生产基地（083基地），后进行重组成立振华科技，1997年公司正式上市。自2013年起公司开始不断剥离低质量业务，聚焦于公司核心板块的电子元器件业务。经过持续的结构调整、转型升级，振华科技现已发展成为一家在军用电子元器件领域的龙头公司。

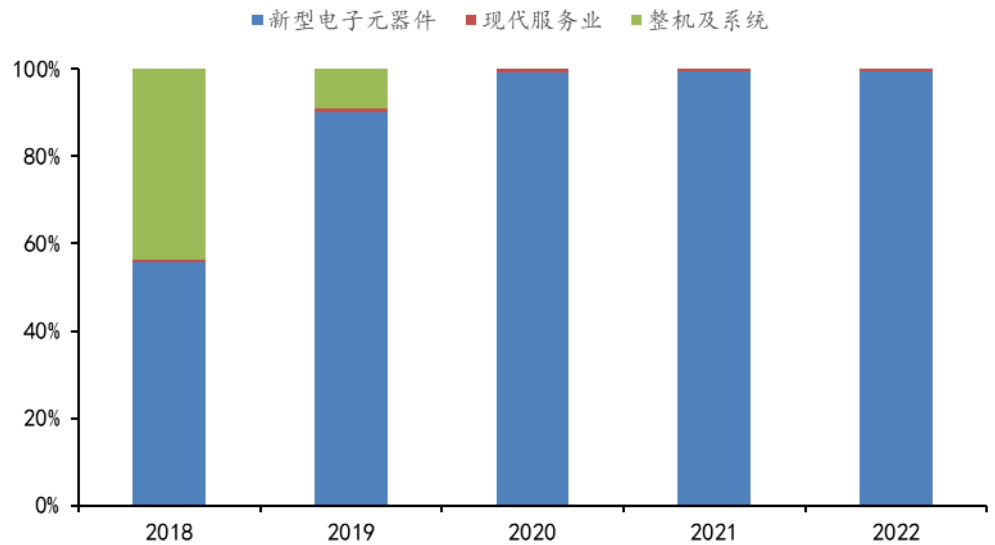
图表6：公司发展历程



资料来源：ifind，公司公告，国联证券研究所

聚焦主业，新型电子元器件占营收比例逐步上升。随着公司不断专注主业、剥离通信等板块，产品结构升级，新型电子元器件营收在总营收中占比持续上升。2022年，新型电子元器件板块贡献了总营收的99%以上，公司聚焦主业战略成效较为显著。

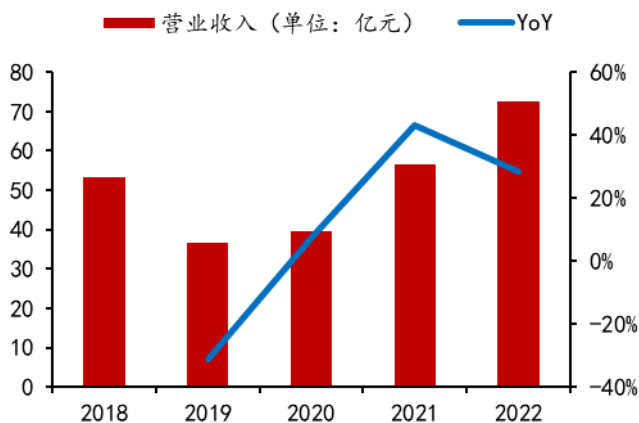
图表7：公司营收占比变化



资料来源：ifind，国联证券研究所

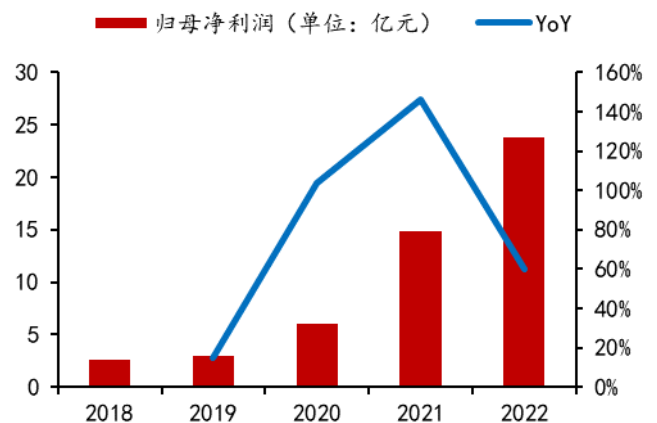
不良资产逐渐出清，公司业绩再出发。2019 年年报披露，子公司深圳通信亏损 4.31 亿，拖累振华科技业绩；2019 年公司对深圳通信持股比例下降至 49%，2020 年公司出售深圳通信股权。2019 年后，深圳通信对公司的影响逐渐消除；2020-2022 年，公司营收及利润保持快速增长。

图表8：公司营收及增长



资料来源：ifind，国联证券研究所

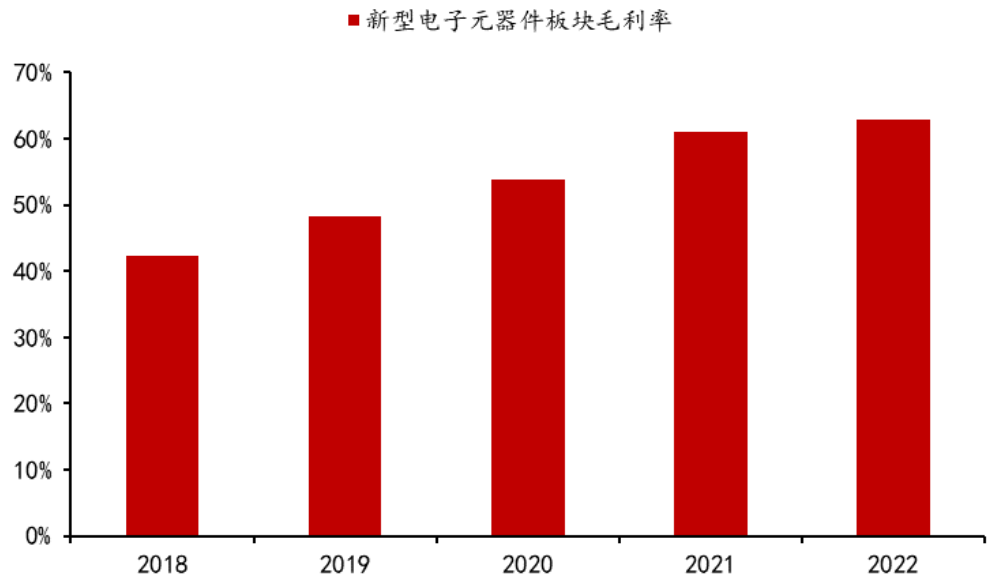
图表9：公司归母净利润及增长



资料来源：ifind，国联证券研究所

新型电子元器件板块毛利率逐步提高。从产品角度来看，公司新型电子元器件毛利率始终保持稳步增长态势，自 2018 年的 42.36% 上升至 2022 年 62.84%，表明公司产品迭代升级，毛利率持续提升。

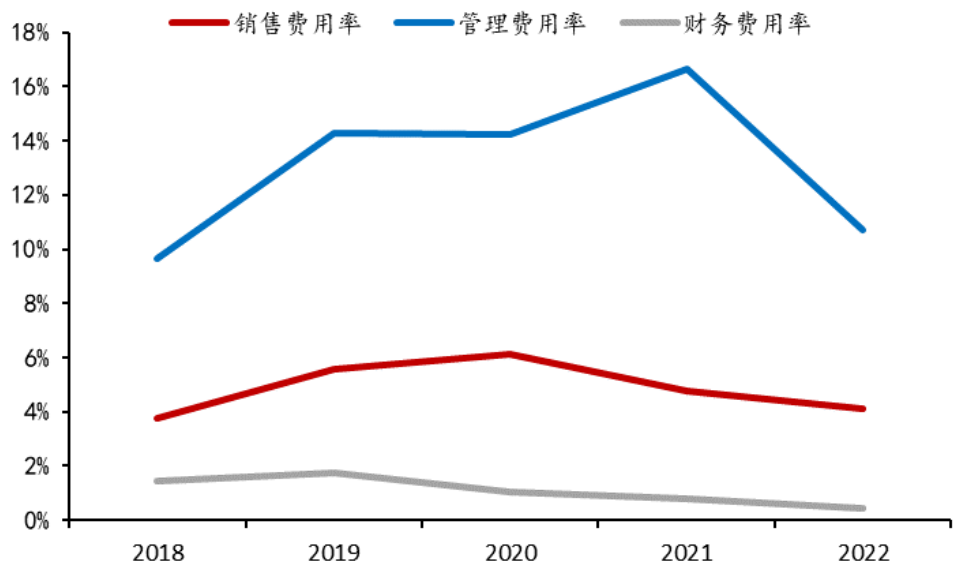
图表10：新型电子元器件板块毛利率变化情况



资料来源：ifind，国联证券研究所

期间费用率管控向好。2018 年，公司期间费用率为 14.85%，由于职工绩效奖励增加及确认股权激励费用等因素，公司期间费用率上升至 2021 年的 22.19%；2022 年，公司期间费用率回落为 15.27%。销售费用率方面，公司由 2018 年的 3.75% 上升至 2022 年的 4.12%，其中 2020 年上升较多，主要是由于新型电子元器件板块销售业绩完成较好，绩效奖励增长；管理费用率方面，随着公司业务规模的不断扩大，管理费用率自 2018 年的 9.64% 上升至 2022 年的 10.69%，影响因素包含职工薪酬的增加和股权激励费用确认；财务费用方面，比例由 1.46% 下降至 2022 年的 0.45%，影响因素包括深圳通讯不再纳入合并报表等。

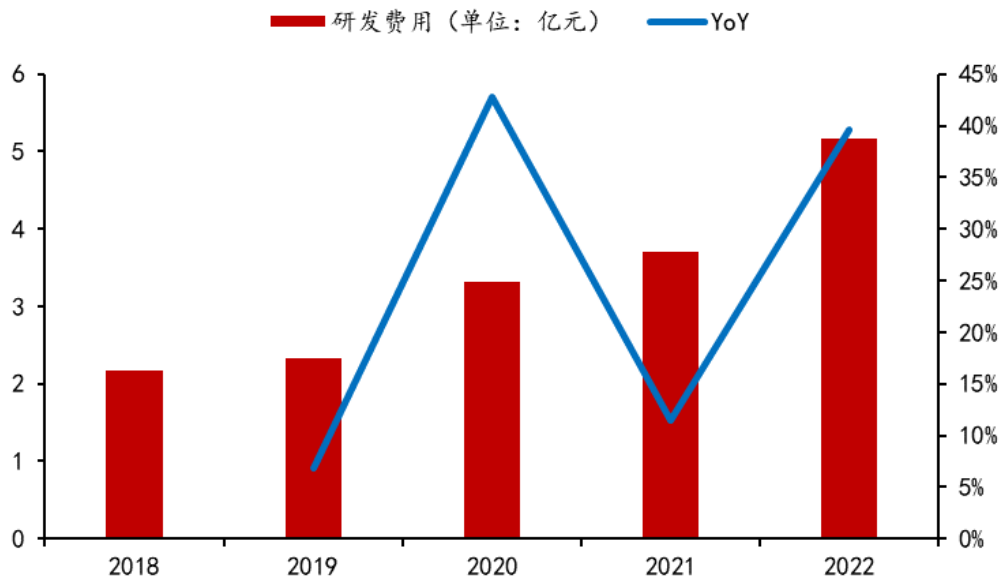
图表11：公司期间费用率变化情况



资料来源：ifind，国联证券研究所

研发投入稳步增长。公司研发费用从 2018 年的 2.18 亿元增长至 2022 年 5.16 亿元，其中 2022 年同比增长 39.58%。公司积极研发，加大研发投入，增强公司的核心竞争力，谋求长远发展。

图表12：公司研发投入及增长情况



资料来源：ifind，国联证券研究所

股权激励挂钩业绩增长，超额完成考核指标表明激励成效显著。2018 年，公司发布股权激励计划，并在 2019 年对股权激励进行修订。激励工具为 938 万份股票期权，激励对象不超过 375 人，行权条件在公司层面与业绩挂钩，行权价格为 11.92 元/份。公司第一、第二个行权期行权条件已达到，第三个行权期行权条件的净利润增长及净资产收益率均超额完成，有望在 2024 年 10 月前进行行权。公司通过股权激励激发了公司核心人员的积极性，构建了企业的利益共同体。

根据公司 2023 年 4 月发布的《中国振华（集团）科技股份有限公司 2022 年度董事会工作报告》提及，公司 2023 年工作安排中包括继续探索中长期激励，丰富激励方式和类型，结合特殊重大专项奖励，增加激励覆盖面；研究策划新一轮股权激励。

图表13：2018 年股权激励计划公司层面考核目标

行权期	业绩考核目标	目标完成情况
第一个行权期	(1) 以 2018 年为基础，2020 年净利润增长率不低于 25%，且不低于 2020 年度同行业对标企业 75 分位值水平； (2) 2020 年度净资产收益率不低于 4.25%，且不低于 2020 年度同行业对标企业 75 分位值水平； (3) 2020 年度 Δ EVA 为正值。	已完成 1. 公司以 2018 年为基础，2020 年净利润增长率为 184.32%，2020 年度在同行业对标企业中排名第四； 2. 公司 2020 年度净资产收益率为 9.05%，在 2020 年度同行业对标中排名第三； 3. 公司 2020 年度 Δ EVA 为 42,184 万元。

第二 个行 权期	(1) 以 2018 年为基础, 2021 年净利润增长率不低于 45%, 且不低于 2021 年度同行业对标企业 75 分位值水平; (2) 2021 年度净资产收益率不低于 4.75%, 且不低于 2021 年度同行业对标企业 75 分位值水平; (3) 2021 年度 Δ EVA 为正值。	已完成 1. 公司以 2018 年为基础, 2021 年净利润增长率为 665.55%, 2021 年度在同行业对标企业中排名第三; 2. 公司 2021 年度净资产收益率为 20.66%, 在 2021 年度同行业对标中排名第三; 3. 公司 2021 年度 Δ EVA 为 85,643 万元。
第三 个行 权期	(1) 以 2018 年为基础, 2022 年净利润增长率不低于 65%, 且不低于 2022 年度同行业对标企业 75 分位值水平; (2) 2022 年度净资产收益率不低于 5.25%, 且不低于 2022 年度同行业对标企业 75 分位值水平; (3) 2022 年度 Δ EVA 为正值。	1. 公司以 2018 年为基础, 2022 年净利润增长率为 826.86%, 2022 年度在同行业对标企业中排名第二; 2. 公司 2021 年度净资产收益率为 27.71%, 在 2022 年度同行业对标中排名第一。

资料来源: ifind, 国联证券研究所

统计军用被动元件相关上市公司(振华科技、宏达电子、鸿远电子、火炬电子)募资及扩产情况。各上市公司在 2018-2021 年间, 均推进资金募集及产能提升工作, 且扩产方向均与电容产品相关。振华科技于 2022 年非公开增发, 募集资金除了投资于新型阻容元件生产线建设项目外, 更多侧重于功率器件、混合集成电路、继电器及开关等产品的生产能力建设。

图表14: 军用被动元件相关上市公司募集资金情况

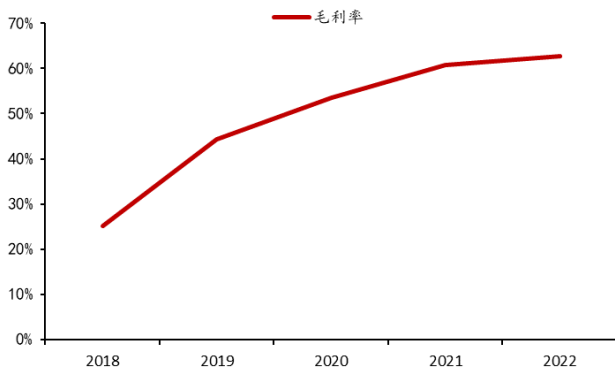
	振华科技		宏达电子	鸿远电子	火炬电子
募 集 资 金 类 型	非公开增发		非公开增发	首发	发行可转债
时 间	2018 年	2022 年	2021 年	2019 年	2020 年
增 发 项 目	1. 微波阻容元器件生产线建设项目; 2. 高可靠混合集成电路及微电路模块产业升级改造项目; 3. 射频片式陷波器与新型磁性元件产业化项目; 4. 接触器和固体继电器生产线扩产项目。	1. 半导体功率器件产能提升项目; 2. 混合集成电路柔性智能制造能力提升项目; 3. 新型阻容元件生产线建设; 4. 继电器及控制组件数智化生产线建设项目; 5. 开关及显控组件研发与产业化能力建设项目; 6. 补充流动资金	1. 微波电子元器件生产基地建设项目; 2. 研发中心建设项目; 3. 补充流动资金	1. 电子元器件生产基地项目; 2. 直流滤波器项目; 3. 营销网络及信息系统升级; 4. 补充流动资金; 5. 节余募集资金永久补充流动资金;	1. 小体积薄介质层陶瓷电容器高技术产业化项目; 2. 补充流动资金
募 集 资 金	拟募集资金不超过 12.5 亿元; 微波阻容元器件生产线建设项目: 实施主体振华云科, 募集资金 5.1 亿元	拟募集资金不超过 25.2 亿元; 新型阻容元件生产线建设项目: 子公司振华云科募投 1.4 亿元	拟募集资金不超过 10.0 亿元; 微波电子元器件生产基地建设项目募投 6.47 亿元	拟募集资金 7.45 亿元; 电子元器件生产基地项目募投 4.86 亿元	拟募集资金 6.00 亿元; 小体积薄介质层陶瓷电容器高技术产业化项目募投 5.55 亿元
募 资 情 况	募资 4.81 亿元	证监会注册	募资 10.00 亿元	募资 7.45 亿元	募资 6.00 亿元
相 关 产 能 扩 充	/	形成芯片电容产能 7000 万只/年	新增陶瓷电容器产能 20 亿只/年	高可靠 MLCC 新增产能 7,500 万只/年, 通用 MLCC 新增产能	年产 840,000 万只小体积薄介质层陶瓷电容器

				192,500 万只/年	
--	--	--	--	--------------	--

资料来源: ifind, 国联证券研究所

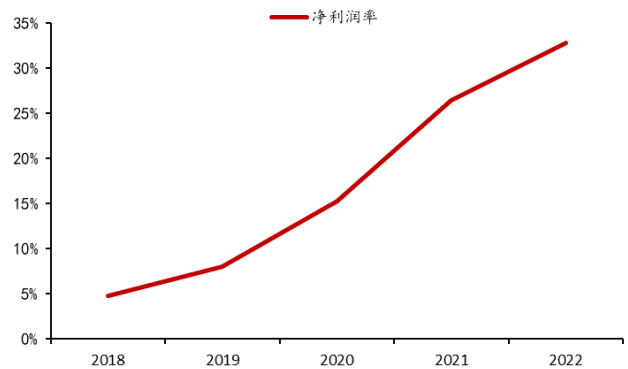
高研发投入铸就高毛利。2018-2022 年, 振华科技毛利率和净利率不断上升, 2022 年振华科技销售毛利率达 62.72%, 销售净利率达 32.79%, 高毛利率也验证了公司研发投入的有效性, 中长期成长潜力大。

图表15: 公司产品毛利率变化趋势



资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表16: 公司产品净利率变化趋势



资料来源: ifind, 国联证券研究所

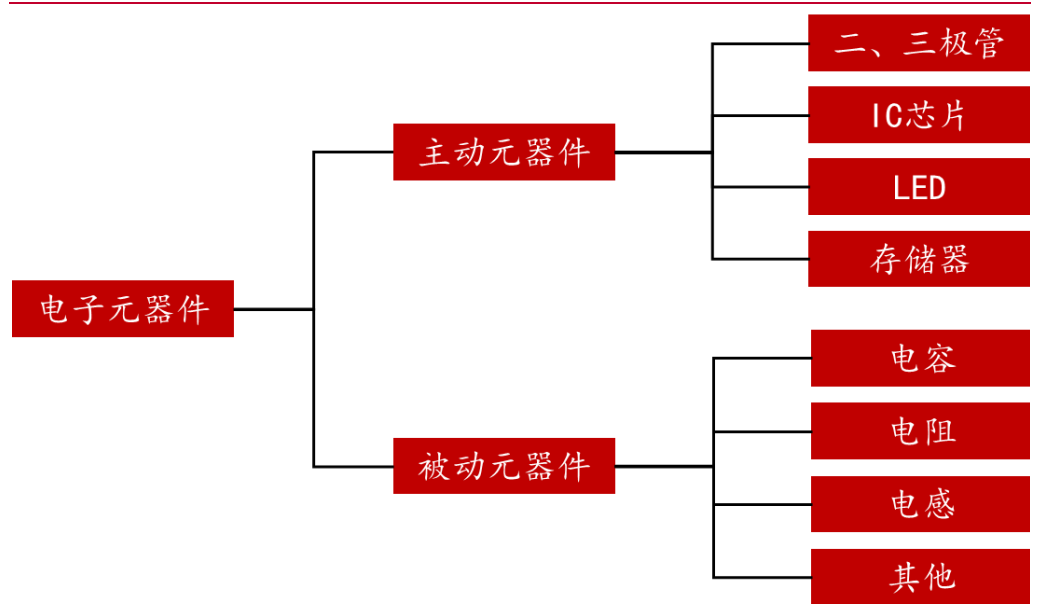
2. 军工电子市场空间稳步提升

2.1 军工电子细分领域多

电子元件包括主动元件与被动元件两大类。被动元件指不影响信号基本特征, 而仅令讯号通过而不加以变动的电路元件; 主动元件指可以主动单独执行运算的元件, 例如 CPU (中央处理器) 或各式 IC 集成电路。

振华科技作为平台型上市公司, 在军用电子元件和电子器件的核心领域都有布局, 各子公司术业有专攻: 振华新云专精于军用钽电容及 MLCC、振华云科为军用电阻龙头、振华富在国内电感领域领先; 振华永光为军用半导体分立器件龙头, 振华微在厚膜集成电路领域有较强竞争优势; 此外, 振华群英的继电器在国内属较高水平, 振华华联有开关及显控组件的完善研发能力, 振华新能源的锂离子电池及材料产品市场空间广阔。

图表17：电子元器件分类



资料来源：洁美科技招股书，国联证券研究所

2.2 下游需求带动军工电子行业景气度

产业链下游需求扩张，行业进入高景气阶段。军工产业链由上游电子元器件和芯片等、中游各种军工设备和下游的军方及其附属单位的应用组成。“十四五”期间，下游各行业尤其航空、航天、核工业、船舶等关乎国家安全的核心工业，整体发展速度加快。下游的需求放量，或将对上游电子元器件产品的需求增加，整个军工电子产业链整体进入高景气阶段。

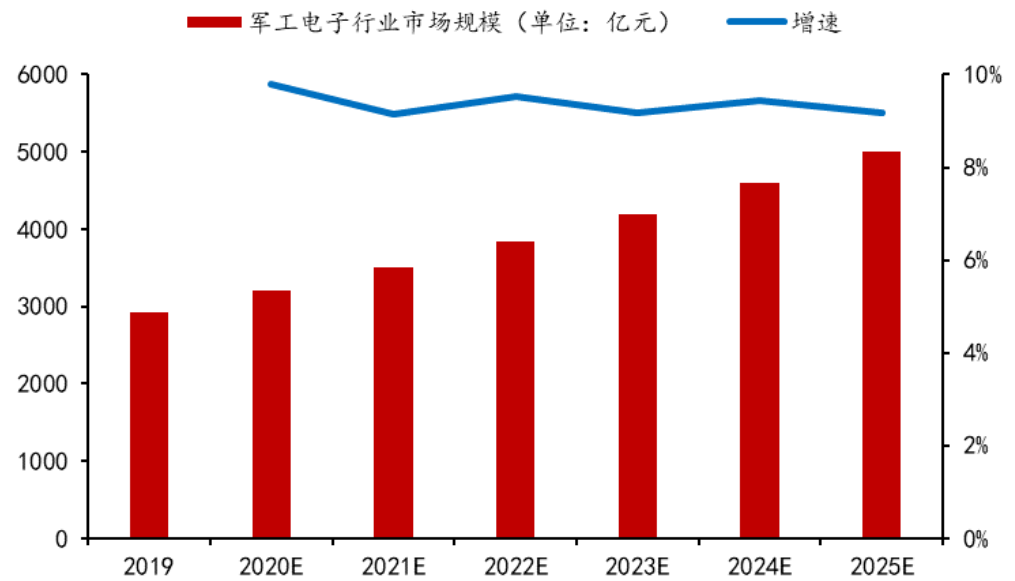
图表18：军工电子行业产业链



资料来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

根据前瞻产业研究院预测，我国军工电子行业市场规模从2019年的2927亿元，增长至2025年的5012亿元，6年CAGR为9.38%。随着国防费用的不断增加以及信息化加速，我国军工电子行业的市场规模或将不断提升，也将推动被动元件等电子产品市场增长。

图表19：中国军工电子行业市场规模及预测



资料来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

3. 各子公司分工明确

3.1 振华新云：电容核心供应商

电容器是两金属板之间存在绝缘介质的一种电路元件，通常简称电容，用字母C表示。在电子电路中，电容器用来通过交流信号而阻隔直流信号，也用来存储和释放电荷以充当滤波器，平滑输出脉动信号。

由于各种电容器性能不同，因此适用于不同的应用场景。钽电解电容体积小、可靠性高，但成本高、单价较贵，主要应用于航空航天产业；陶瓷电容体积小、电压范围大、价格较低，应用范围相对更广。

图表20：电容的主要类别及应用场景

电容器类别	优点	缺点	应用场景
钽电解电容器	适宜储存、寿命长、体积小、容量大、漏电流小、可靠性高	钽作为资源性材料，生产量小，单价较高，有极性	军事、航空航天
陶瓷电容器	体积小、介质损耗小、相对价格较低、高频特性好、电压范围大	电容量小、受震动会引起容量变化、易碎	MLCC（片式多层陶瓷电容器）广泛应用于电子精密仪器
铝电解电容器	电容量大、成本低、电压范围大	易受温度影响、高频特性差、等效串联电阻大、漏电流和介质损耗较大、有极性	照明、汽车、工业
薄膜电容器	损耗低、阻抗低、耐压性能强、高频特性好	耐热性能差、体积大难以小型化	新能源、风电光伏

资料来源：华经情报网，国联证券研究所

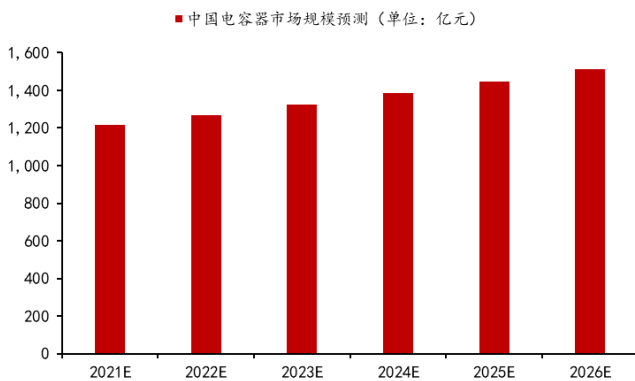
电容市场空间广阔。根据中国电子元件行业协会的数据，2019 年中国电容器规模为 1102 亿元，占全球市场份额为 71%；前瞻产业研究院测算，2023 年中国电容器市场规模将达到 1326 亿元。我国电容器行业规模增速持续高于全球规模增速，我国市场已成为拉动全球电容器行业规模增长的主要动力。

图表21：中国电容器市场规模



资料来源：中国电子元件行业协会，前瞻产业研究院，国联证券研究所

图表22：中国电容器市场规模预测



资料来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

军用电容市场的主要生产单位包括振华科技旗下的振华新云、火炬电子、宏达电子等。

图表23：振华科技及其他部分电容相关公司情况汇总

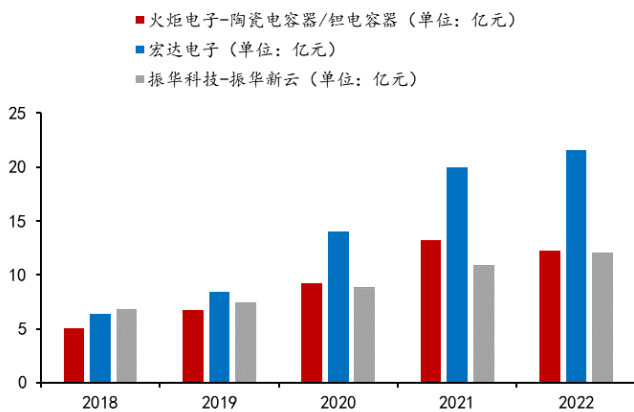
企业名称	具体板块/公司	2022 年营收 (亿元)	2022 年利润情况	主要产品	技术水平	产能	近期扩产情况
振华科技	振华新云	12.03	净利润 4.09 亿元	钽电容等	11 条产线通过国军标认证 (7 条产线通过宇航标准认证)，国内唯一拥有“双 85”系列片式钽电容器技术企业	/	2022 年定增子公司振华云科募投 1.4 亿元，形成芯片电容产能 7000 万只/年
宏达电子	/	21.58	净利润 9.42 亿元	非固体电解质 / 固体电解质钽电容等	总装备部军用电子元件配套定点研制生产军用钽电解电容器的专业厂家	2022 年年产 8.47 亿只电子元件	2021 年定增新增陶瓷电容器产能 20 亿只/年
火炬电子	陶瓷电容器/钽电容器	12.20	毛利 10.09 亿元	陶瓷电容器、钽电容器等	公司实现关键技术自主可控，形成从产品设计、材料开发到生产工艺的一系列陶瓷电容器制造的核心技术	2022 年年产 20.38 亿只陶瓷电容器/钽电容器	/

资料来源：各公司年报，IFinD，国联证券研究所

振华新云技术先进，产品丰富。作为国际领先的钽电解电容器的专业制造企业，中国振华新云电子主要产品为钽电容器、铝电容器、薄膜电容器、特种变压器、有机钽电容器等，共 9 大类产品，拥有 12 条生产线。

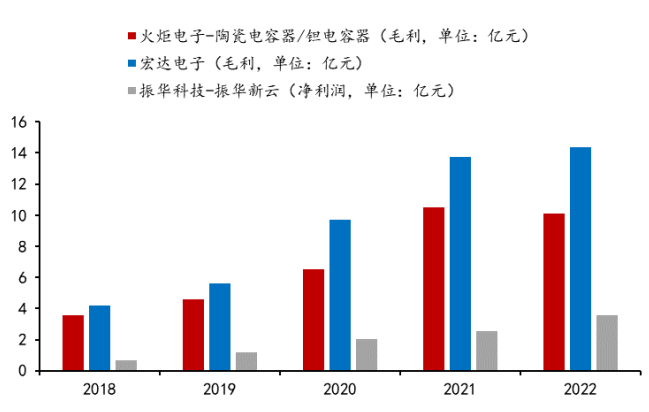
相较于可比公司，振华新云营收及利润依然维持快速增长。营收方面，振华新云营收从 2018 年的 6.81 亿元增长至 2022 年的 12.03 亿元，4 年 CAGR 为 15.29%；利润方面，振华新云净利润从 2018 年的 0.68 亿元增长至 2022 年的 3.58 亿元，4 年 CAGR 为 51.48%。2022 年振华新云的营收及净利润增速分别为 10.16%和 42.06%，同期宏达电子的营收及毛利增速分别为 7.90%和 4.51%，火炬电子的陶瓷电容器/钽电容器板块营收及毛利增速分别为-7.51%和-3.81%。振华新云的增速相较于可比公司依然维持较高水平。

图表24：振华新云及可比公司营业收入变化情况



资料来源：ifind，公司公告，国联证券研究所

图表25：振华新云及可比公司利润变化情况



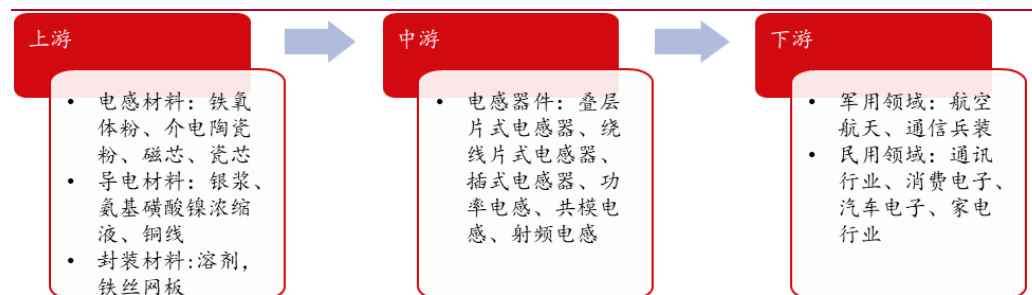
资料来源：ifind，公司公告，国联证券研究所

3.2 振华富：军用叠层片式电感领先者

电感器是常用的基本电子元件之一，在电路中用字母 L 表示。电感器同电容器一样，是储能元件，可以把电能与磁场能相互转换。其在电路中主要起到滤波、振荡、延迟、陷波等作用，同时还有筛选信号、过滤噪声、稳定电流及抑制电磁波干扰等功能。

电感器的上游主要包括电感材料、导电材料、封装材料等原材料，下游应用领域包括军用、通信设备、消费电子、汽车电子等。

图表26：电感器行业产业链

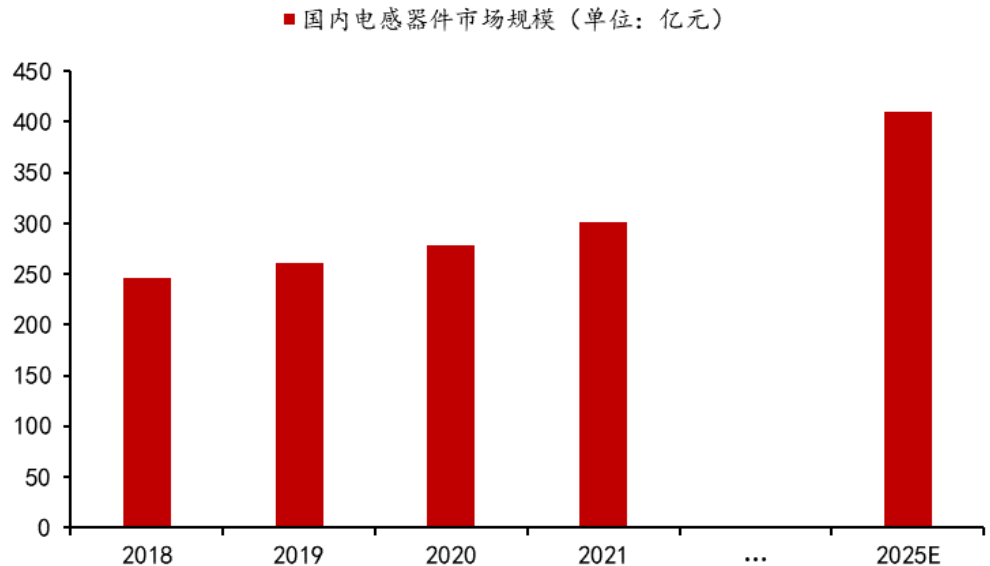


资料来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

我国电感市场蓬勃发展。根据《中国电子元件行业“十四五”规划》中公布的数据，十三五期间，我国电感行业年均增长率为 6.3%。按照《规划》中提及的 2021-

2025 年按 8% 的行业增长率增长，2023 年中国电感器件行业销售额有望达到 351 亿元。

图表27：中国电感器件行业销售额

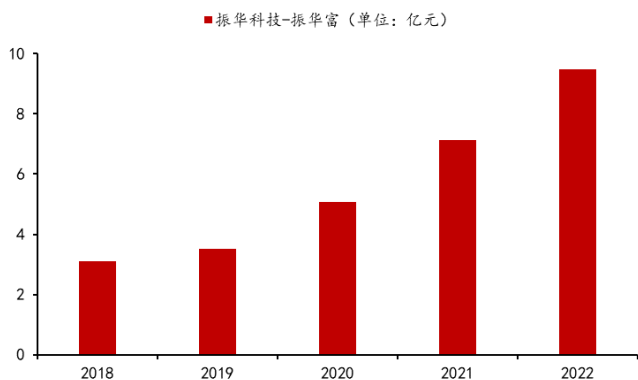


资料来源：《中国电子元件行业“十四五”规划》，前瞻产业研究院，国联证券研究所

电感技术国内领先。振华富成立于 2001 年，专业致力于磁性元件、微波元件、敏感元件、电子模块和功能组件的科研与生产。根据前瞻产业研究院分析，中国电感器件行业企业大致分为三个梯队，第一梯队日商占主导，振华富位于第二梯队，在国内军用叠层片式电感器件领域处于龙头地位，2018 年公司已拥有军用绕线片式电感器贯标生产线及军用叠层片式电感器贯标生产线等多条独立生产线，从美国、德国、日本等地引进了大批量的核心生产、检测设备。

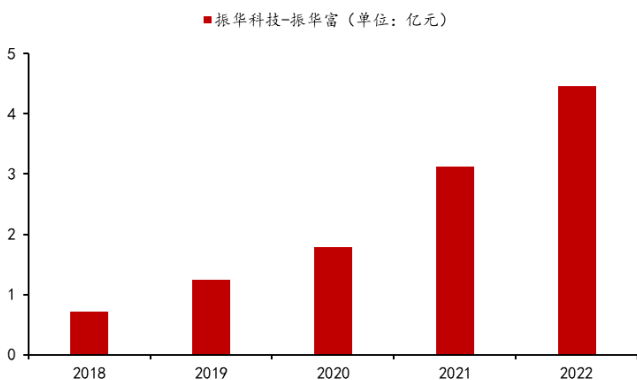
营收利润不断提升，位于行业领先地位。营收方面，振华富营收从 2018 年的 3.10 亿元增长至 2022 年的 9.47 亿元，4 年 CAGR 为 32.20%；利润方面，振华富净利润从 2018 年的 0.72 亿元增长至 2022 年的 4.46 亿元，4 年 CAGR 为 57.76%。其中，2022 年振华富营收增长 32.82%，净利润增长 42.95%，增速水平依然较高。

图表28：振华富营业收入情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表29：振华富净利润情况



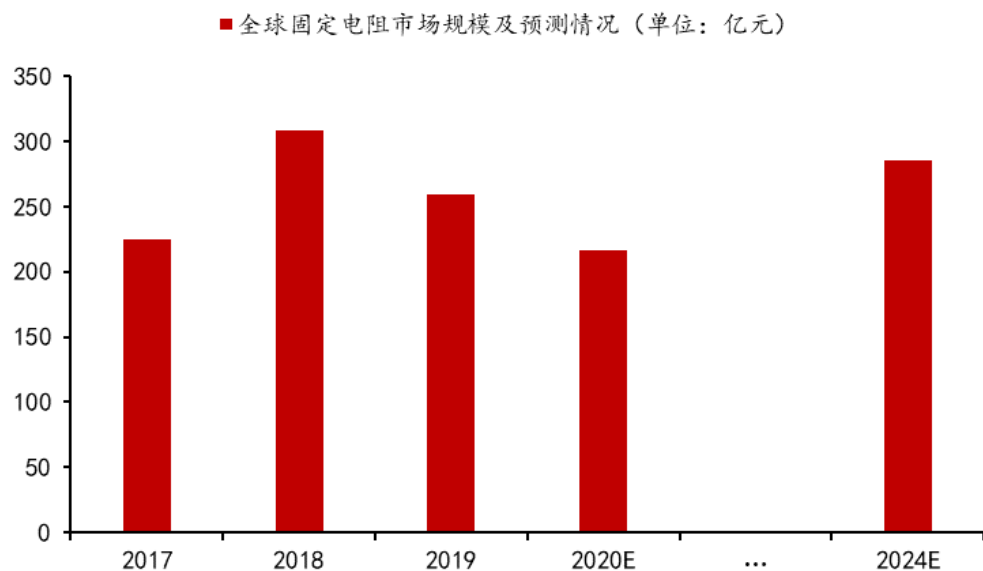
资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.3 振华云科：军用片式电阻器行业龙头企业

电阻，是一种阻碍电流的耗能元件，也是三大被动元件之一。在电路中，电阻通常有限流、分压、热效应和跳线等作用，其阻值与材料、温度和长度等有关。

2019 年，由于电阻量价齐降，全球固定电阻市场规模降至 259 亿元。根据华经情报网预测，全球固定电阻市场规模从 2020 年的 216 亿元增长至 2024 年的 285 亿元，4 年 CAGR 为 7.2%，复合增速较快。

图表30：全球固定电阻市场规模及预测



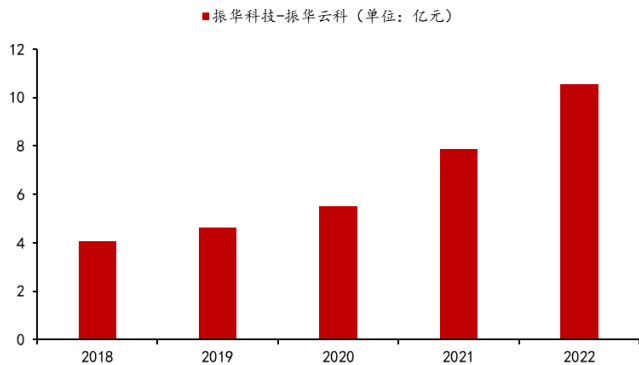
资料来源：华经情报网，国联证券研究所

发展历程长，电阻产品种类丰富。振华云科成立于 1994 年，以开发、生产与销售片式电阻器、片式网络及片式保护类元件、微波元器件及电子功能材料为主，现已发展成为国内军用片式电阻器龙头企业。

营收方面，振华云科营收从 2018 年的 4.06 亿元增长至 2022 年的 10.56 亿元，4 年 CAGR 为 26.99%；利润方面，振华云科净利润从 2018 年的 0.62 亿元增长至 2022

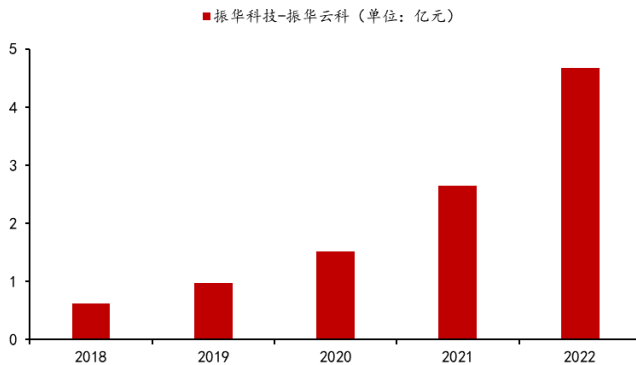
年的 4.68 亿元，4 年 CAGR 为 65.75%。其中，2022 年振华云科营收增长 34.18%，净利润增长 76.60%，增速水平较高。

图表31：振华云科营业收入情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表32：振华云科营收净利润情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.4 振华微：厚膜集成电路业绩快速增长

集成电路是指将电路中所需的晶体管、电阻、电容、电感等元件及布线互连并制作在一块或几块半导体晶片或介质基片上，成为具有电路功能的微型结构。我国集成电路产业起步晚，但发展迅速。我国集成电路销售额自 2015 年起逐步增长，截至 2021 年，我国集成电路销售额达 10458.3 亿元，同比 2020 年增长 18.2%。

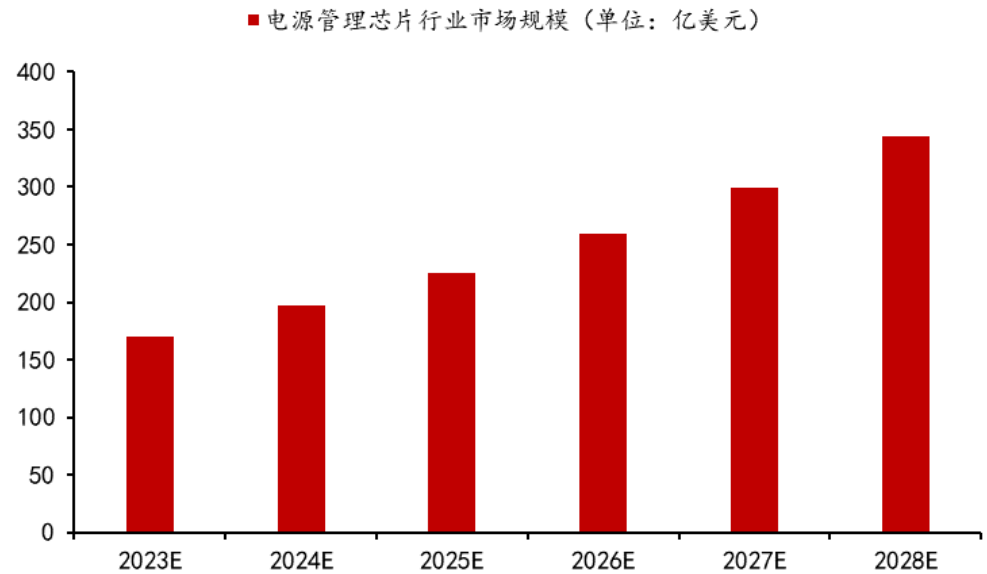
图表33：中国集成电路市场规模及增速



资料来源：华经产业研究院，国联证券研究所

电源管理芯片是在集成多路转换器的基础上，集成了智能通路管理、高精度电量计算，以及智能动态功耗管理功能的器件，可在电子设备中实现电能的变换、分配、检测等电能管理功能。根据前瞻产业研究院预测，国内电源管理芯片市场增速有望高于全球市场，未来复合增长率达 15%，2028 年市场规模约达 340 亿美元。

图表34：电源管理芯片市场规模

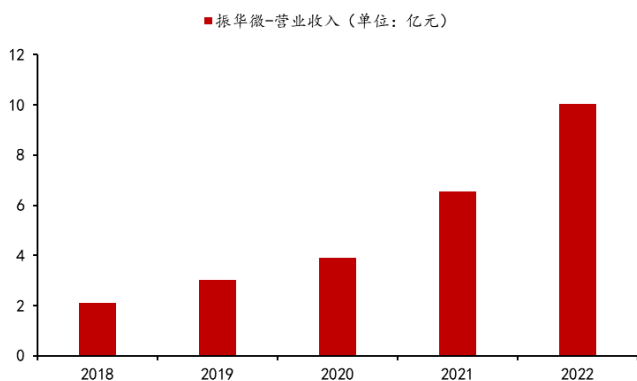


资料来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

公司厚膜集成电路和电源模块不断发力。集成电路按照制作工艺可分为半导体集成电路和膜集成电路，其中膜集成电路又可分为厚膜集成电路和薄膜集成电路。振华微成立于1994年，是国内从事厚膜混合集成电路研发和生产的核心企业、中国电子元件行业协会混合集成电路分会理事长单位，年产2000多万块厚膜电路。

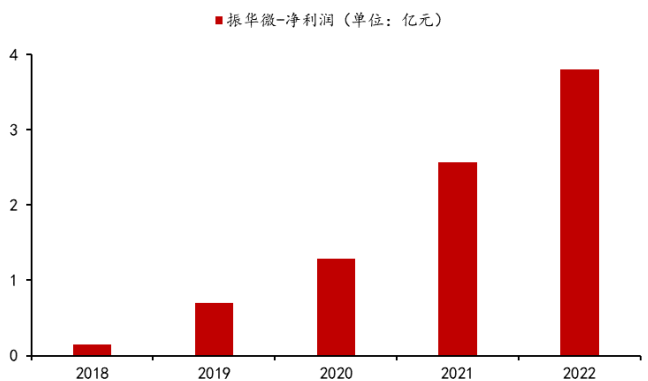
营收方面，振华微营收从2018年的2.12亿元增长至2022年的10.03亿元，4年CAGR为47.42%；利润方面，振华微净利润从2018年的0.14亿元增长至2022年的3.80亿元，4年CAGR为127.58%。其中，2022年振华微营收增长52.98%，净利润增长48.03%，增速水平较高。

图表35：振华微营业收入情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表36：振华微净利润情况

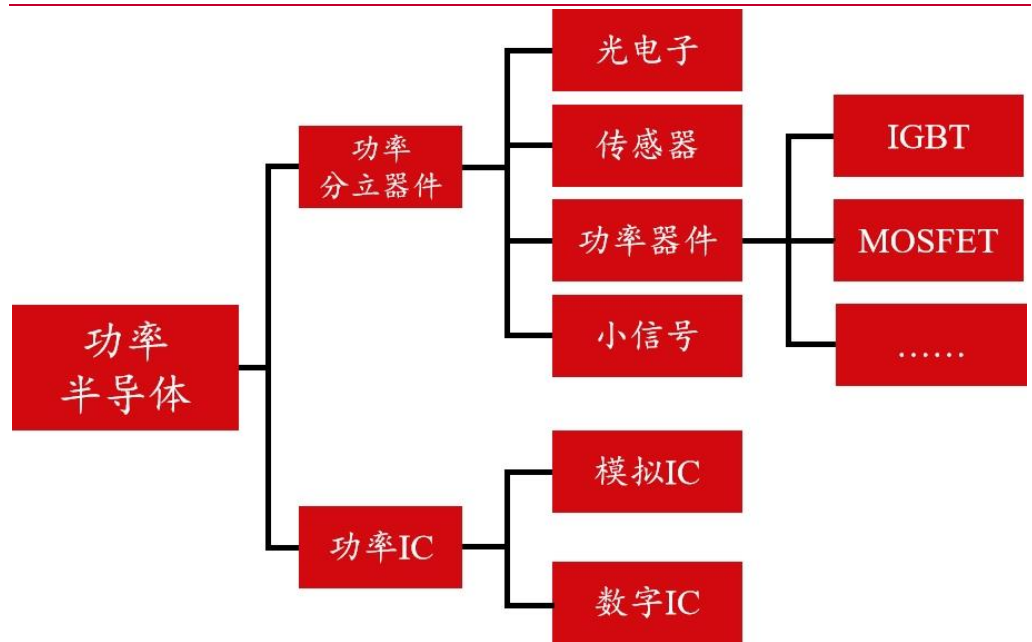


资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.5 振华永光：功率半导体分立器件市场空间广阔

功率半导体，主要用于改变电子装置中电压和频率、直流交流转换等，是电子装置中电能转换与电路控制的核心。功率半导体可分为功率IC和功率分立器件。

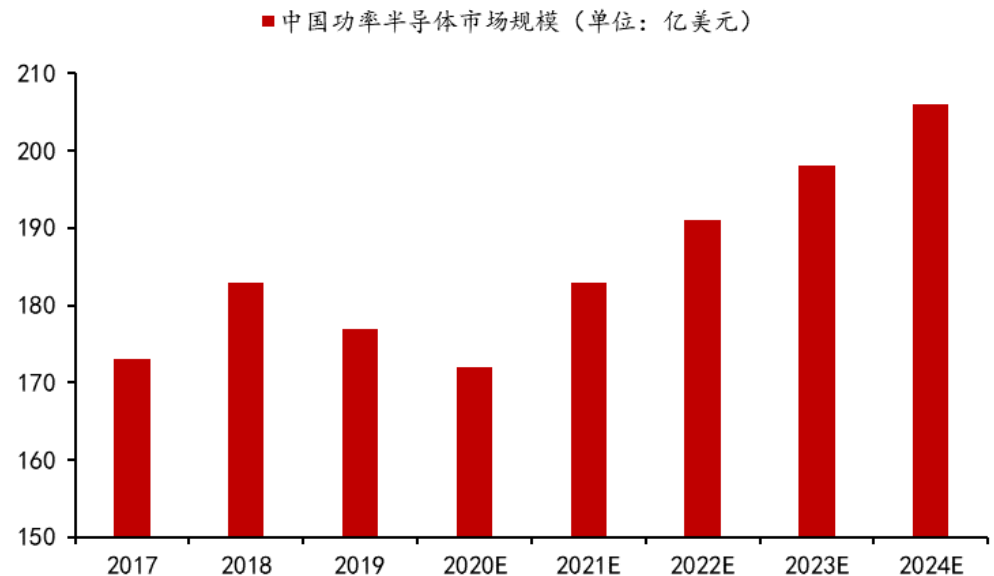
图表37：功率半导体分类及 IGBT 所处位置



资料来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

国内功率半导体行业向好。根据 Omdia 数据及预测，中国功率半导体市场有望从 2020 年的 171 亿美元增长至 2024 年的 206 亿美元，4 年 CAGR 为 4.77%，中国作为全球最大的功率半导体市场，发展前景十分广阔。

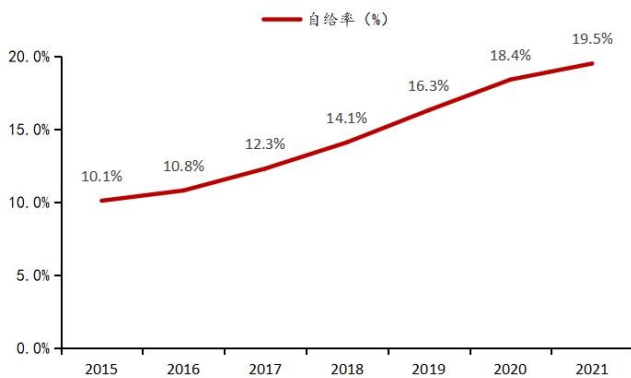
图表38：中国功率半导体市场规模



资料来源：锆威特招股书，Omdia，国联证券研究所

以 IGBT 为例，产品国产化率仍有提升空间。中国作为全球最大的 IGBT 市场，近年来随着国家支持政策的出台和企业研发的成功，自给率不断提高。根据中商情报网分析，2015 年，我国 IGBT 自给率约为 10%；随着国内技术水平的提高及产能释放，2023 年，自给率可达到 30%以上。但结构上，我国 IGBT 产能多集中于低端产品范围，高技术、高附加值的中高档领域仍大部分依赖进口，国产化替代空间较大。

图表39：中国 IGBT 自给率变化情况



资料来源：华经产业研究院，国联证券研究所

图表40：中国 IGBT 市场供需预测

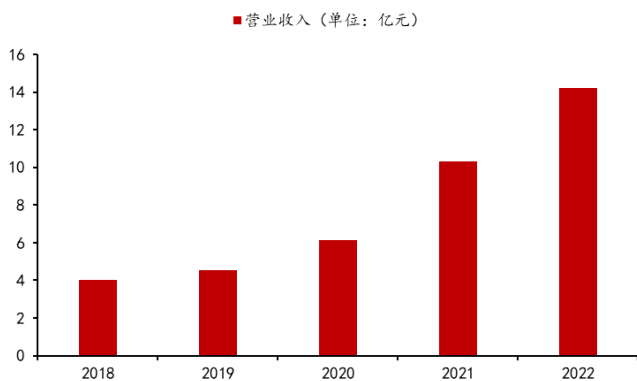


资料来源：中商情报网，国联证券研究所

专注半导体功率器件。振华永光成立于 1966 年，主要从事半导体分立器件（IGBT 和 MOSFET）、模拟集成电路、半导体功率模块的设计、开发、生产及服务。

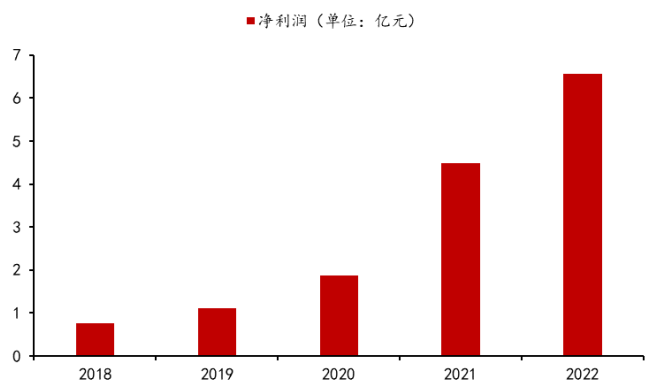
营收方面，振华永光营收从 2018 年的 4.01 亿元增长至 2022 年的 14.19 亿元，4 年 CAGR 为 37.16%；利润方面，振华永光净利润从 2018 年的 0.76 亿元增长至 2022 年的 6.55 亿元，4 年 CAGR 为 71.61%。其中，2022 年振华永光营收增长 37.35%，净利润增长 46.42%，增速水平较高。

图表41：振华永光营业收入情况



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表42：振华永光净利润情况



资料来源：ifind，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

营收方面，子公司振华新云，我们假设未来三年其板块营收增速保持 10%不变；子公司振华永光，我们假设未来三年其板块营收增速为 40%/35%/30%；子公司振华微，我们假设未来三年其板块营收增速为 45%/40%/30%；子公司振华云科，我们假设未来三年其板块营收增速为 20%/15%/10%；子公司振华富，我们假设未来三年其板块营收增速为 25%/20%/15%；其他板块，我们假设未来三年其板块营收增速保持 20%不变。毛利率方面，振华新云、振华永光、振华微、振华云科、振华富以及其他板块，我们

预估三年毛利率分别保持 65%/75%/70%/60%/75%/35%不变。销售费用、管理费用及研发费用占营收比例方面，我们参考 2022 年公司相应比例进行取值。

图表43：公司营业收入预测（亿元）

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
振华新云	营业收入	10.92	12.03	13.23	14.55	16.01
	YoY	23.51%	10.09%	10%	10%	10%
	毛利率	/	/	65%	65%	65%
振华永光	营业收入	10.33	14.19	19.87	26.83	34.87
	YoY	68.51%	37.35%	40%	35%	30%
	毛利率	/	/	75%	75%	75%
振华微	营业收入	6.55	10.03	14.54	20.35	26.46
	YoY	67.78%	52.98%	45%	40%	30%
	毛利率	/	/	70%	70%	70%
振华云科	营业收入	7.87	10.56	12.67	14.57	16.03
	YoY	42.72%	34.18%	20%	15%	10%
	毛利率	/	/	60%	60%	60%
振华富	营业收入	7.13	9.47	11.84	14.21	16.34
	YoY	40.39%	32.84%	25%	20%	15%
	毛利率	/	/	75%	75%	75%
其他	营业收入	13.75	16.40	19.67	23.61	28.33
	YoY	37.19%	19.23%	20%	20%	20%
	毛利率	/	/	35%	35%	35%
合计	营业收入	56.56	72.67	91.44	113.64	137.46
	YoY	43.20%	28.48%	25.83%	24.28%	20.96%
	毛利率	60.82%	62.72%	62.13%	62.64%	62.93%

资料来源：ifind，国联证券研究所

基于上述假设，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 91.44/113.64/137.46 亿元，同比增长 25.83%/24.28%/20.96%，三年 CAGR 为 23.67%；归母净利润分别为 29.96/37.85/46.11 亿元，同比增长 25.76%/26.31%/21.83%，三年 CAGR 为 24.62%，EPS 为 5.76/7.27/8.86 元/股。

图表44：公司盈利预测（百万元）

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5655.97	7266.87	9143.57	11363.85	13745.73
增长率	43.20%	28.48%	25.83%	24.28%	20.96%
归母净利润（百万元）	1490.96	2382.46	2996.27	3784.50	4610.53
增长率	146.21%	59.79%	25.76%	26.31%	21.83%
EPS（元/股）	2.86	4.58	5.76	7.27	8.86

资料来源：ifind，国联证券研究所

4.2 估值与投资建议

➤ 绝对估值：

我们采用 FCFF 法对公司股权价值进行估算：公司产品种类丰富、行业龙头地位突出，假设第二阶段增长率为 7%，永续增长率为 2%，无风险收益率参考十年期国债利率，市场预期回报率参考 10 年沪深 300 指数平均收益，预计分别为 2.65%、7.12%。

图表45：FCFF 法参数假设

估值假设	数值
无风险利率 Rf	2.65%
市场预期回报率 Rm	7.12%
第二阶段年数（年）	6
第二阶段增长率	7.00%
永续增长率	2.00%
有效税率 Tx	13.43%
股权资本成本 Ke	7.00%
债务利率 Kd	4.50%
债务资本比重 Wd	28.08%
WACC	6.30%

资料来源：ifind，国联证券研究所

FCFF 估值过程如下：

图表46：FCFF 法估值法（单位：百万元）

FCFF 估值	现金流折现值
第一阶段	4,800.65
第二阶段	12,034.35
第三阶段（终值）	48,417.24
企业价值 AEV	65,252.25
加：非核心资产	140.37
减：带息债务（账面价值）	1,184.52
减：少数股东权益	-3.24
股权价值	64,211.33
除：总股本（股）	520,413,168.00
每股价值（元）	123.39

资料来源：ifind，国联证券研究所

根据以上关键假设，FCFF 估值测得每股价值为 123.39 元。

图表47：FCFF 敏感性测试

敏感性测试结果	永续增长率				
	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%
WACC					
5.20%	154.31	160.50	168.03	177.38	189.22
5.72%	133.56	138.07	143.49	150.10	158.29
6.30%	116.14	119.45	123.39	128.12	133.89
6.93%	101.36	103.81	106.69	110.12	114.24
7.62%	88.74	90.56	92.68	95.18	98.15

资料来源：ifind，国联证券研究所

➤ 相对估值：

我们比较同行业可比公司 PE 水平，选取被动元件相关上市公司鸿远电子、宏达电子、火炬电子作为可比公司。

图表48：可比公司估值水平对比（可比公司盈利预测采用同花顺一致预期）

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (X)			EPS 三年 CAGR
			2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
603267.SH	鸿远电子	136.37	3.48	4.07	4.93	5.87	14.30	11.82	9.94	19.02%
300726.SZ	宏达电子	158.15	2.07	2.59	3.17	3.72	14.86	12.12	10.32	21.62%
603678.SH	火炬电子	154.83	1.75	2.36	2.89	3.54	14.28	11.67	9.53	26.46%
	平均值						14.48	11.87	9.93	
000733.SZ	振华科技	455.47	4.58	5.76	7.27	8.86	15.20	12.04	9.88	24.62%

资料来源：iFind，国联证券研究所，股价选取 2023 年 8 月 14 日收盘价

鉴于公司产品种类丰富、龙头地位突出、利润率持续提升，参考可比公司估值，给予公司 2023 年 20 倍 PE，公司合理市值为 599.25 亿元，对应目标价 115.15 元。

➤ 投资建议：

综合相对估值和 FCFF 绝对估值法的结果，给予公司 2023 年 20 倍 PE，公司合理市值为 599.25 亿元，对应目标价 115.15 元，上调至“买入”评级。

5. 风险提示

1) 市场需求不及预期风险

受国家经济及行业发展影响，若市场需求不及预期，则会对公司产品销售造成不利影响。

2) 技术研发不及预期风险

公司产品较为复杂，研发难度大。若技术研发不及预期，则会对公司未来营收产生不利影响。

3) 订单交付不及预期风险

产品供应链较长，组成较为复杂，若中间环节出现供应短缺，会影响产品交付时间节点，进而推迟收入确认时间。

4) 行业竞争加剧风险

若行业竞争加剧，则会对公司产品毛利率造成不利影响。

5) 发行失败风险

若募集资金进展不顺利，导致增发失败或不能足额募集资金，则有可能对公司产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1648	1811	4501	5235	6450
应收账款+票据	4182	5713	7506	9328	11284
预付账款	203	102	248	308	372
存货	1846	2288	2627	3221	3866
其他	97	76	225	279	338
流动资产合计	7976	9991	15107	18371	22309
长期股权投资	387	315	329	342	356
固定资产	1454	1761	1530	1432	1440
在建工程	243	323	269	549	662
无形资产	162	158	131	105	79
其他非流动资产	900	1013	883	753	673
非流动资产合计	3147	3570	3143	3181	3208
资产总计	11123	13560	18249	21552	25517
短期借款	772	385	0	0	0
应付账款+票据	1340	1651	1988	2437	2925
其他	582	374	596	735	884
流动负债合计	2694	2410	2584	3172	3809
长期带息负债	359	800	550	429	301
长期应付款	174	102	102	102	102
其他	459	496	496	496	496
非流动负债合计	992	1398	1148	1027	899
负债合计	3686	3807	3732	4199	4708
少数股东权益	-4	-3	-4	-5	-6
股本	518	520	548	548	548
资本公积	2962	3046	5536	5536	5536
留存收益	3961	6189	8436	11274	14732
股东权益合计	7437	9753	14517	17354	20810
负债和股东权益总计	11123	13560	18249	21552	25517

现金流量表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1497	2383	2995	3783	4609
折旧摊销	260	313	441	475	486
财务费用	44	33	30	7	-3
存货减少(增加为“-”)	-749	-442	-339	-593	-645
营运资金变动	-581	-2131	-1867	-1944	-2086
其它	865	666	331	586	638
经营活动现金流	1335	821	1592	2314	2999
资本支出	-258	-473	0	-500	-500
长期投资	66	22	0	0	0
其他	-191	65	-6	-6	-6
投资活动现金流	-382	-386	-6	-506	-506
债权融资	-299	53	-634	-121	-128
股权融资	3	2	28	0	0
其他	68	-393	1711	-953	-1150
筹资活动现金流	-227	-337	1104	-1074	-1279
现金净增加额	726	99	2690	734	1215

利润表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5656	7267	9144	11364	13746
营业成本	2216	2709	3463	4245	5095
营业税金及附加	51	66	86	107	129
营业费用	270	300	375	466	564
管理费用	1311	1293	1600	1977	2378
财务费用	44	33	30	7	-3
资产减值损失	-140	-125	-158	-196	-237
公允价值变动收益	-21	-23	0	0	0
投资净收益	26	22	24	24	24
其他	128	14	4	-20	-46
营业利润	1757	2754	3460	4370	5324
营业外净收益	2	-2	0	0	0
利润总额	1759	2753	3460	4370	5324
所得税	262	370	465	587	715
净利润	1497	2383	2995	3783	4609
少数股东损益	6	1	-1	-1	-1
归属于母公司净利润	1491	2382	2996	3785	4611

财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	43.20%	28.48%	25.83%	24.28%	20.96%
EBIT	133.90%	54.45%	25.29%	25.41%	21.58%
EBITDA	108.48%	50.20%	26.84%	23.44%	19.70%
归属于母公司净利润	146.21%	59.79%	25.76%	26.31%	21.83%
获利能力					
毛利率	60.82%	62.72%	62.13%	62.64%	62.93%
净利率	26.47%	32.79%	32.76%	33.29%	33.53%
ROE	20.04%	24.42%	20.63%	21.80%	22.15%
ROIC	22.80%	32.77%	31.10%	33.41%	34.01%
偿债能力					
资产负债率	33.14%	28.08%	20.45%	19.48%	18.45%
流动比率	3.0	4.1	5.8	5.8	5.9
速动比率	2.2	3.1	4.7	4.6	4.7
营运能力					
应收账款周转率	3.1	2.9	2.8	2.8	2.8
存货周转率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标(元)					
每股收益	2.9	4.6	5.8	7.3	8.9
每股经营现金流	2.6	1.6	3.1	4.4	5.8
每股净资产	14.3	18.7	27.9	33.4	40.0
估值比率					
市盈率	30.5	19.1	15.2	12.0	9.9
市净率	6.1	4.7	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	31.2	19.2	10.8	8.6	7.0
EV/EBIT	35.7	21.3	12.1	9.5	7.6

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 08 月 14 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼