

振华风光 (688439.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

国产化强需求拉动高增长,规模化叠加

产品升级提升盈利能力

事件

公司发布 2022 年报, 22 年实现营收 7.79 亿元, 同比+55.1%, 归母净利润 3.03 亿元, 同比+71.3%。其中 22Q4 实现营收 2.04 亿元, 同比+86.8%, 环比+16.5%; 归母 0.76 亿元, 同比+258.9%, 环比+26.0%。

公司发布 2023 年一季度业绩预告, 23Q1 预计营收为 3.10-3.25 亿元 (同比+67.5%至 75.6%)、归母净利润为 1.20-1.30 亿元 (同比+38.6%至 50.1%)。

点评

航空航天高景气及国产替代拉动业绩高增, 2023 年增长延续。 航空航天赛道高景气叠加特种 IC 国产替代, 公司客户优势强, 22 年营收 7.79 亿元 (同比+55.1%)。23Q1 业绩同比及环比均高增, 显示在手订单饱满, 公司持续扩产能、开拓产品品类及新市场。2023 年预计实现营收及利润总额同比增长均在 35%以上。

产品优化叠加规模效应, 费用率压减助力利润率提升。 22 年总体毛利率为 77.4% (同比+3.4pct), 其中放大器毛利率+7.0pct、电源管理器+1.2pct, 产品结构及规模效应带动毛利率提升。归母净利润率为 38.9% (同比+3.7pct), 期间费用率压减助力净利率提升。

研发持续高投入, 加速新品研发及芯片国产化进度。 研发费用 0.88 亿元 (同比+88.5%), 公司加大产品研发投入、扩大研发团队规模, 新增西安和南京研发中心, 或加速新品研发及芯片国产化进度。

募投项目进展顺利, 打造 IDM 核心竞争力。 固定资产余额 0.82 亿元 (同比+38.5%)、在建工程 0.40 亿元 (同比+3990.6%), 封测项目投资进度达 75%, IPO 总体投资进度为 19.5%, 高可靠模拟集成电路制造及先进封测产业化项目两条产线预计 2024 年底建成, 新工艺线将提升产品交付能力, 助力公司打造 IDM 厂商核心竞争力。

盈利预测、估值与评级

公司是国内军用模拟 IC 唯一上市标的, 未来转型 IDM 模式将进一步强化核心竞争力。预计 2023-25 年归母净利润为 4.75/6.84/9.58 亿元, 同比增长 57%、44%、40%, 对应 PE 为 45/31/22 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

下游装备需求增长不及预期、研发进展及国产替代进度不及预期、募投项目建设及产能释放进度不及预期。

军工组

分析师: 杨晨 (执业 S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 106.01 元

相关报告:

- 《营收高增彰显潜力, 规模效益提升盈利能力》, 2023.2.24
- 《业绩持续高增长, 拓品类推进 IDM 模式发展》, 2023.1.20
- 《前三季度业绩高增, 研发加强助力长期发展-振华风光 2022 年三...》, 2022.10.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	502	779	1,109	1,520	2,045
营业收入增长率	38.97%	55.05%	42.33%	37.09%	34.57%
归母净利润(百万元)	177	303	475	684	958
归母净利润增长率	67.80%	71.27%	56.62%	44.13%	40.07%
摊薄每股收益(元)	1.179	1.515	2.373	3.420	4.791
每股经营性现金流净额	-0.14	-1.13	2.80	2.03	3.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.58%	7.23%	6.01%	8.03%	10.19%
P/E	N/A	78.46	44.67	31.00	22.13
P/B	N/A	5.67	2.69	2.49	2.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

内容目录

事件说明.....	4
航空航天高景气叠加国产替代，营收与业绩高速增长.....	4
特种 IC 行业高景气，业绩持续高增长.....	4
持续优化产品结构，信号链类产品实现较快增长.....	4
规模效应叠加费用压减，盈利能力持续改善.....	5
规模效应持续释放，费用压降助力盈利能力提升.....	5
规模效应及产线升级助力毛利率提升，盈利能力持续改善.....	5
研发投入力度加大，管理及销售费用进一步压降.....	6
募投项目进展顺利，产能释放助力长期发展.....	6
在建工程大幅增长，产能扩充顺利推进.....	6
顺利交付下合同负债有所下降，存货高速增长.....	7
22Q4 净现金流缺口缩小，收现有所改善.....	7
募投项目进展.....	8
投资建议.....	8
风险提示.....	8

图表目录

图表 1： 2022 年营收及同比增速.....	4
图表 2： 2022Q4 营收及同比、环比增速.....	4
图表 3： 2022 年归母净利润及同比增速.....	4
图表 4： 2022Q4 归母净利润及同比、环比增速.....	4
图表 5： 2022 年分业务收入及同比增速.....	5
图表 6： 2022 年毛利率及净利率.....	5
图表 7： 2022Q4 毛利率及净利率.....	5
图表 8： 主要产品毛利率提升.....	6
图表 9： 2022 年各项费用率.....	6
图表 10： 2022Q4 各项费用率.....	6
图表 11： 2022 年固定资产和在建工程.....	7
图表 12： 2022 年资本性支出.....	7
图表 13： 2022 年合同负债及增速.....	7
图表 14： 2022 年存货及增速.....	7
图表 15： 2022 年经营性净现金流及收现比.....	8

图表 16: 2022Q4 经营性净现金流及收现比.....	8
图表 17: 募投项目进展.....	8

事件说明

公司发布 2022 年报, 22 年实现营收 7.79 亿元, 同比+55.1%, 归母净利润 3.03 亿元, 同比+71.3%。其中 22Q4 实现营收 2.04 亿元, 同比+86.8%, 环比+16.5%; 归母 0.76 亿元, 同比+258.9%, 环比+26.0%。

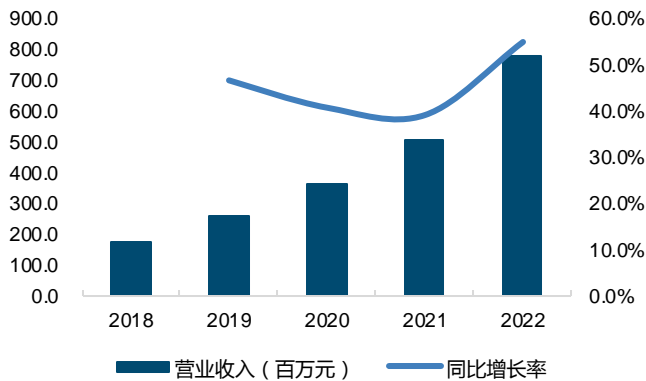
公司发布 2023 年一季度业绩预告, 23Q1 预计营收为 3.10-3.25 亿元(同比+67.5%至 75.6%)、归母净利润为 1.20-1.30 亿元(同比+38.6%至 50.1%)。

航空航天高景气叠加国产替代, 营收与业绩高速增长

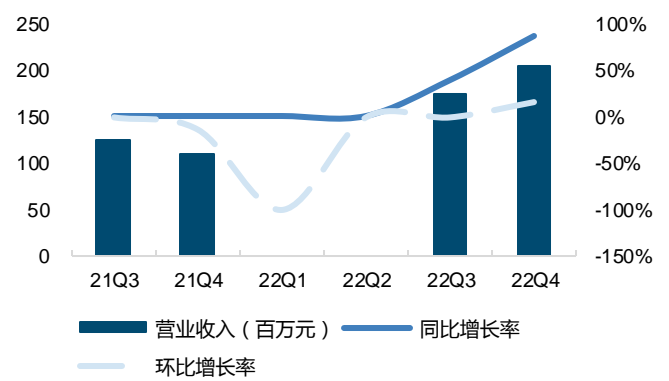
特种 IC 行业高景气, 业绩持续高增长

公司 2022 年实现营收 7.79 亿元, 同比增长 55.1%, 航空航天赛道高景气、特种模拟 IC 国产替代持续推进; 实现归母净利润 3.03 亿元, 同比增长 71.3%。23Q1 业绩同比及环比均高增, 显示下游需求旺盛, 公司持续扩产能、开拓产品品类及新市场。2023 年预计实现营收及利润总额同比增长均在 35%以上。

图表1: 2022 年营收及同比增速



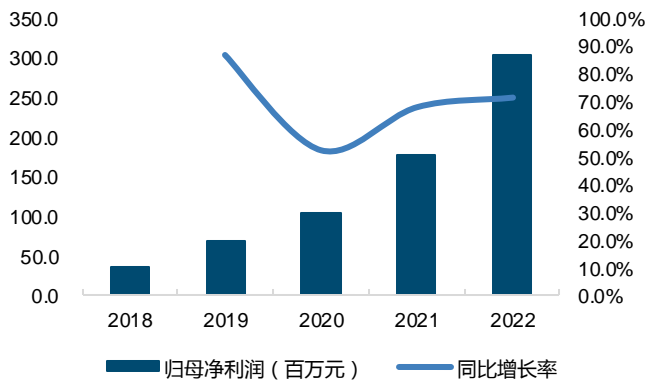
图表2: 2022Q4 营收及同比、环比增速



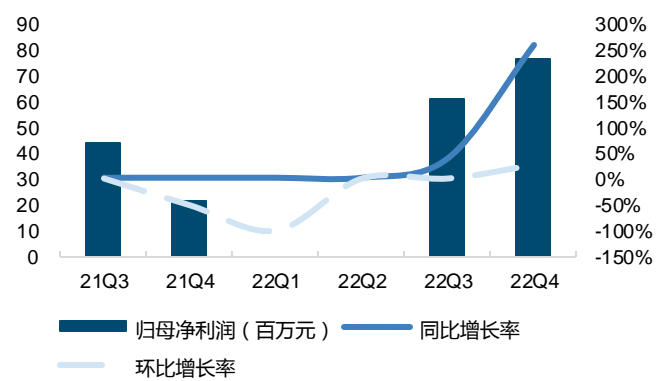
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表3: 2022 年归母净利润及同比增速



图表4: 2022Q4 归母净利润及同比、环比增速



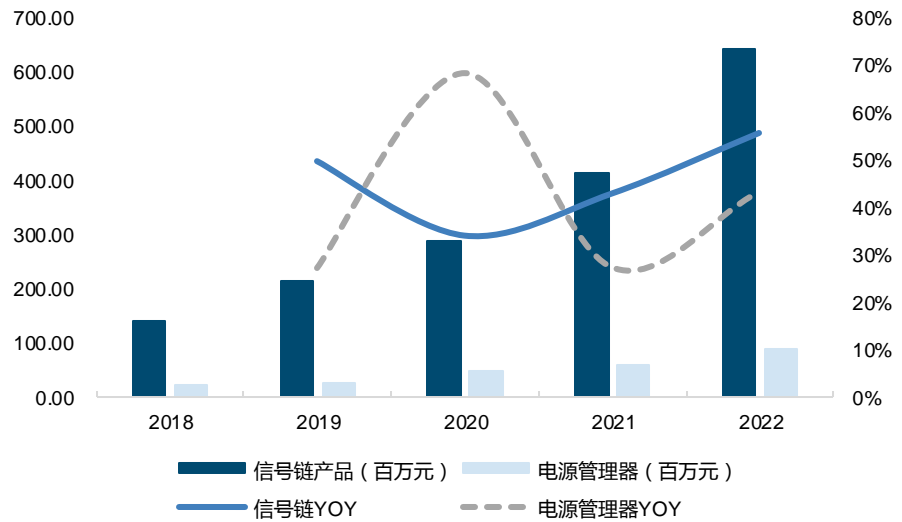
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

持续优化产品结构, 信号链类产品实现较快增长

公司持续优化产品结构、发挥放大器信号链产品优势, 2022 年信号链类产品实现收入 6.44 亿元, 同比+55.8%; 电源管理类产品收入 0.89 亿元, 同比+43.4%。

图表5: 2022年分业务收入及同比增速



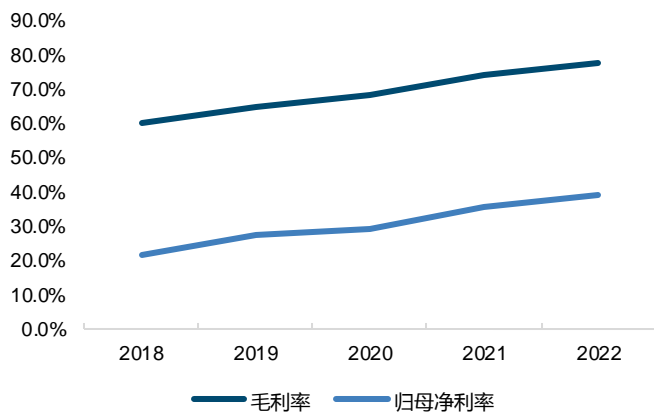
来源: wind, 国金证券研究所

规模效应叠加费用压减, 盈利能力持续改善

规模效应持续释放, 费用压降助力盈利能力提升

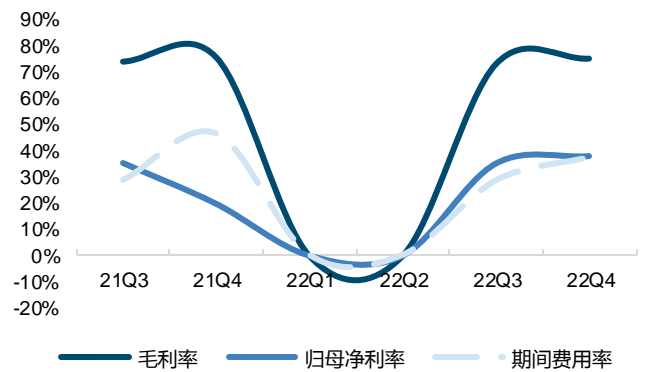
规模效应释放下公司盈利能力稳定提升, 2022年公司毛利率77.4%, 同比提升3.4pct; 净利率38.9%, 同比提升3.7pct。22Q4公司毛利率74.6%, 同比提升-0.5pct, 环比提升2.1pct; 净利率37.5%, 同比提升18.0pct, 环比提升2.8pct。

图表6: 2022年毛利率及净利率



来源: wind, 国金证券研究所

图表7: 2022Q4毛利率及净利率

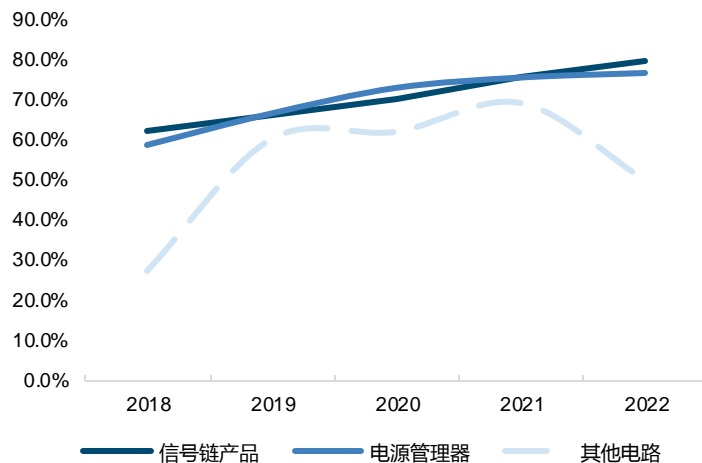


来源: wind, 国金证券研究所

规模效应及产线升级助力毛利率提升, 盈利能力持续改善

2022年公司信号链类产品毛利率79.4%, 同比提升3.6pct, 主要由于规模效应及产线升级导致人工及制造费用率下降; 电源管理类产品毛利率为76.6%, 同比提升1.2pct。

图表8: 主要产品毛利率提升

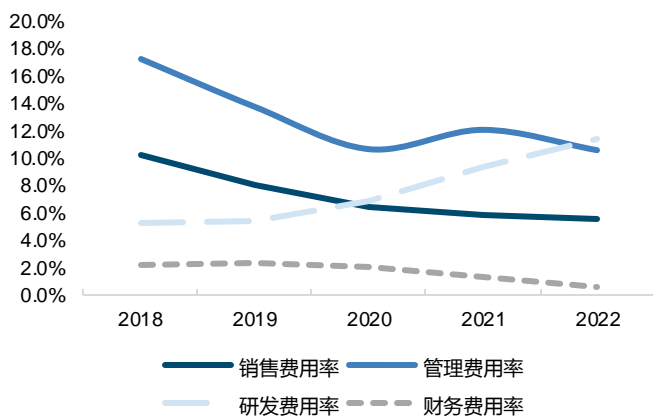


来源: 国金证券研究所

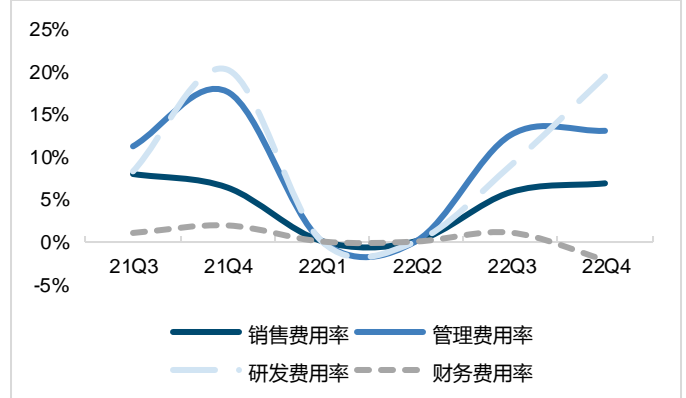
研发投入力度加大, 管理及销售费用进一步压降

期间费用率进一步压减, 研发投入提高助推长期发展。公司积极提质增效, 费用率持续压减。公司 2022 年综合费用率 27.8%, 同比下降 0.7pct, 其中管理费用率 10.6%, 同比下降 1.5pct; 销售费用率 5.5%, 同比下降 0.4pct。研发支出增长较快, 2022 年研发费用率 11.4%, 较去年提升 2.0pct, 主要是公司加大产品研发投入, 新增西安研发中心、南京研发中心扩大了研发团队规模所致。23 年将继续加大投入, 针对仪表放大器方向, 推出 60 款型号以上产品。

图表9: 2022 年各项费用率



图表10: 2022Q4 各项费用率



来源: wind, 国金证券研究所

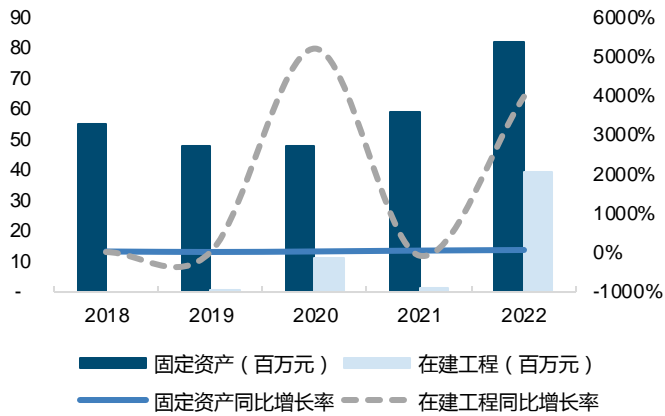
来源: wind, 国金证券研究所

募投项目进展顺利, 产能释放助力长期发展

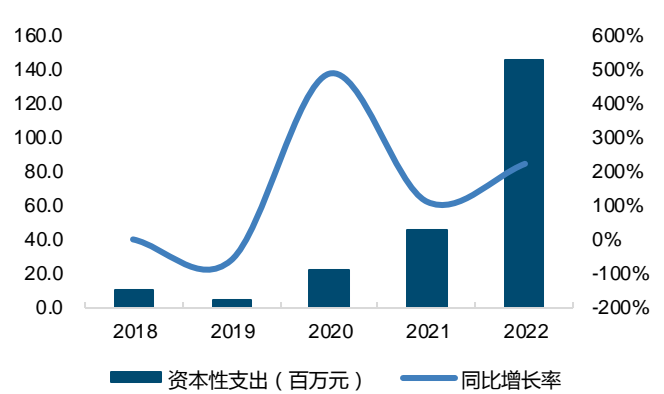
在建工程大幅增长, 产能扩充顺利推进

公司 2022 年固定资产 0.82 亿元, 同比增长 38.5%; 在建工程 0.40 亿, 同比增长 3990.6%, 重点募投项目顺利推进下在建工程大幅增长, 公司产能扩充顺利, 助力长期发展。

图表11: 2022年固定资产和在建工程



图表12: 2022年资本性支出



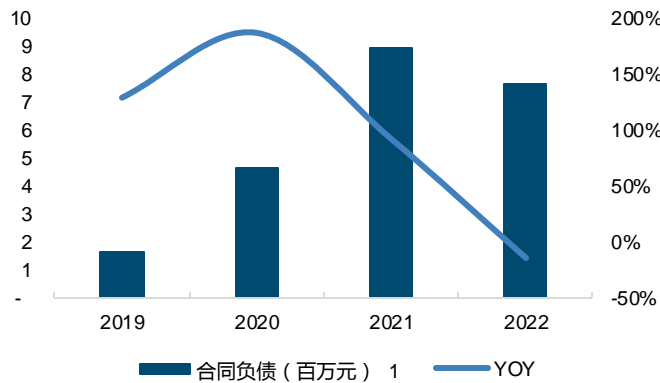
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

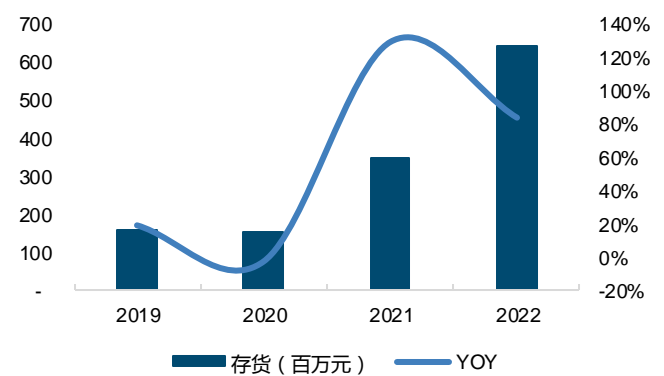
顺利交付下合同负债有所下降, 存货高速增长

公司2022年合同负债0.08亿元,较期初下降14.5%,主要系合同顺利交付、收入顺利确认所致。存货6.43亿,较期初增长83.5%,其中原材料1.35亿元,较期初增长45.2%,发出商品2.71亿元,较期初增长111.7%,在产品1.40亿元,较期初增长164.2%,公司积极备货、生产保证收入持续增长。

图表13: 2022年合同负债及增速



图表14: 2022年存货及增速



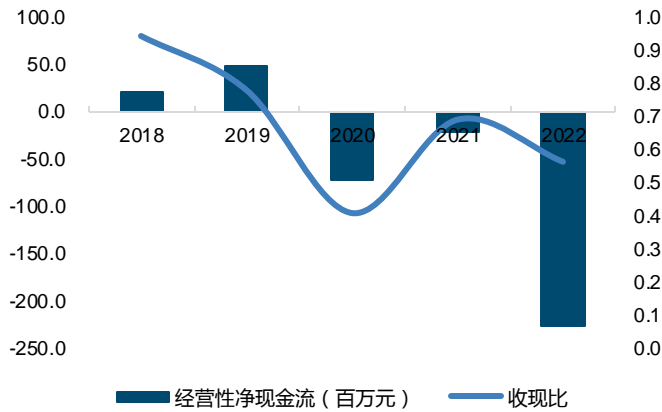
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

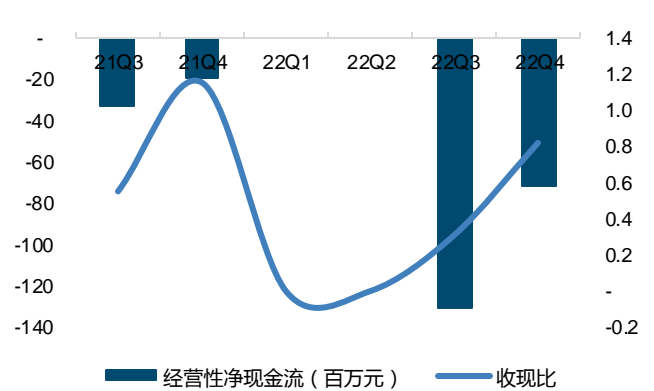
22Q4 净现金流缺口缩小, 收现有所改善

公司2022年经营性净现金流-2.26亿元,收现比0.6;22Q4经营性净现金流-0.71亿元,收现比0.8。22Q4经营性净现金流缺口有所缩小、收现比改善。

图表15: 2022年经营性净现金流及收现比



图表16: 2022Q4 经营性净现金流及收现比



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

募投项目进展

图表17: 募投项目进展

项目名称	是否涉及变更投向	募集资金来源	项目募集资金承诺投资总额	调整后募集资金投资总额(1)	截至报告期末累计投入募集资金总额		项目达到预定可使用状态日期
					(2)	(%) (3)=(2)/(1)	
高可靠模拟集成电路晶圆制造及先进封测产业化项目	不适用	首次公开发行	950,457,600.00	950,457,600.00	14,457,200.00	1.52	2024/8/1
研发中心建设项目	不适用	首次公开发行	250,000,000.00	250,000,000.00	5,201,850.00	2.08	2024/2/1
超募资金	不适用	首次公开发行	-	2,059,465,988.89	617,000,000.00	29.96	不适用

来源: 公司年报, 国金证券研究所

投资建议

公司是国内军用模拟 IC 唯一上市标的, 未来转型 IDM 模式将进一步强化核心竞争力。预计 23-25 年归母净利润为 4.75/6.84/9.58 亿元, 同比增长 57%、44%、40%, 对应 PE 为 45/31/22 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

下游装备需求增长不及预期的风险: 公司面向下游各大军工集团客户提供配套、客户集中度较高, 如下游装备需求增长不及预期, 将影响公司整体收入水平。

研发进展及国产替代进度不及预期的风险: 模拟 IC 研发难度较高、不确定因素多, 公司芯片研发进展可能不及预期; 自研芯片产品研制、定型需要跟随装备试验验证, 正式批产需要较长的时间周期, 国产替代进度可能不及预期。

募投项目建设及产能释放不及预期的风险: 如因各种因素影响, 公司募投项目晶圆制造及先进封测产业化项目建设进度不及预期, 将影响产能释放与公司业绩提升。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	361	502	779	1,109	1,520	2,045
增长率		39.0%	55.1%	42.3%	37.1%	34.6%
主营业务成本	-116	-131	-176	-252	-355	-475
%销售收入	32.0%	26.0%	22.6%	22.7%	23.4%	23.2%
毛利	246	372	603	857	1,165	1,570
%销售收入	68.0%	74.0%	77.4%	77.3%	76.6%	76.8%
营业税金及附加	-1	-2	-2	-3	-5	-6
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-23	-29	-43	-60	-76	-92
%销售收入	6.4%	5.9%	5.5%	5.4%	5.0%	4.5%
管理费用	-38	-60	-82	-116	-144	-184
%销售收入	10.6%	12.0%	10.6%	10.5%	9.5%	9.0%
研发费用	-25	-47	-88	-133	-175	-225
%销售收入	6.8%	9.3%	11.3%	12.0%	11.5%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	159	233	387	544	765	1,063
%销售收入	43.9%	46.5%	49.7%	49.1%	50.3%	52.0%
财务费用	-7	-7	-4	90	128	133
%销售收入	2.0%	1.3%	0.5%	-8.1%	-8.4%	-6.5%
资产减值损失	-31	-11	-13	-24	-17	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	123	216	381	620	878	1,198
营业利润率	34.1%	43.1%	48.9%	55.9%	57.8%	58.6%
营业外收支	1	0	0	0	0	0
税前利润	124	216	381	620	878	1,198
利润率	34.2%	43.0%	48.9%	55.9%	57.8%	58.6%
所得税	-18	-28	-43	-73	-102	-120
所得税率	14.5%	13.2%	11.2%	11.8%	11.6%	10.0%
净利润	106	188	338	547	776	1,078
少数股东损益	0	11	35	72	92	120
归属于母公司的净利润	105	177	303	475	684	958
净利率	29.2%	35.2%	38.9%	42.8%	45.0%	46.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	106	188	338	547	776	1,078
少数股东损益	0	11	35	72	92	120
非现金支出	42	27	39	34	27	12
非经营收益	3	6	-3	31	9	8
营运资金变动	-222	-242	-600	89	-304	-203
经营活动现金净流	-71	-21	-226	700	508	894
资本开支	-21	-45	-145	-138	-401	-436
投资	3	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-18	-45	-145	-138	-401	-436
股权募资	0	205	3,266	3,261	0	0
债权募资	85	62	-67	57	-55	-20
其他	-64	-40	-56	-46	-63	-83
筹资活动现金净流	21	227	3,142	3,273	-118	-103
现金净流量	-68	161	2,771	3,835	-11	355

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	77	237	3,009	6,839	6,825	7,178
应收款项	402	539	810	928	1,213	1,546
存货	153	351	643	675	900	1,018
其他流动资产	8	24	87	37	50	67
流动资产	640	1,151	4,549	8,479	8,989	9,809
%总资产	89.1%	90.7%	94.4%	95.8%	92.2%	89.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	59	60	121	326	720	1,146
%总资产	8.2%	4.7%	2.5%	3.7%	7.4%	10.4%
无形资产	8	8	22	21	20	20
非流动资产	78	119	268	367	759	1,184
%总资产	10.9%	9.3%	5.6%	4.2%	7.8%	10.8%
资产总计	718	1,269	4,817	8,846	9,748	10,993
短期借款	166	263	28	50	25	15
应付款项	196	312	361	547	755	991
其他流动负债	36	35	47	72	101	131
流动负债	398	610	436	669	881	1,136
长期贷款	50	0	77	137	107	97
其他长期负债	29	27	61	27	24	22
负债	477	637	574	833	1,012	1,255
普通股股东权益	238	619	4,194	7,892	8,522	9,405
其中：股本	53	150	200	250	250	250
未分配利润	41	82	319	756	1,386	2,269
少数股东权益	3	14	49	121	213	333
负债股东权益合计	718	1,269	4,817	8,846	9,748	10,993

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.979	1.179	1.515	2.373	3.420	4.791
每股净资产	4.475	4.127	20.969	39.462	42.612	47.024
每股经营现金净流	-0.507	-0.140	-1.129	2.802	2.033	3.576
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.150	0.216	0.303
回报率						
净资产收益率	44.22%	28.58%	7.23%	6.01%	8.03%	10.19%
总资产收益率	14.68%	13.94%	6.29%	5.36%	7.02%	8.72%
投入资本收益率	29.56%	22.53%	7.90%	5.85%	7.62%	9.71%
增长率						
主营业务收入增长率	40.59%	38.97%	55.05%	42.33%	37.09%	34.57%
EBIT 增长率	64.56%	47.17%	65.96%	40.48%	40.55%	38.95%
净利润增长率	52.26%	67.80%	71.27%	56.62%	44.13%	40.07%
总资产增长率	15.50%	76.77%	279.44%	83.66%	10.19%	12.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	192.5	183.5	154.9	160.0	155.0	150.0
存货周转天数	490.3	703.6	1,029.8	1,000.0	950.0	800.0
应付账款周转天数	315.4	463.3	525.0	530.0	525.0	520.0
固定资产周转天数	48.3	42.8	38.2	34.5	33.2	32.0
偿债能力						
净负债/股东权益	57.61%	4.03%	-68.43%	-83.01%	-76.62%	-72.56%
EBIT 利息保障倍数	22.0	34.7	100.3	-6.0	-6.0	-8.0
资产负债率	66.42%	50.16%	11.91%	9.41%	10.38%	11.42%

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

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	2022-09-28	买入	130.50	130.50~144.00
2	2022-10-28	买入	136.70	N/A
3	2023-01-20	买入	113.80	N/A
4	2023-02-24	买入	107.37	N/A

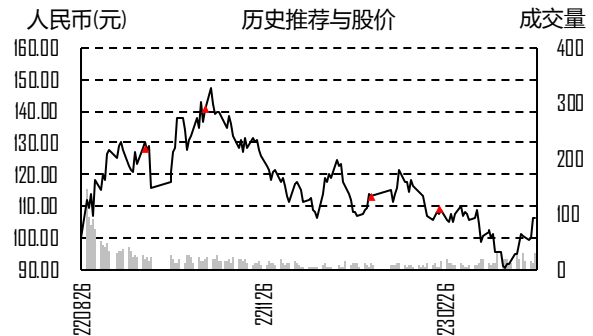
来源：国金证券研究所

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



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。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402