

振华风光 (688439.SH)

买入 (维持评级)

证券研究报告

业绩持续高增长,研发高投入加速品类扩张

事件

2023年4月25日,公司发布2023年一季度报告,23Q1实现营业收入3.24亿元(同比+74.9%、环比+59.0%)、归母净利润1.29亿元(同比+48.7%、环比+68.9%),业绩略超预期。

点评

航空、航天、航发等下游需求旺盛叠加国产替代,23Q1高增长。

23Q1公司营收同比+74.9%、归母净利润同比+48.7%,得益于航空、航天、航发等下游需求旺盛,叠加模拟IC国产替代持续推进。23Q1营收环比+59.0%、归母环比+68.9%,环比高增或显示在手订单饱满,公司持续扩产能、扩品类及开拓市场,23Q2业绩增速有望持续提升。

或因产品结构调整等因素影响,23Q1利润率下滑、后续有望稳定。

23Q1公司毛利率为72.2%(同比-7.9pct)、归母净利率39.8%(同比-7.0pct),利润率下滑或因产品结构调整影响。

研发保持高投入,新品投产有望打造新增长点。23Q1研发费用0.33亿元(同比+362.5%)、研发费用率10.3%(同比+6.4pct),主要因研发团队扩容、新增西安和南京研发中心,薪酬、材料费和外协费等增加;公司正拓展时钟缓存器系列、电机驱动系列、Flash系列新品,未来或可成为公司重要收入来源。

募投项目进展顺利,打造IDM核心竞争力。固定资产余额0.85亿元(同比+4.1%)、在建工程0.45亿元(同比+13.6%),IPO建设项目进展顺利,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、抢占更多市场份额。

盈利预测、估值与评级

公司是国内军用模拟IC核心供应商和唯一上市标的,未来转型IDM模式将进一步提升产品交付能力、强化核心竞争力。预计公司2023-2025年归母净利润为4.76亿、6.79亿、9.51亿元,同比增长57.1%/42.6%/40.2%,对应PE为47/33/23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):111.19元

相关报告:

- 《振华风光点评:国产化强需求拉动高增长,规模化叠加产品升级提升...》,2023.4.14
- 《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



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	1,115	1,529	2,058
营业收入增长率	38.97%	55.05%	43.19%	37.09%	34.57%
归母净利润(百万元)	177	303	476	679	951
归母净利润增长率	67.80%	71.27%	57.11%	42.55%	40.18%
摊薄每股收益(元)	1.179	1.515	2.380	3.393	4.757
每股经营性现金流净额	-0.14	-1.13	3.88	2.10	4.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.58%	7.23%	10.26%	12.86%	15.43%
P/E	N/A	78.46	46.71	32.77	23.37
P/B	N/A	5.67	4.79	4.22	3.61

来源:公司年报、国金证券研究所

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	1,115	1,529	2,058
增长率		39.0%	55.1%	43.2%	37.1%	34.6%
主营业务成本	-116	-131	-176	-253	-357	-477
%销售收入	32.0%	26.0%	22.6%	22.7%	23.3%	23.2%
毛利	246	372	603	862	1,172	1,580
%销售收入	68.0%	74.0%	77.4%	77.3%	76.7%	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	-56	-69	-82
%销售收入	6.4%	5.9%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%
管理费用	-38	-60	-82	-106	-130	-154
%销售收入	10.6%	12.0%	10.6%	9.5%	8.5%	7.5%
研发费用	-25	-47	-88	-134	-176	-226
%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	563	793	1,111
%销售收入	43.9%	46.5%	49.7%	50.5%	51.8%	54.0%
财务费用	-7	-7	-4	60	66	70
%销售收入	2.0%	1.3%	0.5%	-5.4%	-4.3%	-3.4%
资产减值损失	-31	-11	-13	-11	3	-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	622	864	1,182
营业利润率	34.1%	43.1%	48.9%	55.8%	56.5%	57.4%
营业外收支	1	0	0	0	0	0
税前利润	124	216	381	622	865	1,182
利润率	34.2%	43.0%	48.9%	55.8%	56.5%	57.4%
所得税	-18	-28	-43	-74	-95	-112
所得税率	14.5%	13.2%	11.2%	11.8%	11.0%	9.5%
净利润	106	188	338	548	769	1,070
少数股东损益	0	11	35	72	91	118
归属于母公司的净利润	105	177	303	476	679	951
净利率	29.2%	35.2%	38.9%	42.7%	44.4%	46.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	106	188	338	548	769	1,070
少数股东损益	0	11	35	72	91	118
非现金支出	42	27	39	22	6	13
非经营收益	3	6	-3	29	6	6
营运资金变动	-222	-242	-600	178	-362	-122
经营活动现金净流	-71	-21	-226	777	420	967
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	0	0	0
债权募资	85	62	-67	-3	-25	-10
其他	-64	-40	-56	-36	-49	-66
筹资活动现金净流	21	227	3,142	-39	-74	-76
现金净流量	-68	161	2,771	599	-55	455

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	3,604	3,546	3,999
应收款项	402	539	810	908	1,235	1,501
存货	153	351	643	618	876	976
其他流动资产	8	24	87	37	50	65
流动资产	640	1,151	4,549	5,166	5,706	6,541
%总资产	89.1%	90.7%	94.4%	93.4%	88.3%	84.7%
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%	5.9%	11.1%	14.8%
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%	6.6%	11.7%	15.3%
资产总计	718	1,269	4,817	5,533	6,465	7,725
短期借款	166	263	28	50	25	15
应付款项	196	312	361	547	755	987
其他流动负债	36	35	47	72	97	126
流动负债	398	610	436	668	877	1,128
长期贷款	50	0	77	77	77	77
其他长期负债	29	27	61	27	24	22
负债	477	637	574	772	977	1,227
普通股股东权益	238	619	4,194	4,640	5,276	6,167
其中：股本	53	150	200	200	200	200
未分配利润	41	82	319	765	1,401	2,293
少数股东权益	3	14	49	121	212	330
负债股东权益合计	718	1,269	4,817	5,533	6,465	7,725

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.979	1.179	1.515	2.380	3.393	4.757
每股净资产	4.475	4.127	20.969	23.200	26.379	30.837
每股经营现金净流	-0.507	-0.140	-1.129	3.884	2.099	4.833
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.150	0.214	0.300
回报率						
净资产收益率	44.22%	28.58%	7.23%	10.26%	12.86%	15.43%
总资产收益率	14.68%	13.94%	6.29%	8.60%	10.50%	12.32%
投入资本收益率	29.56%	22.53%	7.90%	10.16%	12.62%	15.25%
增长率						
主营业务收入增长率	40.59%	38.97%	55.05%	43.19%	37.09%	34.57%
EBIT 增长率	64.56%	47.17%	65.96%	45.39%	40.72%	40.12%
净利润增长率	52.26%	67.80%	71.27%	57.11%	42.55%	40.18%
总资产增长率	15.50%	76.77%	279.44%	14.88%	16.84%	19.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	192.5	183.5	154.9	150.0	155.0	145.0
存货周转天数	490.3	703.6	1,029.8	900.0	900.0	750.0
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	34.3	33.0	31.8
偿债能力						
净负债/股东权益	57.61%	4.03%	-68.43%	-73.02%	-62.75%	-60.12%
EBIT 利息保障倍数	22.0	34.7	100.3	-9.4	-12.1	-15.9
资产负债率	66.42%	50.16%	11.91%	13.95%	15.12%	15.88%

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
5	2023-04-14	买入	106.01	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

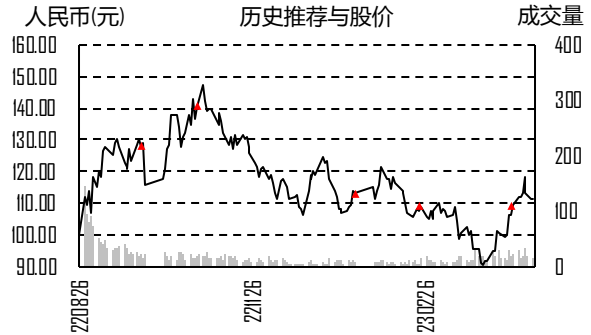
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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



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。

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