



振华风光 (688439.SH)

国产化推动业绩高增, 高研发加快新品类拓展落地

事件

2023年8月28日, 公司发布2023年半年报, 23H1实现营收6.5亿元(同比+61.6%)、归母净利润2.6亿元(同比+54.3%), 23Q2实现营收3.2亿(同比+50.2%, 环比持平), 归母净利润1.3亿(同比+60.4%, 环比-0.7%)。

点评

军用模拟 IC 强国产替代期, 信号链及新产品助力营收高增。军用模拟 IC 需求旺盛, 国产化订单超预期, 公司发挥放大器等传统产品优势, 自研芯片能力提升, 叠加市场拓展、新品投放, 营收高速增长。

新品试验成本影响短期毛利率, 规模化生产后或可改善。23H1 毛利率为 71.7% (同比-9.2pct), 23Q2 毛利率为 71.3% (同比-10.3pct), 毛利率下降或因新产品占比上升。23H1 归母净利率为 39.6% (同比-1.9pct), 23Q2 归母净利率为 39.5% (同比+2.5pct), 降幅小于毛利率, 因管理费用率、销售费用率均下降。

研发高投入且成效显著, 新推产品已小批量供货。23H1 研发费用为 0.74 亿元(同比+124.9%), 研发费用率为 11.4%(同比+3.2pct), 公司增设西安和南京研发中心、加大研发力度, 积极布局 MCU、存储器等新品, 上半年新推产品 50 余款, 有望成为新增长点。

积极备货及储备产能加速交付, 现金流明显改善。23H1 存货 6.8 亿元(较期初+5.7%), 其中原材料 1.9 亿元(较期初+34.1%)、在产品 1.9 亿元(较期初+33.2%)、产成品 2.9 亿元(较期初-24.9%), 公司积极备货保障交付。23H1 固定资产 1.3 亿元(较期初+57.7%), 封测厂房建成、设备可使用, 助力公司产能释放及转型 IDM。23H1 经营净现金流 0.3 亿元, 应收票据兑现、销货增加改善现金流。

黄金赛道稀缺标的, 加速打造平台型军工芯片企业。军用模拟 IC 是黄金赛道、国产化率低, 公司是行业中业绩高增长的稀缺标的, 长期有望成长为平台型军工芯片企业。

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 2023-2025 年归母净利润为 4.9/7.1/10.0 亿元, 同比增长 62%、45%、40%, 对应 PE 为 38/26/18 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): 92.07 元

相关报告:

- 《振华风光 23 年半年报预告点评: 持续高增长, 行业底部拐点将至》, 2023.7.21
- 《振华风光 23Q1 季报点评: 业绩持续高增长, 研发高投入加速品类...》, 2023.4.26
- 《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



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	1,171	1,660	2,271
营业收入增长率	38.97%	55.05%	50.36%	41.76%	36.77%
归母净利润(百万元)	177	303	490	712	999
归母净利润增长率	67.80%	71.27%	61.75%	45.30%	40.34%
摊薄每股收益(元)	1.179	1.515	2.451	3.561	4.997
每股经营性现金流净额	-0.14	-1.13	3.67	2.62	4.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.58%	7.23%	10.53%	13.38%	15.96%
P/E	N/A	78.46	37.57	25.86	18.42
P/B	N/A	5.67	3.96	3.46	2.94

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

事件说明.....	3
军用模拟 IC 强国产替代期，营收与利润高速增长.....	3
特种 IC 行业高景气，业绩持续高增长.....	3
新品试验成本影响短期毛利率，规模化生产后或可改善.....	3
新品试验或影响毛利率，费用率压减使净利率降幅收窄.....	3
研发力度持续加大，管理及销售费用进一步压降.....	4
募投项目进展顺利，产能释放助力长期发展.....	4
固定资产明显增加，产能扩充顺利推进.....	4
顺利交付下合同负债有所下降，原材料及在产品增长.....	5
净现金流转正，收现有所改善.....	5
募投项目进展顺利，助力公司产能释放.....	6
投资建议.....	6
风险提示.....	6

图表目录

图表 1： 营业收入及同比增速	3
图表 2： 季度营收及同比、环比增速	3
图表 3： 归母净利润及同比增速	3
图表 4： 季度归母净利润及同比、环比增速	3
图表 5： 毛利率及净利率	4
图表 6： 单季度毛利率及净利率	4
图表 7： 各项费用率	4
图表 8： 季度各项费用率	4
图表 9： 固定资产和在建工程	4
图表 10： 资本性支出	4
图表 11： 合同负债及预付款项	5
图表 12： 存货及周转天数	5
图表 13： 经营性净现金流及收现比	6
图表 14： 季度经营性净现金流及收现比	6
图表 15： IPO 募投项目进展顺利.....	6



事件说明

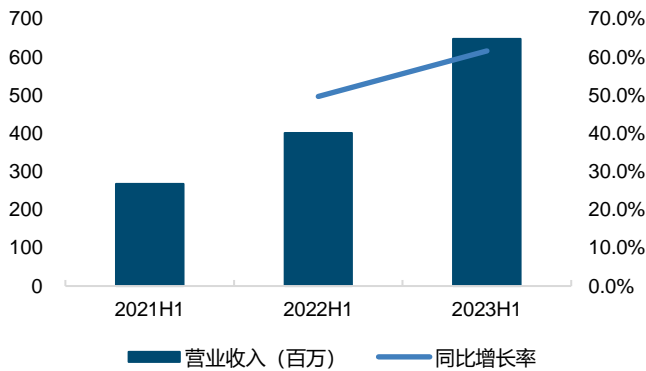
2023年8月28日，公司发布2023年半年报，23H1实现营收6.5亿元（同比+61.6%）、归母净利润2.6亿元（同比+54.3%），23Q2实现营收3.2亿（同比+50.2%，环比持平），归母净利润1.3亿（同比+60.4%，环比-0.7%）。

军用模拟 IC 强国产替代期，营收与利润高速增长

特种 IC 行业高景气，业绩持续高增长

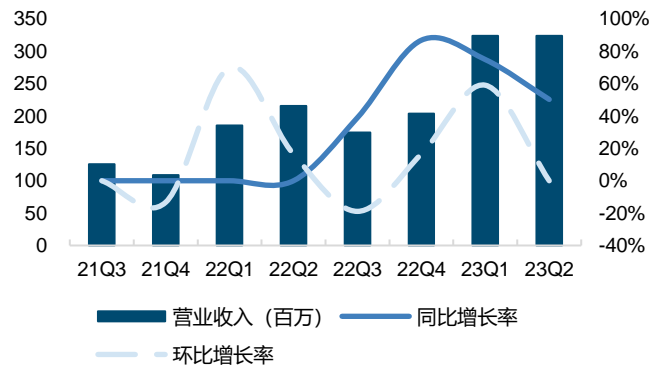
公司2023H1实现营收6.5亿元，同比增长61.6%，实现归母净利润2.6亿元，同比增长54.3%。军用模拟 IC 需求旺盛、正值国产强替代期，国产化订单超预期，公司发挥放大器等传统产品优势，自研芯片能力提升，叠加市场拓展、新品投放，助力营收高速增长。

图表1：营业收入及同比增速



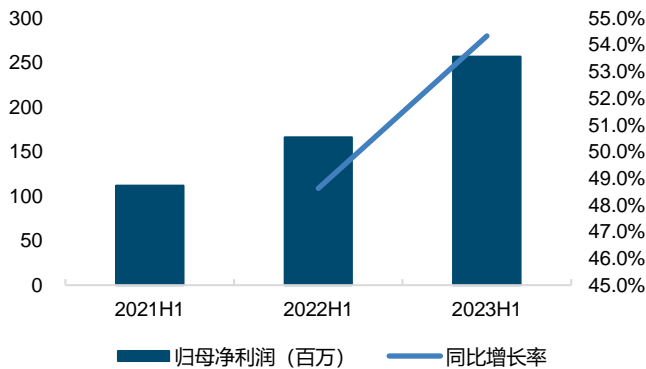
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：季度营收及同比、环比增速



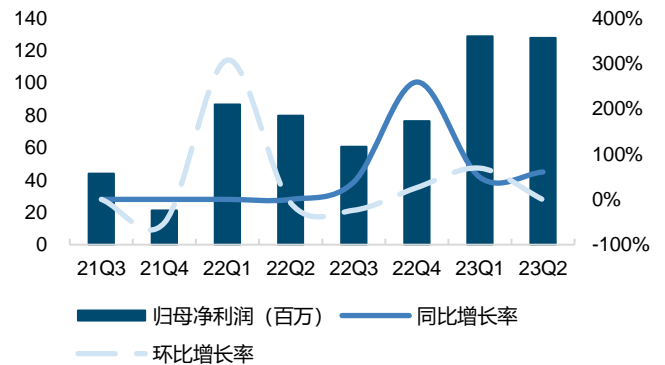
来源：Wind，国金证券研究所

图表3：归母净利润及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表4：季度归母净利润及同比、环比增速



来源：Wind，国金证券研究所

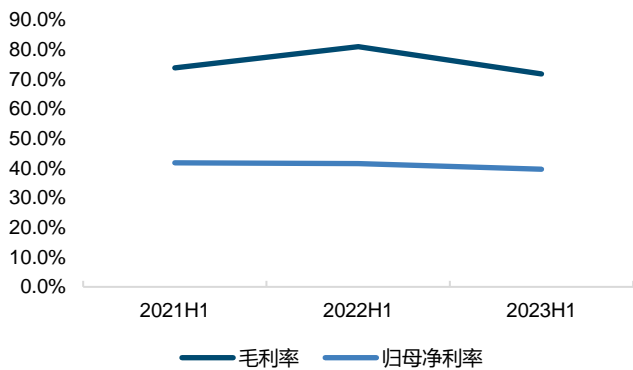
新品试验成本影响短期毛利率，规模化生产后或可改善

新品试验或影响毛利率，费用率压减使净利率降幅收窄

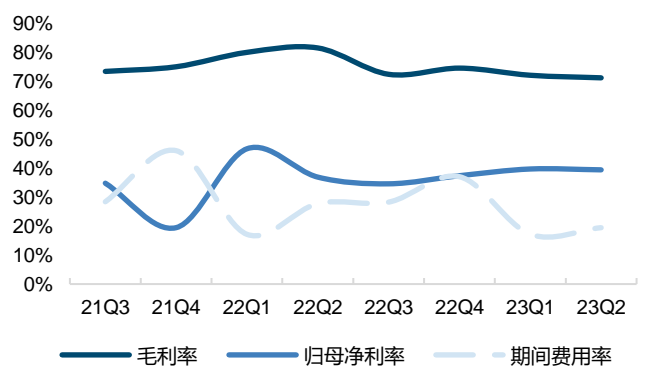
新品试验成本影响短期毛利率，规模化生产后或可改善。2023H1公司毛利率71.7%，同比下降9.2pct；归母净利率39.6%，同比下降1.9pct，毛利率下降或因新产品占比上升、试验成本高。23Q2公司毛利率71.3%，同比下降10.3pct，环比下降0.9pct；归母净利率39.5%，同比提升2.5pct，环比下降0.3pct，降幅小于毛利率，因管理费用率、销售费用率均下降。



图表5: 毛利率及净利率



图表6: 单季度毛利率及净利率



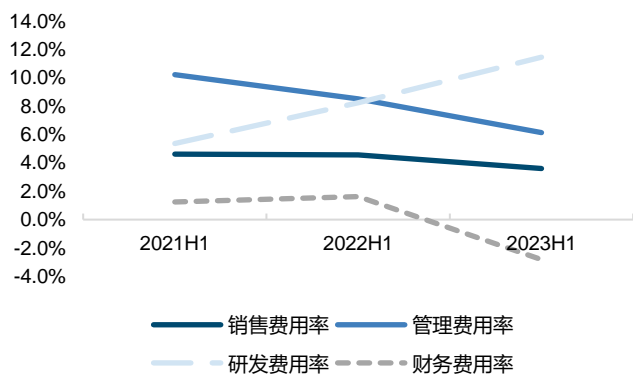
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

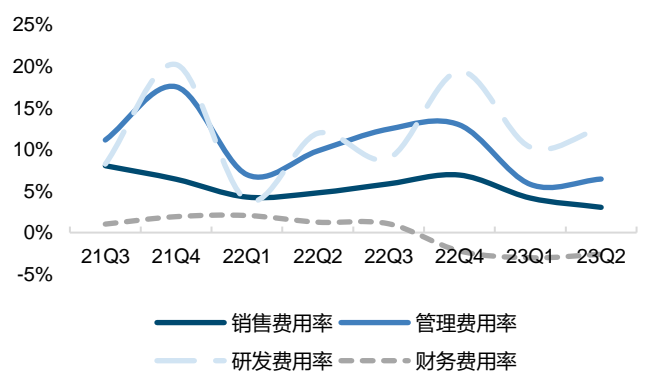
研发力度持续加大, 管理及销售费用进一步压降

研发高投入且成效显著, 新推产品已小批量供货。23H1 研发费用为 0.74 亿元 (同比+124.9%), 研发费用率为 11.4% (同比+3.2pct), 公司增设西安和南京研发中心、加大研制试验力度, 积极布局 MCU、存储器等新品 (新品研发占研发总投资 12.5%), 上半年新推产品 50 余款, 部分产品小批量供货, 有望成为新增长点。

图表7: 各项费用率



图表8: 季度各项费用率



来源: Wind, 国金证券研究所

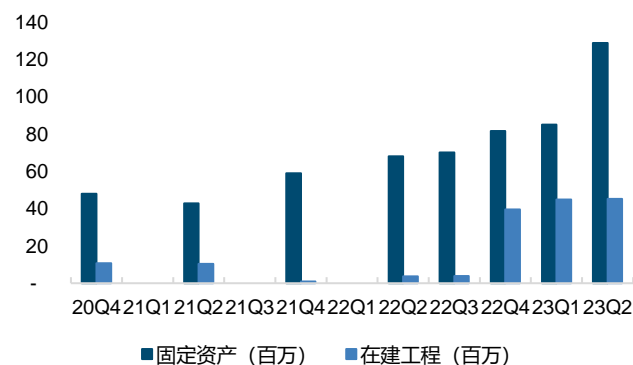
来源: Wind, 国金证券研究所

募投项目进展顺利, 产能释放助力长期发展

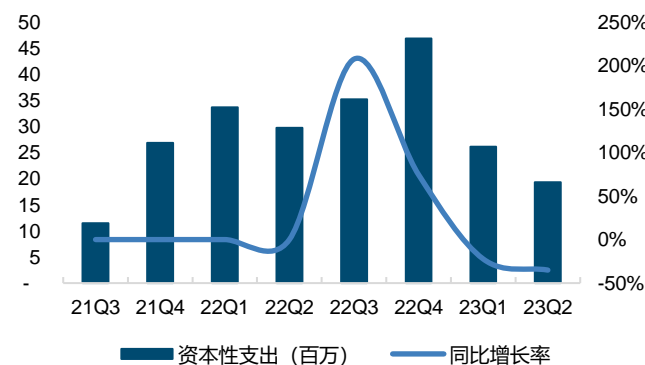
固定资产明显增加, 产能扩充顺利推进

23H1 固定资产 1.3 亿元 (较期初+57.7%), 重点募投项目顺利推进, 封测厂房建成、设备可投入使用, 助力公司产能释放及转型 IDM 模式。

图表9: 固定资产和在建工程



图表10: 资本性支出





来源：Wind，国金证券研究所

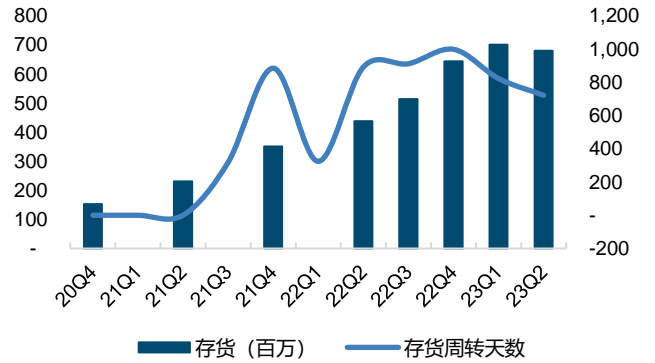
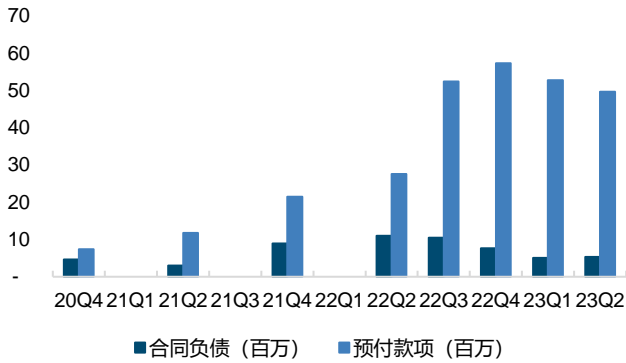
来源：Wind，国金证券研究所

顺利交付下合同负债有所下降，原材料及在产品增长

公司 2023H1 合同负债 0.05 亿元，较期初下降 31.0%，主要系合同顺利交付所致。2023H1 存货 6.8 亿元（较期初+5.7%），其中原材料 1.9 亿元（较期初+34.1%）、在产品 1.9 亿元（较期初+33.2%）、产成品 2.9 亿元（较期初-24.9%），公司积极备货保障交付。

图表11：合同负债及预付款项

图表12：存货及周转天数



来源：Wind，国金证券研究所

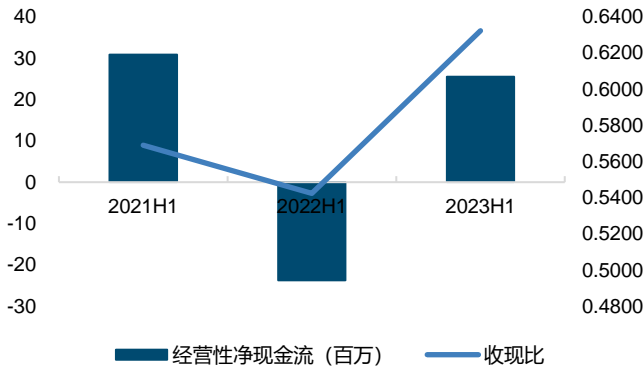
来源：Wind，国金证券研究所

净现金流转正，收现有所改善

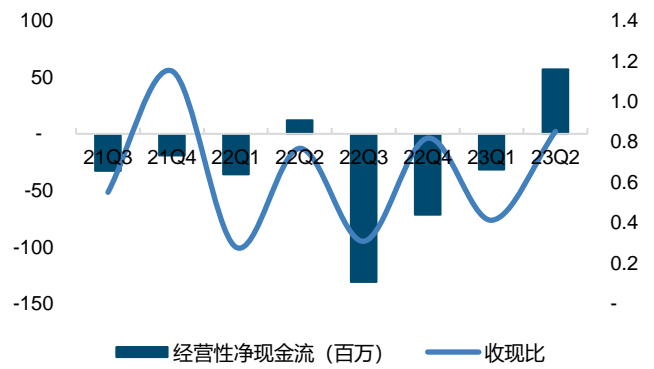
2023H1 经营净现金流为 0.3 亿元（去年同期为-0.2 亿元），应收票据兑现、销货增加改善现金流，收现比也有明显改善。



图表13: 经营性净现金流及收现比



图表14: 季度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

募投项目进展顺利, 助力公司产能释放

图表15: IPO 募投项目进展顺利

募集资金来源	募集资金到位时间	募集资金总额	扣除发行费用后募集资金净额	募集资金承诺投资总额	调整后募集资金承诺投资总额 (1)	截至报告期末累计投入募集资金总额 (2)	截至报告期末累计投入进度 (%) (3) = (2)/(1)	本年度投入金额 (4)	本年度投入金额占比 (%) (5) = (4)/(1)
首次公开发行股票	2022年8月23日	3,349,500,000.00	3,259,923,588.89	1,200,457,600.00	3,259,923,588.89	655,254,165.81	20.10	18,595,115.81	0.57

来源: 公司 2023 年中报, 国金证券研究所; 注: 货币单位为元

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 2023-2025 年归母净利润为 4.9/7.1/10.0 亿元, 同比增长 62%、45%、40%, 对应 PE 为 38/26/18 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	1,171	1,660	2,271
增长率		39.0%	55.1%	50.4%	41.8%	36.8%
主营业务成本	-116	-131	-176	-280	-403	-567
%销售收入	32.0%	26.0%	22.6%	23.9%	24.3%	25.0%
毛利	246	372	603	891	1,257	1,704
%销售收入	68.0%	74.0%	77.4%	76.1%	75.7%	75.0%
营业税金及附加	-1	-2	-2	-4	-5	-7
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-23	-29	-43	-59	-78	-102
%销售收入	6.4%	5.9%	5.5%	5.0%	4.7%	4.5%
管理费用	-38	-60	-82	-105	-141	-170
%销售收入	10.6%	12.0%	10.6%	9.0%	8.5%	7.5%
研发费用	-25	-47	-88	-141	-191	-250
%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	583	842	1,174
%销售收入	43.9%	46.5%	49.7%	49.8%	50.7%	51.7%
财务费用	-7	-7	-4	60	66	69
%销售收入	2.0%	1.3%	0.5%	-5.1%	-4.0%	-3.0%
资产减值损失	-31	-11	-13	-12	-4	-5
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	640	907	1,242
营业利润率	34.1%	43.1%	48.9%	54.7%	54.6%	54.7%
营业外收支	1	0	0	0	0	0
税前利润	124	216	381	640	907	1,242
利润率	34.2%	43.0%	48.9%	54.7%	54.6%	54.7%
所得税	-18	-28	-43	-76	-100	-118
所得税率	14.5%	13.2%	11.2%	11.8%	11.0%	9.5%
净利润	106	188	338	564	807	1,124
少数股东损益	0	11	35	74	95	124
归属于母公司的净利润	105	177	303	490	712	999
净利率	29.2%	35.2%	38.9%	41.9%	42.9%	44.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	106	188	338	564	807	1,124
少数股东损益	0	11	35	74	95	124
非现金支出	42	27	39	23	13	20
非经营收益	3	6	-3	29	6	6
营运资金变动	-222	-242	-600	119	-302	-249
经营活动现金净流	-71	-21	-226	735	524	901
资本开支	-21	-45	-145	-138	-401	-606
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	-606
股权募资	0	205	3,266	0	0	0
债权募资	85	62	-67	24	-28	-12
其他	-64	-40	-56	-36	-49	-66
筹资活动现金净流	21	227	3,142	-12	-77	-78
现金净流量	-68	161	2,771	585	47	217

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	3,589	3,633	3,848
应收款项	402	539	810	953	1,269	1,621
存货	153	351	643	684	929	1,153
其他流动资产	8	24	87	40	55	75
流动资产	640	1,151	4,549	5,267	5,887	6,698
%总资产	89.1%	90.7%	94.4%	93.5%	88.6%	83.2%
长期投资	0	0	0	0	0	-1
固定资产	59	60	121	326	720	1,311
%总资产	8.2%	4.7%	2.5%	5.8%	10.8%	16.3%
无形资产	8	8	22	21	20	20
非流动资产	78	119	268	367	759	1,349
%总资产	10.9%	9.3%	5.6%	6.5%	11.4%	16.8%
资产总计	718	1,269	4,817	5,634	6,646	8,047
短期借款	166	263	28	50	25	15
应付款项	196	312	361	601	849	1,167
其他流动负债	36	35	47	75	105	139
流动负债	398	610	436	726	979	1,320
长期贷款	50	0	77	77	77	77
其他长期负债	29	27	61	54	48	43
负债	477	637	574	856	1,104	1,441
普通股股东权益	238	619	4,194	4,654	5,323	6,263
其中：股本	53	150	200	200	200	200
未分配利润	41	82	319	779	1,449	2,388
少数股东权益	3	14	49	123	219	343
负债股东权益合计	718	1,269	4,817	5,634	6,646	8,047

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.979	1.179	1.515	2.451	3.561	4.997
每股净资产	4.475	4.127	20.969	23.270	26.617	31.315
每股经营现金净流	-1.341	-0.140	-1.129	3.675	2.622	4.504
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%	10.53%	13.38%	15.96%
总资产收益率	14.68%	13.94%	6.29%	8.70%	10.72%	12.42%
投入资本收益率	29.56%	22.53%	7.90%	10.47%	13.28%	15.87%
增长率						
主营业务收入增长率	40.59%	38.97%	55.05%	50.36%	41.76%	36.77%
EBIT 增长率	64.56%	47.17%	65.96%	50.40%	44.48%	39.48%
净利润增长率	52.26%	67.80%	71.27%	61.75%	45.30%	40.34%
总资产增长率	16.93%	76.77%	279.44%	16.96%	17.96%	21.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	192.5	183.5	154.9	150.0	140.0	140.0
存货周转天数	490.3	703.6	1,029.8	900.0	850.0	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	32.7	30.4	55.5
偿债能力						
净负债/股东权益	57.61%	4.03%	-68.43%	-72.47%	-63.71%	-56.86%
EBIT 利息保障倍数	22.0	34.7	100.3	-9.8	-12.7	-17.0
资产负债率	66.42%	50.16%	11.91%	15.20%	16.61%	17.91%

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
6	2023-04-26	买入	111.19	N/A
7	2023-07-21	买入	107.08	N/A

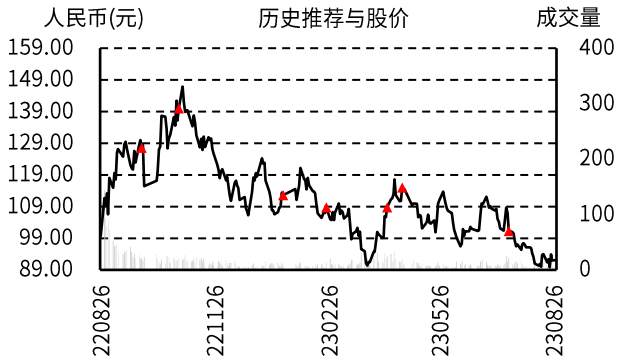
来源：国金证券研究所

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。

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：北京市东城区建国内大街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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究