

需求强劲，营收净利齐增

振华风光 (688439.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

- **事件** 公司发布半年度报告，2023年上半年营业总收入6.47亿元，同比增加61.61%，归母净利润2.57亿元，同比增加54.33%。
- **需求强劲，营收净利齐增。** 公司23H1营收6.47亿元（YOY+61.6%），Q2单季营收3.24亿元（YOY+50.2%）。2023H1公司归母净利润2.57亿元（YOY+54.3%），Q2单季归母净利润1.28亿（YOY+60.45%），实现营收净利快速双增。
 - **收入端：**公司发挥核心产品竞争优势，推进新品布局，收入增长达到61.6%。市场推进方面，公司在原有器件级销售模式上新增系统级营销，将市场前移至用户设计，提供整体解决方案并获取器件级选型主导权。H1多领域国产化订单超出预期，我们认为公司H2有望延续高增长态势，全年业绩可期。
 - **毛利率：**公司23H1毛利率71.7%，同比大幅缩减9.2pct。我们认为主要由于下游降价压力和成本增长共同导致。23H1同时销售的新产品占比同比上升，新产品的验证试验成本较高，结转成本增加。
 - **费用端：**公司23H1期间费用率（含研发）18.4%，同比下降4.6pct，费用控制卓有成效。其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为3.6%、6.1%和-2.8%，同比分别减少0.9pct、2.4pct和4.4pct。研发费用率11.4%，同比上升3.2pct。主因1）公司研发团队规模扩大叠加优化薪酬激励，支付的人工成本同比增加；2）项目研制进度加快，投入验证材料、流片费、试验验证费等同比增加。
 - **资产负债端：**公司存货同比期初微增5.65%，主要系根据销售订单储备的原材料和在产品增加，两者分别较期初增长34.1%和33.2%，全年业绩快速增长可期。
 - **现金流端：**经营性现金流由负转正，同比增加0.49亿元，系年初结转的应收票据到期承兑，公司回款情况向好。
- **紧跟装备发展，产品矩阵不断扩张。** 23H1公司紧跟装备发展，为新品研发立项提供几十项需求支撑，不断抢占增量业务市场先机。在加快产品迭代升级的同时，公司积极布局MCU、存储器、抗辐照电路、时钟管理电路、射频微波电路等新产品研发，23H1新增可供货产品50余款，部分产品已形成小批量供货，有望成为未来新的增长点。
- **封测能力提升，产能均衡发展。** 先进封装产业化项目当前已经基本完成建设，新增工艺设备已完成调试。该项目实现了公司“设计-封装-测试”的垂直整合，为公司提供高可靠集成电路封装未来几年的供货保障。另外，公司持续加大混合电路和塑封线的技改投入，产能得到均衡发展，初步实现了封测代工的批量供货。
- **投资建议：**公司产业链条完整，具备电路设计、封装设计、测试验证一体化的研发平台，并在芯片设计、封装工艺、测试验证方面全自主纵深发展。预计公司2023年至2025年归母净利润分别为4.59、6.43、8.77亿，未来三年业绩复合增速42.5%，EPS为2.29/3.21/4.39元，当前股价对应PE为43x/31x/22x。持续覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**军品订单不及预期和产品价格波动的风险。

分析师

李良

☎: 010-80927657

✉: liliang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515090001

胡浩淼

☎: 010-80927657

✉: huhaomiao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521100001

市场数据

2023/8/29

A股收盘价(元)	97.92
A股一年内最高价(元)	149.12
A股一年内最低价(元)	86.03
上证指数	3135.89
市盈率(2023)	42.71
总股本(万股)	20000.00
实际流通A股(万股)	9517.49
限售的流通A股(万股)	10482.51
流通A股市值(亿元)	93.20

相对沪深300表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

表 1 主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(单位:百万元)	778.87	1,145.50	1,601.05	2,191.32
同比	55.05%	47.07%	39.77%	36.87%
净利润(单位:百万元)	303.02	458.51	642.70	877.14
同比	71.27%	51.31%	40.17%	36.48%
EPS(单位:元)	1.82	2.29	3.21	4.39
P/E	53.9	42.7	30.5	22.3

资料来源:公司公告、中国银河证券研究院

表 2 可比公司估值

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002049.SZ	紫光国微	94.41	3.10	3.89	5.04	6.39	30.48	24.26	18.72	14.78
688270.SH	臻镭科技	46.67	1.01	0.97	1.35	1.83	46.21	48.35	34.61	25.45
000733.SZ	振华科技	90.34	4.60	5.74	7.13	8.73	19.65	15.74	12.66	10.35
688439.SH	振华风光	97.92	1.82	2.29	3.21	4.39	53.86	42.71	30.47	22.33
平均值(剔除公司)							32.11	29.45	21.99	16.86

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良 制造组组长&军工行业首席分析师。证券从业9年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015年加入银河证券。曾获2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019年新浪财经金融麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015年新财富军工团队第四名等荣誉。

胡浩森 军工行业分析师。证券从业4年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021年加入银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn