



振华风光 (688439.SH)：逐步推进 IDM 模式布局，下游军用需求拉动业绩增长

——公司首次覆盖报告

首次覆盖原因

下游军工电子行业未来需求显著增加。随着我国国防军费开支占经济总量的比重逐年提升，部分武器装备的现代化改造亟待解决，公司的信号链及电源管理产品具备较高的通用性，更容易随着军队整体信息化程度提升而受益。此外，国际政治形势不断变化，军用电子信息核心部件的自主安全及核心产业链的国产替代进程将不断加快。军品作为国家核心产业链，国产化程度将不断提高，随着国家研发投入的加大，公司的收入水平有望提升。

公司信号链产品逐步向 IDM 模式发展，市场竞争力提高。目前国际模拟芯片大厂主流为 IDM 模式，而国内模拟厂商基本为 Fabless，产能与工艺平台都无法做到优化，故目前信号链等市场国产化程度不高。相比于国内其他模拟厂商，公司本身有布局封测业务，通过技术改造和工艺攻关，形成了具备高密度、细间距、薄型化、小型化封装能力。检测技术方面，公司建立了完善的电性能测试、机械试验、环境试验等检测条件。未来通过 IDM 的协同效应，提供产品工艺的定制化，再加上国产厂商本地调校的优势，公司市占率有望提升。

高可靠产品未来有望进入 5G 领域发展。随着 5G 技术的不断普及和发展，宏、微基站及服务器建设会带来巨大的模拟芯片需求。公司产品主要供给军品市场，性能与可靠性的标准较高，故未来自身产能建设完善后，剩余产能可以切入 5G 通信领域的军政民用。

投资建议

公司主营特种模拟芯片，主要为信号链及电源管理产品。内部来看，公司坚持发展 IDM 能力，市场竞争力稳健提高；外部来看，有望随着下游军工电子行业的成长、军品供应链国产化的推进、5G 领域的快速发展，盈利能力不断提升。我们看好振华风光在模拟芯片行业的未来发展空间，预计公司 2022-2024 年营业收入为 6.92、9.47、12.70 亿元，归母净利润为 2.66、4.03、5.57 亿元，EPS 分别为 1.33、2.02、2.78 元/股，以 2022 年 8 月 30 日收盘价 109.68 元测算，对应 PE 分别为 82.39x/54.39x/39.41x。我们首次覆盖，暂无评级。

风险提示

下游行业需求放缓的风险；公司 IDM 模式发展进度不及预期的风险；市场竞争格局变化的风险。

盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	502.33	691.66	947.21	1270.14
增长率 (%)	38.97	37.69	36.95	34.09
归母净利润	176.92	266.24	403.30	556.59
增长率 (%)	67.80	50.48	51.48	38.01
EPS (元/股)	1.18	1.33	2.02	2.78
市盈率 (P/E)	0.00	82.39	54.39	39.41
市净率 (P/B)	0.00	5.18	4.73	4.22

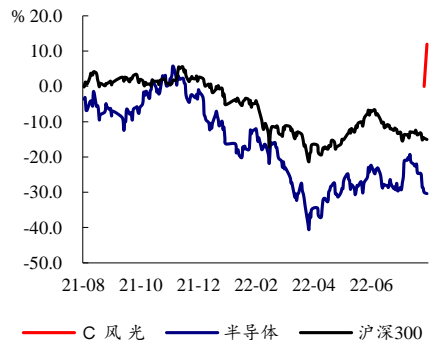
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测，股价为 2022 年 8 月 30 日收盘价 109.68 元

评级 暂无评级

报告作者

作者姓名	彭琦
资格证书	S1710522060001
电子邮箱	pengq887@easec.com.cn
联系人	沈晓涵
电子邮箱	shenxh@easec.com.cn
联系人	傅昌鑫
电子邮箱	fucx907@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	200.00
流通 A 股/B 股(百万股)	200.00/0.00
资产负债率(%)	49.85
每股净资产(元)	0.00
市净率(倍)	0.00
净资产收益率(加权)	0.00
12 个月内最高/最低价	112.16/100.18

相关研究

正文目录

1. 振华风光	3
1.1. 公司介绍	3
1.2. 主营业务分析.....	4
1.3. 财务状况分析.....	5
2. 首次覆盖原因	6
3. 盈利预测	7
4. 风险提示	8

图表目录

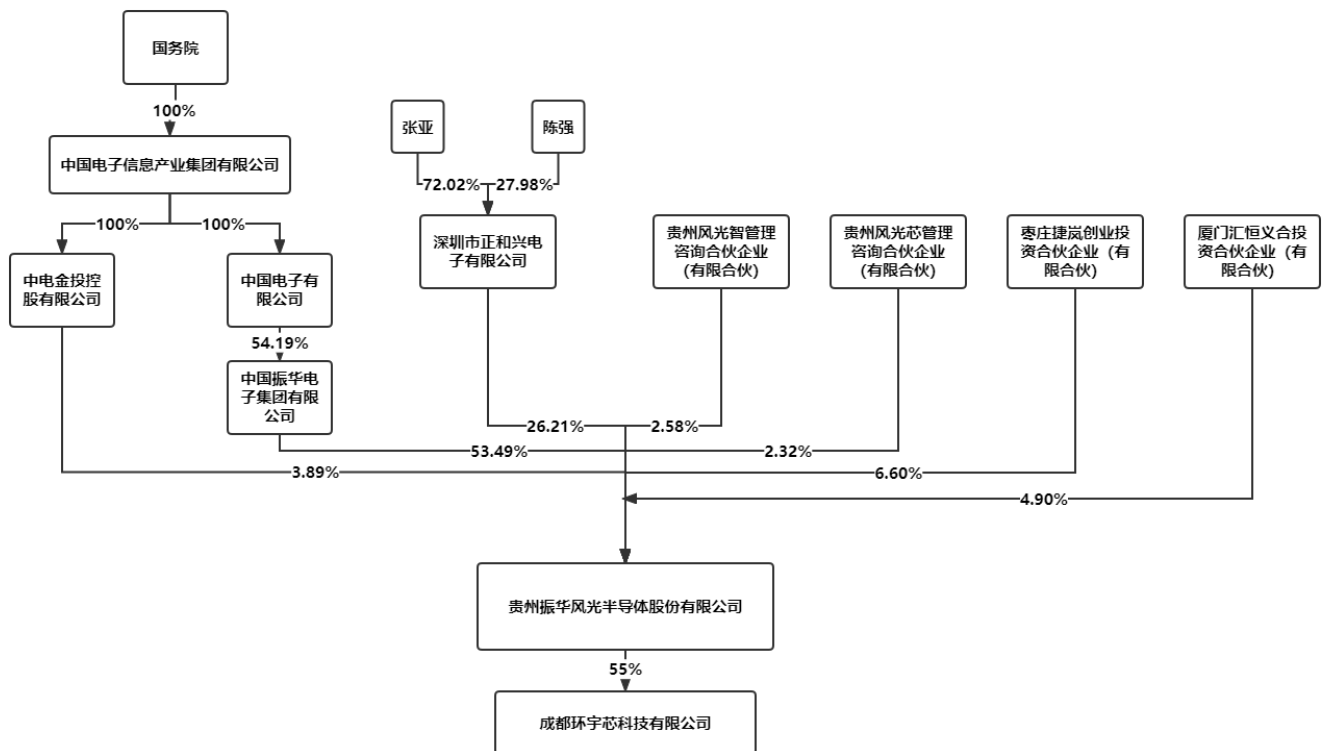
图表 1. 公司股权结构图（截至 2022 年 8 月 23 日）	3
图表 2. 公司研发人员概况	4
图表 3. 2019-2021 年公司上下游集中度情况.....	4
图表 4. 2019-2021 年公司主营业务收入（分产品）	5
图表 5. 2018-2022H1 公司营业收入及增速.....	5
图表 6. 2018-2022H1 公司净利润及增速.....	5
图表 7. 2019-2021 年分产品毛利率情况.....	6
图表 8. 2019-2021 年四项期间费用率情况.....	6

1. 振华风光

1.1. 公司介绍

2005年6月22日,公司作为国防重点工程配套的半导体业务企业建立,前身国营风光电工厂始建于1971年,拥有超过50年的半导体行业生产研发历史。期间公司经历多次增资,并设立风光智、风光芯两个有限合伙平台作为员工股权激励平台。2021年6月,公司整体变更设立为股份有限公司。公司隶属中国振华电子集团有限公司,属国有控股企业。

图表1. 公司股权结构图(截至2022年8月23日)



资料来源:招股说明书,东亚前海证券研究所

公司研发团队设计理念先进,设计经验资深,核心技术人员均曾在细分领域担纲。截至2021年12月31日,共有研发人员100名,占公司员工总数的19.38%,其中共6名核心技术人员,负责数百项纵向及横向项目。目前,公司拥有59项专利(发明专利18项、实用新型专利41项)、82项登记集成电路布图设计专有权,技术成果广泛应用于信号链及电源管理器中。

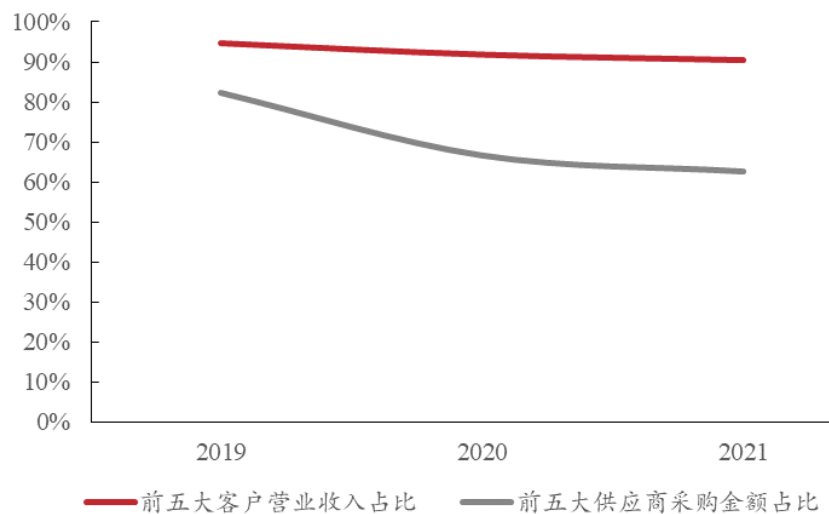
图表2. 公司研发人员概况

姓名	性别	从业年数	简介
胡锐	男	17	副总经理、董事会秘书，1982年12月生，大学本科学历，在读博士，工程师职称
唐毓尚	男	21	1977年8月出生，硕士学历，副总工程师，产品研发总负责人
李政	男	10	1989年1月出生，本科学历，研发一部部长，放大器方向负责人
李平	男	10	1987年3月出生，博士学历，工程师，研发三部部长，系统封装集成电路方向负责人
夏良	男	15	1983年6月出生，本科学历，总经理助理，封装方向负责人
李雪	女	9	1987年1月出生，硕士学历，高级工程师，研发二部部长，轴角转换器、接口驱动方向负责人

资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

公司属于军工电子企业，竞争对手少、上下游情况稳定。根据财政部统计，我国2021年军费预算为1.35亿元，较2020年增长了6.89%。随着军费预算和装备需求增长双轮驱动，未来军工电子市场将呈现快速增长态势。军品市场准入壁垒较高，行业市场化程度较低，各大军工集团占据较高地位且专注于各自领域。相对于其他模拟集成电路行业来说，公司所处军工电子市场竞争程度较低，客户黏性较强。

图表3. 2019-2021年公司上下游集中度情况

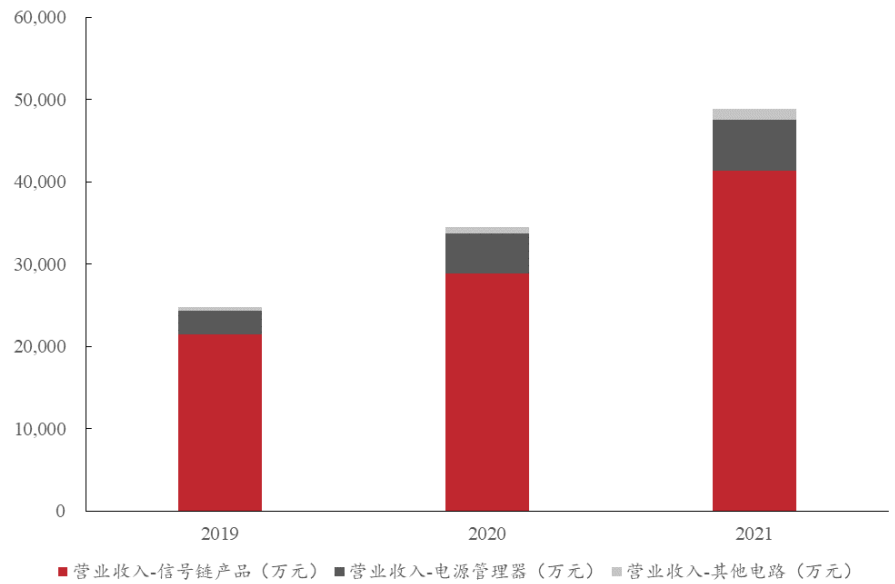


资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

1.2. 主营业务分析

公司专注于高可靠集成电路设计、封装、测试及销售，主要产品包括信号链及电源管理器等系列产品，建有完整的模拟集成电路芯片设计平台和系统封装设计平台，具备陶瓷、金属、塑料等多种形式的封装能力，以及电性能测试、机械试验、环境试验、失效分析等完整的检测试验能力。

图表4. 2019-2021 年公司主营业务收入（分产品）



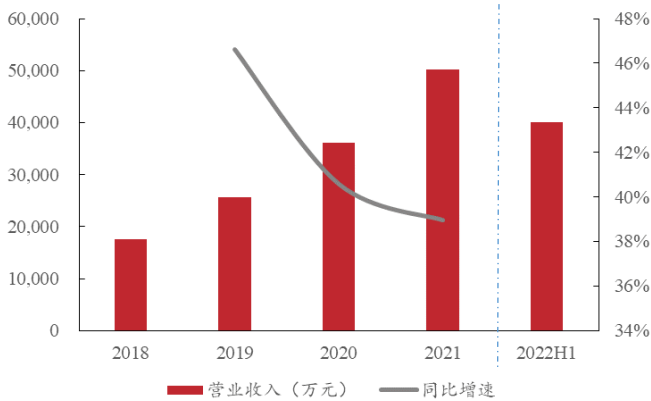
资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

主营业务方面，公司始终围绕信号链和电源管理器等产品不断研发创新，持续进行产品迭代并扩展产品种类，产品种类涵盖放大器、转换器、接口驱动、电源管理器及系统封装集成电路等门类。

1.3. 财务状况分析

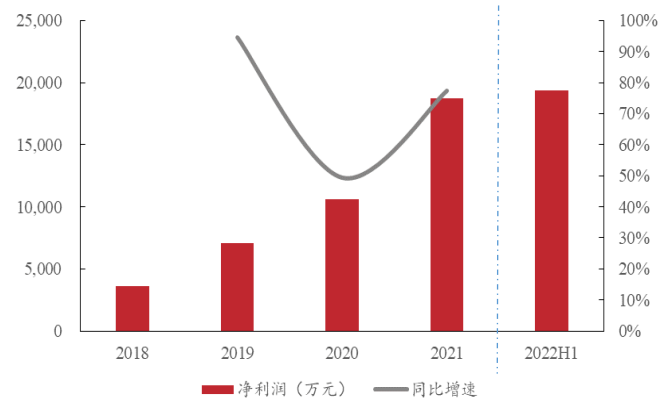
营业收入稳步提升，2022H1 净利润已超 2021 年整年。

图表5. 2018-2022H1 公司营业收入及增速



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

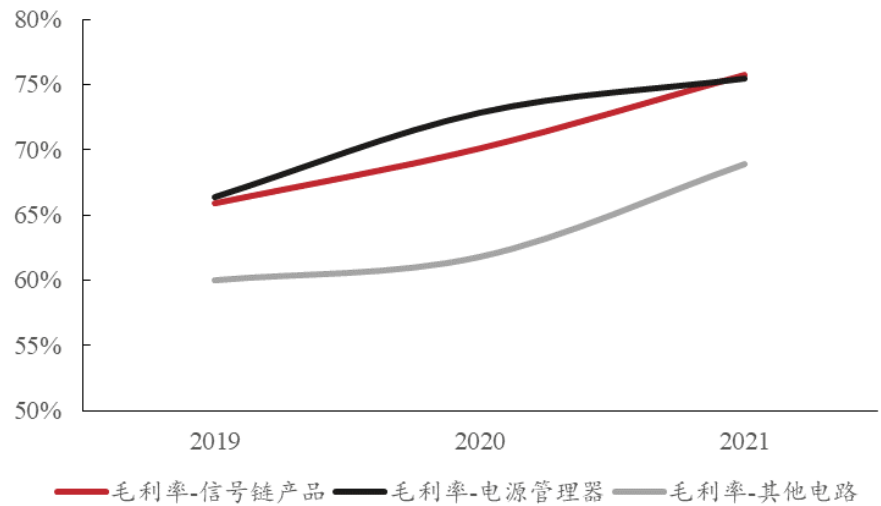
图表6. 2018-2022H1 公司净利润及增速



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

分产品毛利率不断攀高，公司盈利能力成长可观。

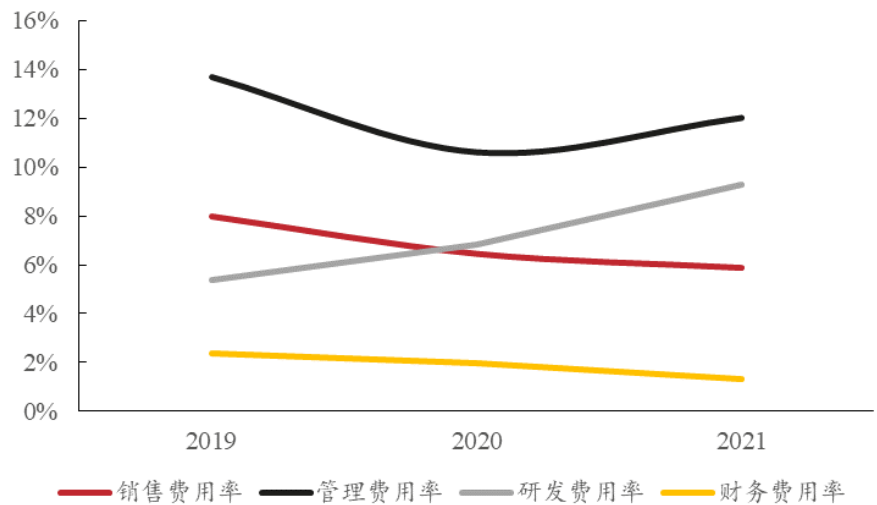
图表7. 2019-2021年分产品毛利率情况



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

研发是公司的竞争优势，故研发投入持续提升。销售费用率、财务费用率逐渐下降，管理费用率上升主要由于员工规模扩大及股份制化导致中介机构费用增加。

图表8. 2019-2021年四项期间费用率情况



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

2. 首次覆盖原因

公司下游军工电子行业未来需求将显著增加。

一方面，我国国防军费开支占经济总量的比重逐年提升，部分武器装备的现代化改造亟待解决。无论是单兵设备还是大型武器，均需要在军队通信、数据处理、自动化、精确化等方面进行配套的军工电子产品研发和装配。公司的信号链及电源管理产品具备较高的通用性，更容易随着军队

整体信息化程度提升而受益；

另一方面，国际政治形势不断变化，军用电子信息核心部件的自主安全及核心产业链的国产替代进程将不断加快。近年来，中美经济贸易局势紧张，美国屡次出台“出口管制”政策，同时中国台湾的主权问题也引发了国际局势的紧张。军品作为国家核心产业链，国产化程度将不断提高，军品的自主安全也将不断突破。而公司的收入水平，也将受益于军备支出规模的扩大，和国家所提供的研发投入等有力支持。

公司信号链产品逐步向 IDM 模式发展，市场竞争力提高。

模拟芯片行业的特点，主要是产品寿命长，市场稳定，通常需要专有制造工艺，重视电路设计同制造工艺相结合，通过本土服务，定制化制造工艺以提升产品性能、降低成本，从而提升竞争力。国际模拟芯片大厂主流为 IDM 模式，在研发过程中具备内部整合的优势，且可以使用与代工厂设备配置不同的定制化生产工艺，实现差异化竞争。而国内模拟厂商基本为 Fabless，产能与工艺平台都无法做到优化，故目前信号链等市场国产化程度不高，国产厂商主要做放大器、比较器、接口芯片等毛利率较低的领域。

相比于国内其他模拟厂商，公司本身有布局封测业务，上市募资还用于打造 IDM 模式。封装技术方面，公司通过技术改造和工艺攻关，形成了陶瓷、金属、塑封三大类 60 多个型号的高可靠封装，技术上覆盖 1-3 代封装工艺，具备高密度、细间距、薄型化、小型化封装能力。检测测试技术方面，公司按国军标要求，建立了完善的电性能测试、机械试验、环境试验等检测条件。此次上市募资用于建设晶圆制造、先进封测产线和 EDA 研究中心。未来通过 IDM 的协同效应，提供产品工艺的定制化，再加上国产厂商本地调校的优势，将在国内信号链市场上不断提高市占率。

高可靠产品未来有望进入 5G 领域发展。

随着 5G 技术的不断普及发展，宏、微基站及服务器建设会带来巨大的模拟芯片需求。公司产品主要供给军品市场，性能与可靠性的标准较高，故未来自身产能建设完善后，剩余产能可以切入 5G 通信领域的军政民用。

3. 盈利预测

公司主营特种模拟芯片，主要为信号链及电源管理产品。内部来看，公司坚持发展 IDM 能力，市场竞争力稳健提高；外部来看，有望随着下游军工电子行业的成长、军品供应链国产化的推进、5G 领域的快速发展，盈

利能力不断提升。我们看好振华风光在模拟芯片行业的未来发展空间，预计公司 2022-2024 年营业收入为 6.92、9.47、12.70 亿元，归母净利润为 2.66、4.03、5.57 亿元，EPS 分别为 1.33、2.02、2.78 元/股，以 2022 年 8 月 30 日收盘价 109.68 元测算，对应 PE 分别为 82.39x/54.39x/39.41x。我们首次覆盖，暂无评级。

4. 风险提示

下游行业需求放缓的风险：军品市场受到国际局势、国家战略规划的影响程度较重，如果未来下游行业需求发生较大变化，可能对公司业绩表现产生影响。

公司 IDM 模式发展进度不及预期的风险：公司布局 6 寸晶圆制造产线和先进封测产线，目标打造 IDM 模式的发展战略，如果晶圆产线建设或者先进封装产线建设受到影响放缓，公司市场发展则会受到影响。

市场竞争格局变化的风险：随着国产替代的浪潮推进，以及国家在专项上的政策支持，越来越多的模拟芯片厂商迎来了发展的黄金期。未来如果行业竞争加剧，市场环境改变，则公司业绩会出现更多不确定性。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	502.33	691.66	947.21	1270.14
%同比增速	38.97%	37.69%	36.95%	34.09%
营业成本	130.66	166.19	213.05	266.53
毛利	371.67	525.46	734.16	1003.61
%营业收入	73.99%	75.97%	77.51%	79.02%
税金及附加	1.58	1.62	2.35	3.37
%营业收入	0.31%	0.23%	0.25%	0.27%
销售费用	29.46	35.50	43.16	52.69
%营业收入	5.86%	5.13%	4.56%	4.15%
管理费用	60.45	72.51	78.64	96.46
%营业收入	12.03%	10.48%	8.30%	7.59%
研发费用	46.74	70.38	104.93	154.05
%营业收入	9.30%	10.18%	11.08%	12.13%
财务费用	6.73	7.90	-1.12	-1.26
%营业收入	1.34%	1.14%	-0.12%	-0.10%
资产减值损失	-1.05	-10.51	-13.66	-17.76
信用减值损失	-9.97	-8.70	-10.05	-10.24
其他收益	2.62	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-1.98	0.00	0.00	0.00
营业利润	216.34	318.35	482.50	670.30
%营业收入	43.07%	46.03%	50.94%	52.77%
营业外收支	-0.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	216.09	318.35	482.50	670.30
%营业收入	43.02%	46.03%	50.94%	52.77%
所得税费用	28.43	44.68	67.10	91.83
净利润	187.66	273.66	415.40	578.47
%营业收入	37.36%	39.57%	43.85%	45.54%
归属于母公司的净利润	176.92	266.24	403.30	556.59
%同比增速	67.80%	50.48%	51.48%	38.01%
少数股东损益	10.73	7.42	12.10	21.88
EPS (元/股)	1.18	1.33	2.02	2.78

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.18	1.33	2.02	2.78
BVPS	3.10	21.17	23.19	25.97
PE	0.00	82.39	54.39	39.41
PEG	0.00	1.63	1.06	1.04
PB	0.00	5.18	4.73	4.22
EV/EBITDA	0.11	45.55	32.46	23.68
ROE	29%	6%	9%	11%
ROIC	24%	7%	9%	11%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	237	3244	3290	3818
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	538	685	1014	1279
存货	351	172	484	331
预付账款	21	16	23	33
其他流动资产	3	2	2	2
流动资产合计	1151	4119	4814	5463
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	59	649	605	552
无形资产	3	3	3	3
商誉	4	4	4	4
递延所得税资产	14	14	14	14
其他非流动资产	38	114	91	75
资产总计	1269	4904	5531	6111
短期借款	211	211	211	211
应付票据及应付账款	271	227	406	379
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	15	20	28	37
应交税费	11	20	29	35
其他流动负债	102	143	159	173
流动负债合计	610	621	833	834
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	4	4	4	4
其他非流动负债	22	22	22	22
负债合计	637	648	860	861
归属于母公司的所有者	619	4235	4638	5195
少数股东权益	14	21	33	55
股东权益	633	4256	4671	5250
负债及股东权益	1269	4904	5531	6111

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	-21	394	54	537
投资	0	0	0	0
资本性支出	-45	-728	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-45	-728	0	0
债权融资	-160	0	0	0
股权融资	205	3350	0	0
银行贷款增加(减少)	222	0	0	0
筹资成本	-38	-9	-9	-9
其他	-2	0	0	0
筹资活动现金流净额	227	3341	-9	-9
现金净流量	161	3007	46	528

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

彭琦，近20年电子行业从业经验。曾担任intel和泰科电子等美资半导体和元器件公司市场和战略等相关工作。2010年起在券商从事电子和半导体行业证券研究工作，期间多次获得水晶球，IAMAC，金牛奖以及新财富相关奖项。后在大型PE和对冲基金有近4年买方经历。于2022年6月加入东亚前海担任电子行业首席分析师。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海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。东亚前海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，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>