

军工组

振华风光 (688439.SH) 买入 (维持评级)

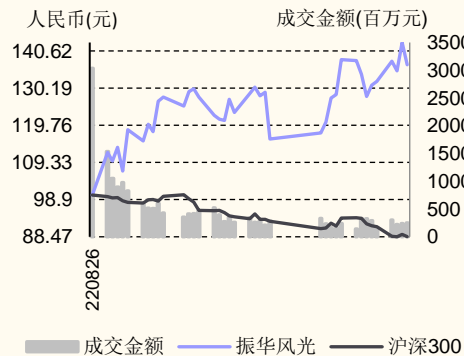
公司点评

市场价格(人民币): 136.70元

## 前三季度业绩高增, 研发加强助力长期发展

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.00
已上市流通A股(亿股)	0.43
总市值(亿元)	273.40
年内股价最高最低(元)	142.98/100.18
沪深300指数	3631
上证指数	2983



## 公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	361	502	788	1,132	1,578
营业收入增长率	40.59%	38.97%	56.90%	43.62%	39.44%
归母净利润(百万元)	105	177	328	480	665
归母净利润增长率	52.26%	67.80%	85.56%	46.18%	38.52%
摊薄每股收益(元)	1.979	1.179	1.641	2.400	3.324
每股经营性现金流净额	-1.34	-0.14	0.69	1.15	2.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	44.22%	28.58%	7.86%	10.40%	12.74%
P/E	N/A	N/A	83.28	56.97	41.13
P/B	N/A	N/A	6.54	5.92	5.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司发布 2022 年三季报, 前三季度实现营收 5.75 亿 (同比+46.3%)、归母净利润 2.27 亿 (同比+45.7%)。22Q3 实现营收 1.75 亿 (同比+39.0%, 环比-18.9%)、归母净利润 0.61 亿元 (同比+38.1%, 环比-24.0%)。

## 点评

- 业绩同比延续高增长, 季节性波动环比小幅下滑。**公司 22Q3 收入与利润端维持高增长, 得益于公司持续推进市场拓展及新产品投放。考虑到贵阳 9 月份疫情严重, 业绩高增显示下游高景气且公司经营韧性强; Q3 环比 Q2 出现一定下滑主要是淡旺季波动特点, 预计 Q4 业绩有望提升。
- 利润率保持高位, 布局未来研发持续加强。**前三季度毛利率 78.4%、同比+4.7pct, 净利率 39.4%、同比-0.2pct。净利率小幅下降, 主要由于研发费用率提升 2.2pct 及少数股东损益计提增加。前三季度研发费用 0.49 亿元、同比+96.5%, 主要因公司研发项目增加、持续引进科研人才及增加薪酬。
- 需求景气生产备货充分, 募投建设有序推进。**三季度末存货 5.14 亿元、较期初+46.5%, 预付款 0.52 亿元、较期初+144.4%, 前三季度经营性现金流同比减少 1.53 亿元, 主要因公司生产规模扩大、支付给供应商贷款增加, 表明公司充分备货、积极排产以保证产品交付。前三季度资本性支出 0.99 亿元, 募投项目建设如期开展。
- 自研芯片顺应国产化需求, 转型 IDM 打造核心竞争力。**公司积极推进芯片自研, 符合军品全链条国产化趋势。IPO 拟建一条 6 英寸月产 3k 片晶圆线及年产 200 万块后道先进封装测线, 转型 IDM 打造核心竞争力。新建工艺线将缩短产品研制周期、提升交付能力, 公司市场份额有望进一步提升。

## 盈利预测及估值

- 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 2022-2024 年归母净利润为 3.28 亿、4.80 亿、6.65 亿元, 同比增长 85.6%/46.2%/38.5%, 对应 PE 为 83/57/41 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。

## 相关报告

1.《军用模拟 IC 领先企业, 打造 IDM 模式发展-振华风光深度报告》, 2022.9.28

杨晨

分析师 SAC 执业编号: S1130522060001  
yangchen@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>主营业务收入</b>	<b>257</b>	<b>361</b>	<b>502</b>	<b>788</b>	<b>1,132</b>	<b>1,578</b>	货币资金	145	77	237	3,258	2,985	2,881	
增长率		40.6%	39.0%	56.9%	43.6%	39.4%	应收款项	249	402	539	725	984	1,283	
主营业务成本	-91	-116	-131	-182	-283	-409	存货	158	153	351	488	717	932	
%销售收入	35.3%	32.0%	26.0%	23.1%	25.0%	25.9%	其他流动资产	10	8	24	22	34	49	
毛利	166	246	372	606	849	1,169	流动资产	562	640	1,151	4,493	4,719	5,145	
%销售收入	64.7%	68.0%	74.0%	76.9%	75.0%	74.1%	%总资产	90.4%	89.1%	90.7%	94.1%	87.5%	82.4%	
营业税金及附加	0	-1	-2	-2	-3	-4	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	48	59	60	267	661	1,088	
销售费用	-20	-23	-29	-37	-52	-71	%总资产	7.7%	8.2%	4.7%	5.6%	12.3%	17.4%	
%销售收入	8.0%	6.4%	5.9%	4.7%	4.6%	4.5%	无形资产	9	8	8	9	9	10	
管理费用	-35	-38	-60	-73	-102	-136	非流动资产	60	78	119	280	675	1,103	
%销售收入	13.7%	10.6%	12.0%	9.3%	9.0%	8.6%	%总资产	9.6%	10.9%	9.3%	5.9%	12.5%	17.6%	
研发费用	-14	-25	-47	-80	-118	-165	<b>资产总计</b>	<b>622</b>	<b>718</b>	<b>1,269</b>	<b>4,773</b>	<b>5,394</b>	<b>6,248</b>	
%销售收入	5.4%	6.8%	9.3%	10.2%	10.4%	10.5%	短期借款	59	166	263	50	25	15	
息税前利润 (EBIT)	96	159	233	414	574	793	应付款项	171	196	312	348	495	650	
%销售收入	37.5%	43.9%	46.5%	52.5%	50.7%	50.2%	其他流动负债	22	36	35	55	83	117	
财务费用	-6	-7	-7	31	69	66	流动负债	252	398	610	453	603	783	
%销售收入	2.4%	2.0%	1.3%	-3.9%	-6.1%	-4.2%	%销售收入	90	50	0	60	30	20	
资产减值损失	-9	-31	-11	-18	-15	-4	长期贷款	30	29	27	18	17	17	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	90	29	27	18	17	17	
投资收益	0	0	0	0	0	0	<b>负债</b>	<b>373</b>	<b>477</b>	<b>637</b>	<b>531</b>	<b>650</b>	<b>820</b>	
%税前利润	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>普通股股东权益</b>	<b>247</b>	<b>238</b>	<b>619</b>	<b>4,179</b>	<b>4,615</b>	<b>5,219</b>	
营业利润	85	123	216	435	631	858	其中：股本	53	53	150	200	200	200	
营业利润率	33.1%	34.1%	43.1%	55.2%	55.7%	54.3%	未分配利润	71	41	82	380	816	1,420	
营业外收支	-2	1	0	0	0	0	少数股东权益	2	3	14	63	129	209	
税前利润	83	124	216	435	631	858	<b>负债股东权益合计</b>	<b>622</b>	<b>718</b>	<b>1,269</b>	<b>4,773</b>	<b>5,394</b>	<b>6,248</b>	
利润率	32.2%	34.2%	43.0%	55.2%	55.7%	54.3%	<b>比率分析</b>		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-12	-18	-28	-57	-85	-113	<b>每股指标</b>							
所得税率	14.4%	14.5%	13.2%	13.2%	13.4%	13.2%	每股收益	1.300	1.979	1.179	1.641	2.400	3.324	
净利润	71	106	188	378	546	745	每股净资产	4.629	4.475	4.127	20.894	23.074	26.094	
少数股东损益	1	0	11	50	66	80	每股经营现金净流	0.341	-1.341	-0.140	0.691	1.153	2.077	
归属于母公司的净利润	<b>69</b>	<b>105</b>	<b>177</b>	<b>328</b>	<b>480</b>	<b>665</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.150	0.219	0.304	
净利率	26.9%	29.2%	35.2%	41.7%	42.4%	42.1%	<b>回报率</b>							
							净资产收益率	28.07%	44.22%	28.58%	7.86%	10.40%	12.74%	
							总资产收益率	11.14%	14.68%	13.94%	6.88%	8.90%	10.64%	
							投入资本收益率	20.66%	29.56%	22.53%	8.25%	10.36%	12.60%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	46.61%	40.59%	38.97%	56.90%	43.62%	39.44%	
							EBIT 增长率	103.05%	64.56%	47.17%	77.13%	38.90%	38.03%	
							净利润增长率	86.64%	52.26%	67.80%	85.56%	46.18%	38.52%	
							总资产增长率	40.30%	15.50%	76.77%	276.00%	13.02%	15.82%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	166.8	192.5	183.5	190.0	180.0	170.0	
							存货周转天数	584.1	490.3	703.6	1,000.0	950.0	850.0	
							应付账款周转天数	300.5	315.4	463.3	450.0	400.0	350.0	
							固定资产周转天数	67.5	48.3	42.8	38.9	38.2	37.2	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	1.48%	57.61%	4.03%	-74.21%	-61.76%	-52.44%	
							EBIT 利息保障倍数	15.8	22.0	34.7	-13.3	-8.4	-12.1	
							资产负债率	59.95%	66.42%	50.16%	11.13%	12.05%	13.12%	

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
买入	0	2	4	4	4
增持	1	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.33	1.33	1.33	1.00

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

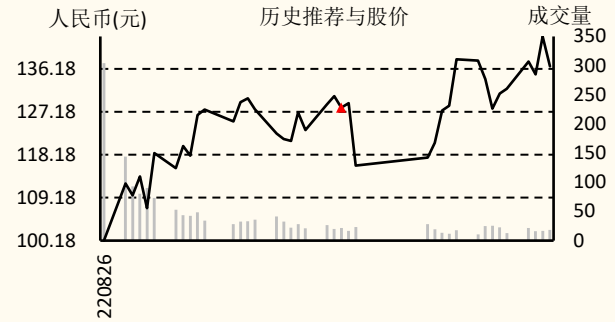
来源：国金证券研究所

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。

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，而不应对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**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402