

# 振华风光 (688439.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩超预期，品类拓展助力加速成长

### 事件

2023年10月26日，公司发布23年三季报，前三季度实现营收9.8亿，同比+69.5%；归母4.0亿，同比+74.9%。其中Q3实现营收3.3亿，同比+87.6%；归母1.4亿，同比+131.5%，业绩超预期。

### 点评

国产替代叠加新品投放业绩加速增长，加回减值后实际增速更高。军用模拟IC国产替代缺口大，公司发挥放大器等核心产品优势，大力推进技术创新和新产品布局，Q3业绩加速增长。公司出于谨慎性原则前三季度计提信用减值2588万元，其中Q3计提1248万元，后续军品现金回款后有望转回。加回信用减值后公司Q1-Q3归母同比+86.3%，其中Q3归母同比+152.1%，实际增速更快。公司在手订单饱满，Q4高增长有望延续。

产品结构调整及军品降价毛利率阶段性承压，费用管控净利率提升。公司23Q1-Q3毛利率71.5%，同比-6.9pct，其中Q3毛利率70.9%，同比-1.6pct。军用元器件价格承压，公司新品占比提高，试验成本较高，毛利率阶段性承压。公司23Q1-Q3归母净利率40.7%，同比+1.3pct，其中Q3归母净利率42.7%，同比+8.1pct。公司费用管控持续推进，募集资金用于现金管理，23Q1-Q3管理和财务费用率分别同比-3.1pct/-4.4pct，其中Q3同比-5.0pct/-4.2pct。

持续高研发产品品类拓展，中调落地后高增有望延续。公司23Q1-Q3研发费用率11.0%，同比+2.5pct，其中Q3研发费用率10.1%，同比+1.1pct，研发持续高投入新品类逐步拓展。中期调整落地后新一轮批产订单有望落地，需求恢复叠加品类拓展逻辑兑现，业绩有望持续高增。

产能扩充逐步到位，夯实长期发展基础。公司Q3固定资产1.6亿，较期初+99.9%，封测厂房建成、设备投入使用，募投项目建设推进，产能逐步释放支撑长期成长。

### 盈利预测、估值与评级

公司为国内军用模拟IC领先企业，军用模拟IC赛道坡长雪厚，公司自研芯片产品储备充分、国产化替代下市场份额有望继续提升。预计公司2023-2025年归母净利润分别为4.9/7.1/10.0亿元，同比增长61.8%、45.3%、40.3%，对应PE分别为34.6/23.8/17.0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

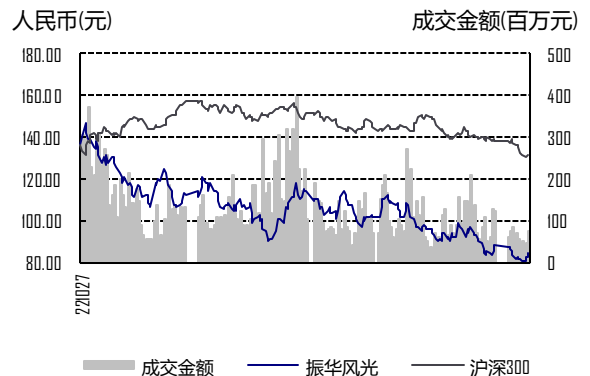
分析师：杨晨 (执业 S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：84.76 元

相关报告：

- 1.《振华风光23年中报点评：国产化推动业绩高增，高研发加快新品类...》，2023.8.29
- 2.《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
- 3.《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



### 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	0.00	78.46	34.59	23.80	16.96
P/B	0.00	5.67	3.64	3.18	2.71

来源：公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

事件说明.....	3
发挥核心产品优势，国产替代叠加新品投放业绩加速增长.....	3
毛利率阶段性承压，费用管控净利率提升.....	3
产能扩充逐步到位，夯实长期发展基础.....	4
投资建议.....	5
风险提示.....	5

## 图表目录

图表 1： 2023Q3 营收及同比、环比增速.....	3
图表 2： 2023Q3 归母净利润及同比、环比增速.....	3
图表 3： 2023Q3 毛利率、净利率以及期间费用率.....	3
图表 4： 2023Q3 各项费用率.....	4
图表 5： 2023Q3 资产减值及信用减值.....	4
图表 6： 2023Q3 固定资产和在建工程变化.....	4
图表 7： 2023Q3 资本性支出及同比增速.....	4
图表 8： 2023Q3 合同负债与预付款项变化.....	5
图表 9： 2023Q3 存货及增速.....	5
图表 10： 2023Q3 经营性现金流及收现比.....	5

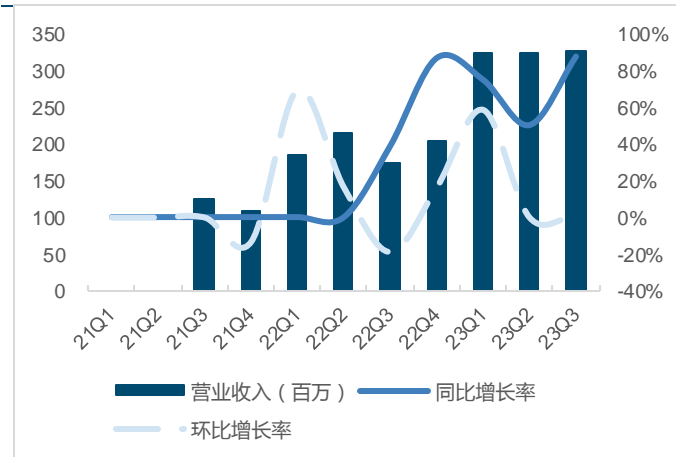
## 事件说明

2023年10月26日，公司发布2023年三季度报告，23年前三季度实现营收9.75亿元(同比+69.5%)、归母净利润3.97亿元(同比+74.9%)；Q3实现营收3.28亿元(同比+87.6%、环比+1.2%)、归母净利润1.40亿元(同比+131.5%、环比+9.6%)。

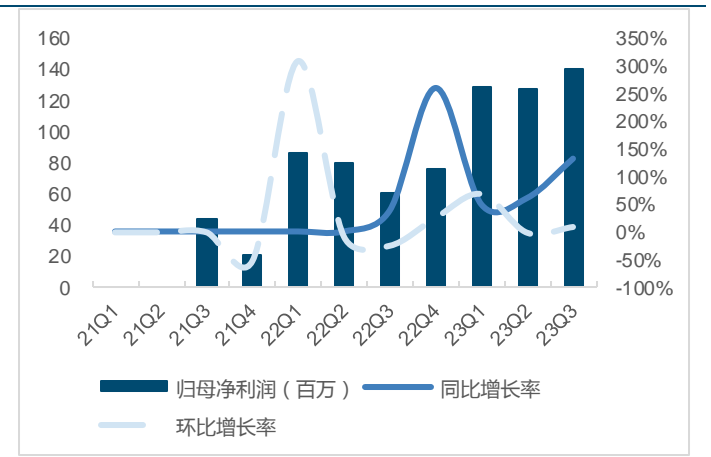
## 发挥核心产品优势，国产替代叠加新品投放业绩加速增长

公司23年前三季度实现营收9.75亿元，同比+69.5%；Q3收入3.28亿元，同比+87.6%、环比+1.2%。公司23年前三季度归母净利润3.97亿元，同比+74.9%；Q3归母净利润1.40亿元，同比+131.5%、环比+9.6%。军用模拟IC国产替代缺口大，公司持续拓展新品类，业绩实现加速增长。

图表1：2023Q3 营收及同比、环比增速



图表2：2023Q3 归母净利润及同比、环比增速



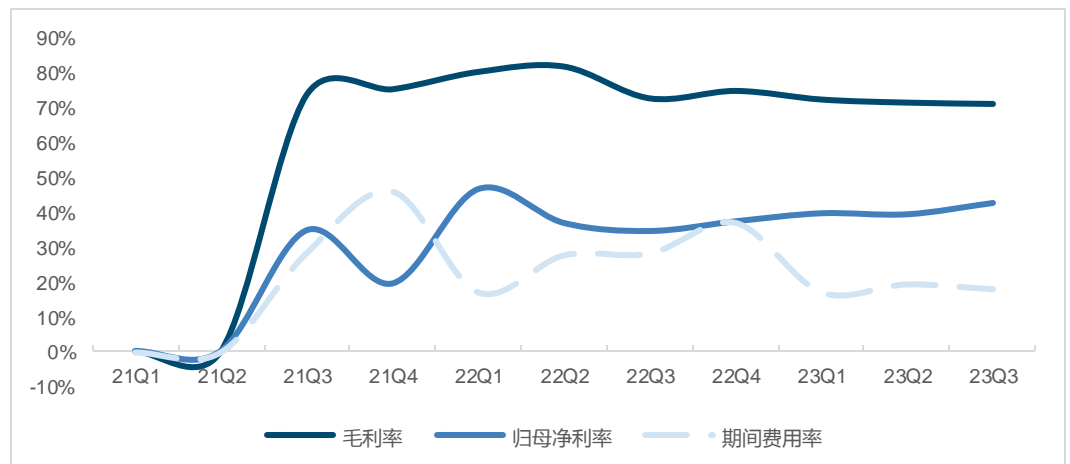
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

## 毛利率阶段性承压，费用管控净利率提升

公司23年前三季度毛利率71.5%，同比-6.9pct；Q3毛利率70.9%，同比-1.6pct，环比-0.4pct；23年前三季度净利率40.7%，同比+1.3pct；Q3净利率42.7%，同比+8.1pct，环比+3.3pct。公司产品结构有所调整，军用电子元器件价格有一定压力，毛利率阶段性承压。

图表3：2023Q3 毛利率、净利率以及期间费用率

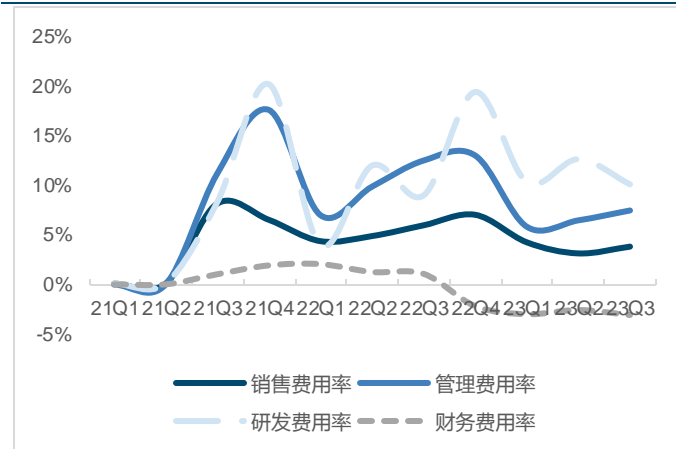


来源：wind，国金证券研究所

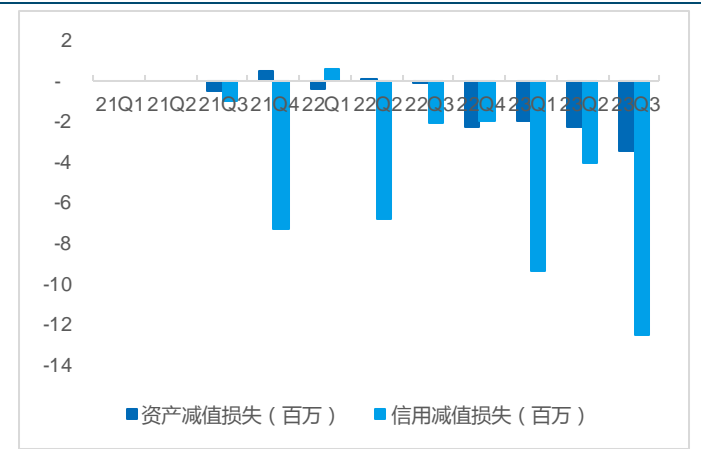
公司作为大型国企，积极响应中央国企改革号召，进行提质增效，23年前三季度期间费用率18.3%，同比-6.3pct；其中管理费用率6.6%，同比-3.1pct；销售费用率3.6%，同比-1.3pct；研发费用率11.0%，同比+2.5pct；财务费用率-2.9%，同比-4.4pct。Q3期间费用率18.1%，同比-10.2pct，环比-1.4pct；其中管理费用率7.4%，同比-5.0pct，环比+1.0pct；销售费用率3.7%，同比-2.1pct，环比+0.7pct；研发费用率10.1%，同比+1.1pct，

环比-2.6pct；财务费用率-3.1%，同比-4.2pct，环比-0.5pct。23年前三季度共计提资产减值损失767万元，信用减值损失2588万元，Q3计提资产减值损失343万元，信用减值损失1248万元。结合军品销售特征，后续有望转回。

图表4: 2023Q3 各项费用率



图表5: 2023Q3 资产减值及信用减值



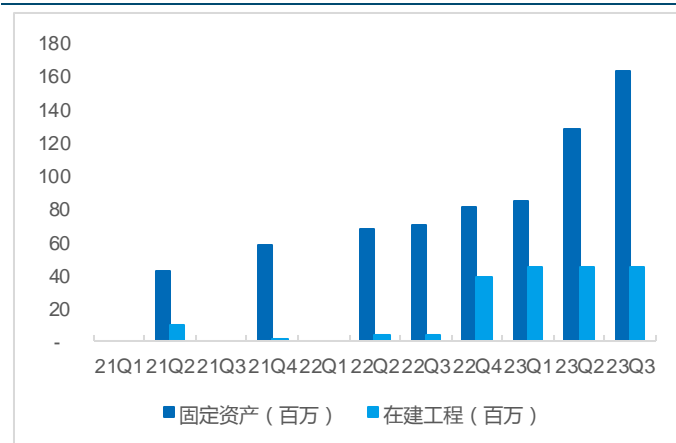
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

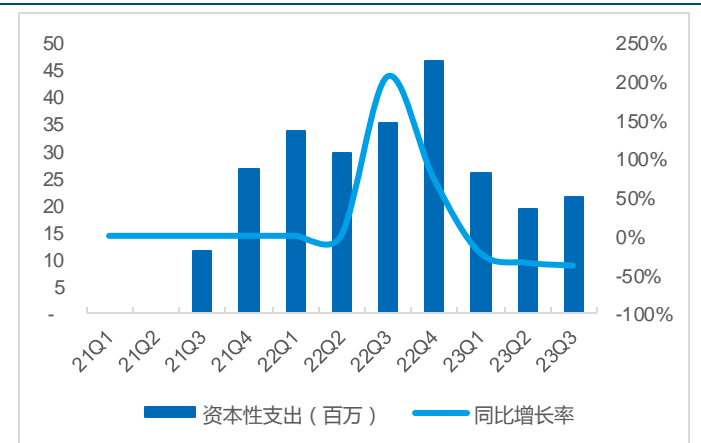
### 产能扩充逐步到位, 夯实长期发展基础

公司23年Q3固定资产1.63亿元,较期初+99.90%;在建工程0.45亿元,较期初+14.59%;资本性支出0.22亿元,同比-38.8%。公司产能扩充逐步到位,支撑长期成长。

图表6: 2023Q3 固定资产和在建工程变化



图表7: 2023Q3 资本性支出及同比增速

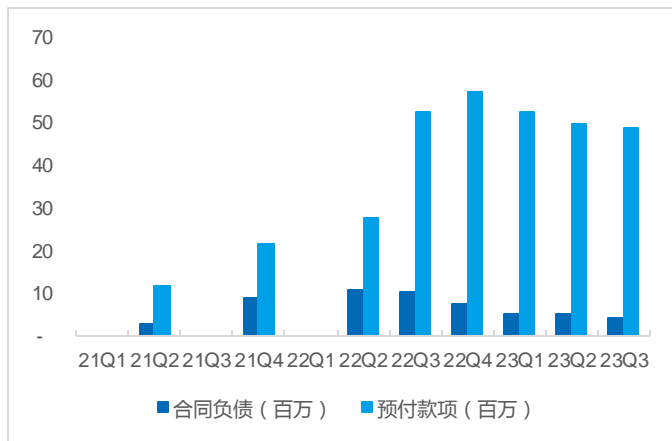


来源: wind, 国金证券研究所

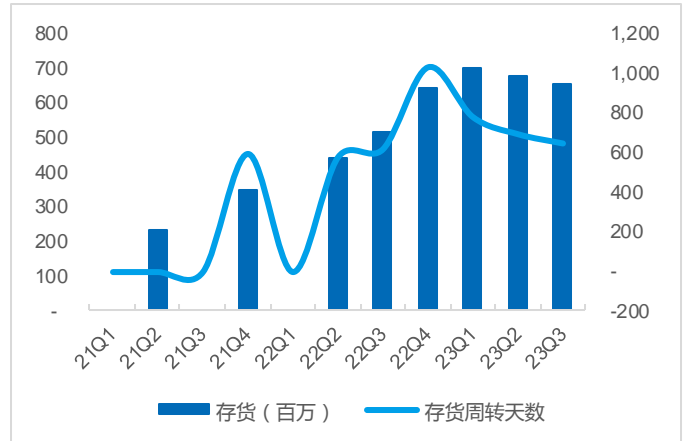
来源: wind, 国金证券研究所

公司23Q3合同负债0.04亿元,较期初-42.88%;存货6.57亿元,较期初+2.13%,积极备货备产。

图表8: 2023Q3 合同负债与预付款项变化



图表9: 2023Q3 存货及增速

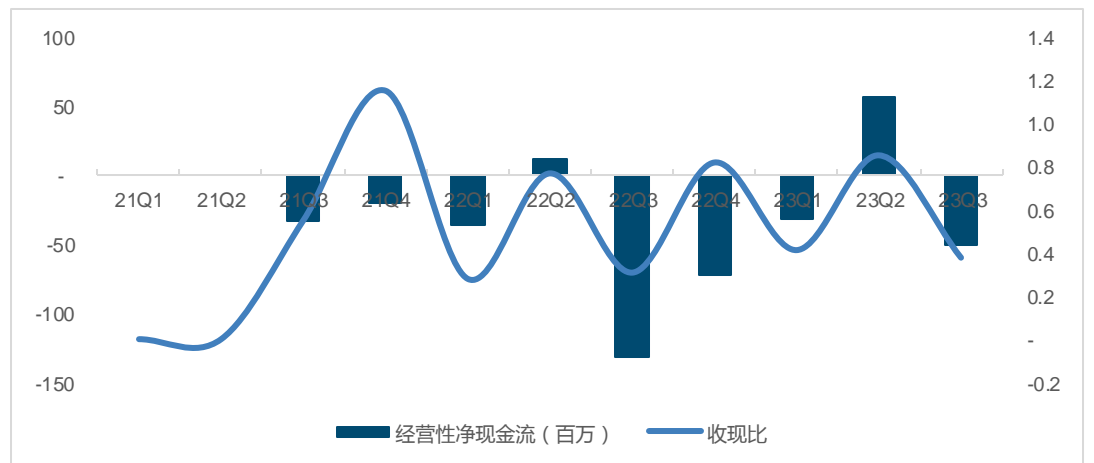


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

公司 23Q3 经营性净现金流-0.5 亿元, 较去年同期增加 0.8 亿元; 收现比 0.5, 与去年同期相同。

图表10: 2023Q3 经营性现金流及收现比



来源: wind, 国金证券研究所

## 投资建议

公司为国内军用模拟 IC 领先企业, 军用模拟 IC 赛道坡长雪厚, 公司自研芯片产品储备充分、国产化替代下市场份额有望继续提升。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.9/7.1/10.0 亿元, 同比增长 61.8%、45.3%、40.3%, 对应 PE 分别为 34.6/23.8/17.0 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
<b>主营业务收入</b>	<b>361</b>	<b>502</b>	<b>779</b>	<b>1,171</b>	<b>1,660</b>	<b>2,271</b>
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
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>105</b>	<b>177</b>	<b>303</b>	<b>490</b>	<b>712</b>	<b>999</b>
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
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-71</b>	<b>-21</b>	<b>-226</b>	<b>735</b>	<b>524</b>	<b>901</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-18</b>	<b>-45</b>	<b>-145</b>	<b>-138</b>	<b>-401</b>	<b>-606</b>
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
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>21</b>	<b>227</b>	<b>3,142</b>	<b>-12</b>	<b>-77</b>	<b>-78</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-68</b>	<b>161</b>	<b>2,771</b>	<b>585</b>	<b>47</b>	<b>217</b>

**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%
<b>资产总计</b>	<b>718</b>	<b>1,269</b>	<b>4,817</b>	<b>5,634</b>	<b>6,646</b>	<b>8,047</b>
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
<b>普通股股东权益</b>	<b>238</b>	<b>619</b>	<b>4,194</b>	<b>4,654</b>	<b>5,323</b>	<b>6,263</b>
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
<b>负债股东权益合计</b>	<b>718</b>	<b>1,269</b>	<b>4,817</b>	<b>5,634</b>	<b>6,646</b>	<b>8,047</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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
8	2023-08-29	买入	92.07	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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

---