

受让资产满足发展需要，产品迭代夯实核心优势

——振华风光事件点评

事件：振华风光12月9日发布公告，公司拟使用3.47亿元超募资金购买控股股东中国振华电子集团有限公司所拥有的位于贵州省贵阳市白云区沙文生态科技产业园C地块的土地使用权及101#封测办公楼、102#食堂、103#封测厂房等土建工程。

点评：

● 受让资产满足业务拓展需要，有效履行公司上市承诺

公司使用部分超募资金购买中国振华建设项目及支付相关费用以满足公司战略规划及业务拓展需要，大大提升公司芯片及元器件加工、封装测试能力，对公司快速提升产能、保质保量完成订单提供了有力保障。同时，因上市前振华风光在用和后续募投项目拟使用的生产办公经营场所均为租赁，2022年8月公司在科创板上市审核过程中承诺集成电路产业中心将通过“先租后卖”方式解决公司未来生产经营办公场所独立性和完整性问题，本次受让将为公司未来发展提供独立的生产办公经营场所，夯实公司长远发展根基。

● 营收利润持续高增长，大力推进新产品布局

2023年前三季度，公司实现营收9.75亿元，同比增长69.50%；实现归母净利润3.97亿元，同比增长74.91%。单季度来看，三季度公司营收、归母净利润分别3.28亿元、1.40亿元，同比增长87.60%、131.45%。公司积极发挥核心产品竞争优势，大力推进技术创新和新产品布局促进产品销量增长，同时利用闲置募集资金进行现金管理获利，实现营收、利润双增长。2022年公司放大器、接口驱动、轴角转换器、电源管理器类产品销售收入分别同比增长53.16%、77.99%、278.69%、43.39%，保持快速增长。

● 发挥核心产品竞争优势，产品销量实现稳步增长

公司是国内最早的高可靠模拟集成电路IDM企业，目前是国内产品型号最全、性能指标最优的高可靠放大器供应商之一，专注于高可靠集成电路设计、封装、测试及销售，形成放大器、转换器、接口驱动、系统封装和电源管理共五大门类近200款产品，广泛应用于机载、弹载、舰载、箭载、车载等多个领域的武器装备中。公司产品采用直销方式直接向海、陆、空、天、网各相关单位供货，在全国七大片区设立了十五个销售网，与近500家客户建立了长期稳定的合作关系，充分发挥新产品竞争优势，实现产品销量稳步增长。

● 聚焦核心主业发展，研发技术持续突破

公司放大器产品拥有大功率元胞晶体管设计、高精度激光在线修调、nv级超低噪声设计技术等多项核心技术，产品指标达到国内领先，2023年公司突破了多项关键产品设计技术，并在五大门类中推出近50款新产品并对多款产品进行迭代。上半年新增4项核心技术（基极电流消除技术、GaAsMMIC器件亚态阻抗匹配技术、高可靠防桥臂直通驱动技术、栅极大功率驱动技术），通过项目牵引目前共形成了18项核心技术且均已应用于公司主要产品，公司将聚焦核心主业发展，以应对特种行业未来需求放量的情况。

● 净利率保持稳定，研发投入大幅增加

前三季度公司产品结构和产品价格调整，公司毛利率达到71.46%，较去年同期减少6.90个百分点；净利率为44.12%，较去年同期下降0.62个百分点。研发费用同比增长120.49%，占收入比重10.98%，公司以科研项目为

买入|首次评级

当前价：95.68元

基本数据

52周最高/最低价（元）：124.67 / 80.35

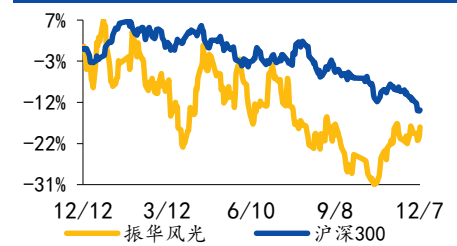
A股流通股（百万股）：95.17

A股总股本（百万股）：200.00

流通市值（百万元）：9106.33

总市值（百万元）：19136.00

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 马捷

执业证书编号 S0020522080002

电话 021-51097188

邮箱 majie@gyzq.com.cn

联系人 王鹏

电话 021-51097188

邮箱 wangpeng@gyzq.com.cn

载体，积极布局 Risc-V 微控制器、存储器、数字隔离器、射频微波电路、时钟管理电路等新产品的研发，新增可供货产品 50 余款，部分产品已形成小批量供货，持续高水平研发投入以保持技术领先性。

● **公司基于谨慎性计提减值损失，未来有望转回增厚公司利润**

前三季度费用率为 18.27%，较去年同期下降 6.28 个百分点，期间费用率显著下降，公司销售规模快速扩张，费用增幅小于营收增速。公司根据生产计划，对特定原材料进行战略储备，叠加产品的验收周期较长，导致公司存货数量较高，本着谨慎性原则，公司前三季度确认信用减值损失和资产减值损失共计 3,354.36 万元，占净利润的 6.64%（税后），未来随着存货销售以及现金款转回，减值损失部分有望转回，进一步增厚公司利润。

● **IDM 模式将成为公司发展的重要推手，IPO 超募资金奠定公司持续发展**

为进一步夯实公司在高可靠集成电路领域的行业地位，抢占更多的市场份额，公司于 2022 年 8 月在科创板上市，募投资金将新增晶圆制造工艺生产线，推进公司 IDM 模式经营进展，实现设计、制造、封测等环节协同优化，提高运营管理效率，缩短产品设计到量产所需时间。此外，公司上市时超募资金 20.59 亿，充分体现资本市场对公司未来发展的信心，上市后公司分批将超募资金 6.17 亿元、6 亿元永久补充流动资金，分别占超募资金总额的比例为 29.96%、29.13%，用于与公司主营业务相关的生产经营，进一步提升公司盈利能力。

表 1：公司募投项目产能投产情况

项目名称	总投资额（万元）	建设内容	预计建成时间	达产后产能情况
高可靠模拟集成电路晶圆制造及先进封测产业化项目	95,045.76	建设一条 6 寸线晶圆特色工艺线，产能达 3k 片/每月；建设年产 200 万块后道先进封测生产线	2024 年 8 月基本建成（建成达产需要 1-1.5 年进行工艺固化）	高可靠模拟集成电路产品整体交付能力将提升 200 万块/每年
研发中心建设项目	25,000.00	对现有设计平台中的 EDA 设计能力和协同设计能力进行补充建设	2024 年 2 月	-
合计	120,045.76			

资料来源：公司公告，国元证券研究所

● **投资建议与盈利预测**

公司作为国内高可靠放大器产品国产化的核心承制单位，受益于装备排产上升、国产替代等多重增长逻辑。公司未来将以武器装备需求为牵引，着力人才引进和培养，深耕军用集成电路市场，加大对集成电路芯片设计、晶圆制造、封装测试的布局和投入，全面提升公司的核心竞争力。预计 2023-2025 年，公司归母净利润分别为：4.49 亿元、6.32 亿元和 8.60 亿元，对应基本每股收益分别为：2.25 元/股、3.16 元/股和 4.30 元/股，对应 PE 估值分别为 42.60 倍、30.26 倍和 22.26 倍，给予公司“买入”的投资评级。

● **风险提示**

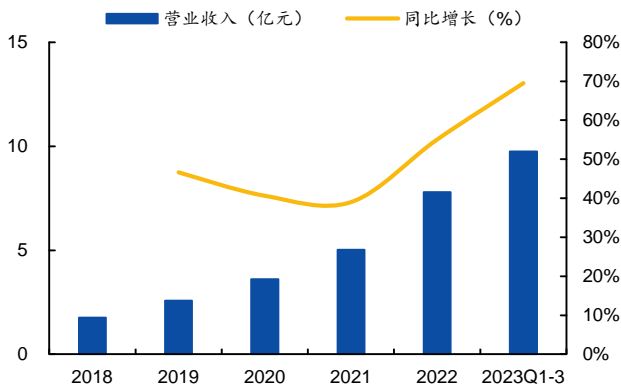
研发未达预期风险；募投项目进展不及预期风险；市场需求不及预期风险；行业竞争加剧风险；军用模拟芯片国产替代放缓风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	502.33	778.87	1162.42	1657.81	2243.55
收入同比(%)	38.97	55.05	49.24	42.62	35.33
归母净利润(百万元)	176.92	303.02	449.19	632.46	859.57
归母净利润同比(%)	67.80	71.27	48.24	40.80	35.91
ROE(%)	28.58	7.23	9.84	12.43	14.85
每股收益(元)	0.88	1.52	2.25	3.16	4.30
市盈率(P/E)	108.16	63.15	42.60	30.26	22.26

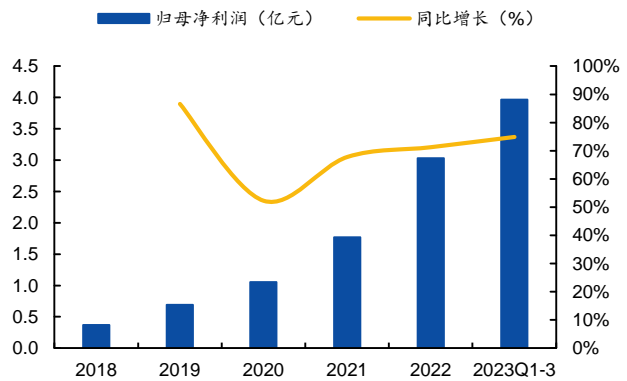
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：公司营业收入及增速



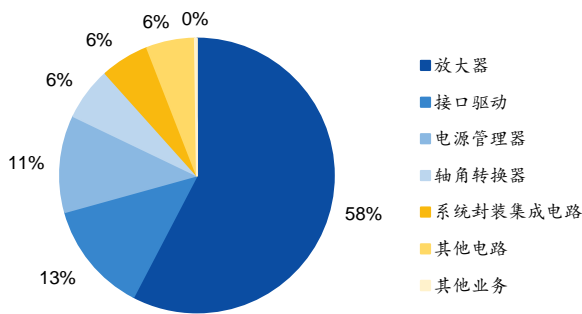
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速



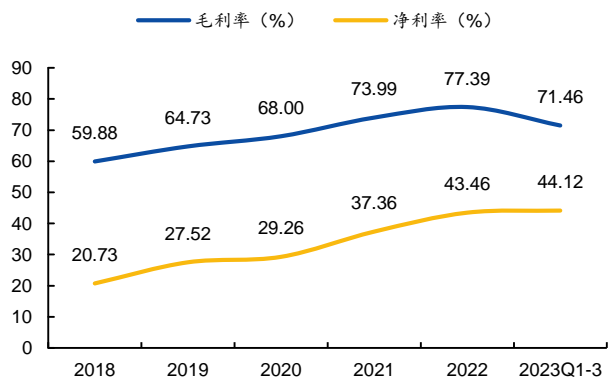
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：2022 年公司营收结构



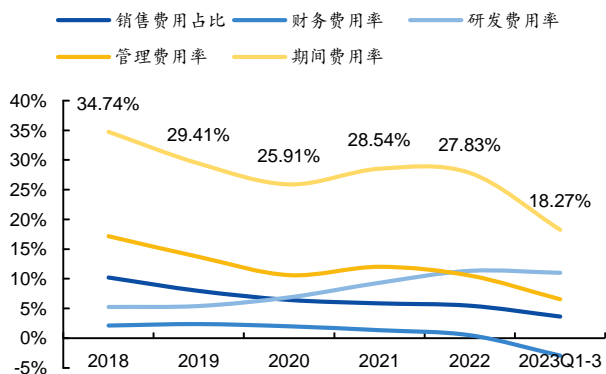
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：公司毛利率与净利率



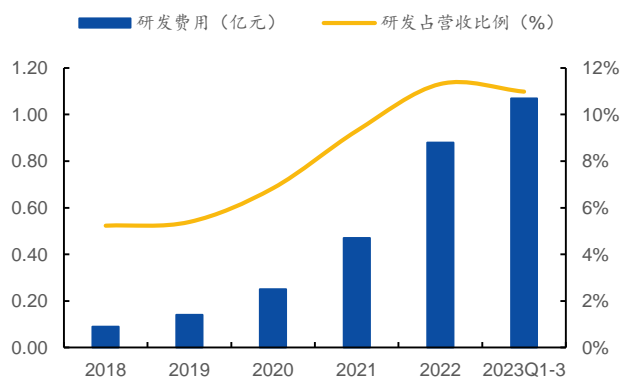
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：公司期间费用率 (%)



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：公司研发费用及占比



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1150.91	4548.50	5162.97	5930.99	6983.09
现金	237.41	3008.59	2921.76	2634.71	2469.16
应收账款	260.91	400.22	630.81	877.28	1191.59
其他应收款	0.90	3.08	3.74	5.44	7.62
预付账款	21.44	57.28	70.38	112.46	158.36
存货	350.56	643.21	914.30	1418.28	1966.92
其他流动资产	279.69	436.12	621.97	882.82	1189.44
非流动资产	118.53	268.23	399.29	519.12	592.05
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	58.92	81.61	269.31	381.20	448.49
无形资产	3.37	4.82	4.62	4.57	4.60
其他非流动资产	56.24	181.80	125.36	133.35	138.96
资产总计	1269.44	4816.74	5562.25	6450.11	7575.14
流动负债	609.93	436.01	773.62	1066.75	1396.54
短期借款	210.81	0.00	76.67	80.47	80.42
应付账款	223.24	283.42	472.51	714.36	975.69
其他流动负债	175.88	152.59	224.44	271.92	340.42
非流动负债	26.83	137.62	137.61	156.83	174.18
长期借款	0.00	77.00	93.33	109.98	125.95
其他非流动负债	26.83	60.62	44.28	46.85	48.23
负债合计	636.77	573.63	911.23	1223.58	1570.71
少数股东权益	13.57	49.23	84.10	139.40	215.94
股本	150.00	200.00	200.00	200.00	200.00
资本公积	362.12	3583.59	3583.59	3583.59	3583.59
留存收益	107.20	410.22	783.61	1303.70	2005.06
归属母公司股东权益	619.10	4193.87	4566.92	5087.13	5788.49
负债和股东权益	1269.44	4816.74	5562.25	6450.11	7575.14

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-20.96	-225.87	6.55	-43.63	133.67
净利润	187.66	338.48	484.06	687.75	936.11
折旧摊销	16.00	20.47	45.87	90.50	133.17
财务费用	6.73	3.86	-53.24	-47.23	-41.98
投资损失	0.00	0.00	-0.04	-0.02	-0.02
营运资金变动	-241.91	-600.30	-510.96	-795.07	-927.11
其他经营现金流	10.56	11.62	40.85	20.45	33.48
投资活动现金流	-45.04	-145.42	-195.14	-193.67	-196.21
资本支出	45.04	145.42	195.38	190.57	193.61
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.00	0.00	0.24	-3.10	-2.60
筹资活动现金流	226.57	3142.47	101.75	-49.76	-103.00
短期借款	135.21	-210.81	76.67	3.80	-0.05
长期借款	-50.00	77.00	16.33	16.64	15.97
普通股增加	96.71	50.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	276.91	3221.47	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-232.27	4.81	8.74	-70.20	-118.92
现金净增加额	160.57	2771.18	-86.83	-287.05	-165.55

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	502.33	778.87	1162.42	1657.81	2243.55
营业成本	130.66	176.11	308.74	450.30	620.84
营业税金及附加	1.58	2.42	3.40	5.01	6.74
营业费用	29.46	42.58	74.76	100.30	133.56
管理费用	60.45	82.24	128.60	183.30	246.25
研发费用	46.74	88.09	131.00	176.00	212.00
财务费用	6.73	3.86	-53.24	-47.23	-41.98
资产减值损失	-1.05	-2.67	-6.00	-3.50	-3.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.04	0.02	0.02
营业利润	216.34	380.77	548.96	778.01	1059.95
营业外收入	0.79	0.43	0.55	0.51	0.53
营业外支出	1.04	0.09	0.41	0.30	0.34
利润总额	216.09	381.12	549.10	778.23	1060.14
所得税	28.43	42.64	65.04	90.48	124.03
净利润	187.66	338.48	484.06	687.75	936.11
少数股东损益	10.73	35.46	34.88	55.29	76.54
归属母公司净利润	176.92	303.02	449.19	632.46	859.57
EBITDA	239.07	405.11	541.59	821.28	1151.15
EPS (元)	1.18	1.52	2.25	3.16	4.30

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	38.97	55.05	49.24	42.62	35.33
营业利润(%)	75.64	76.01	44.17	41.73	36.24
归属母公司净利润(%)	67.80	71.27	48.24	40.80	35.91
获利能力					
毛利率(%)	73.99	77.39	73.44	72.84	72.33
净利率(%)	35.22	38.90	38.64	38.15	38.31
ROE(%)	28.58	7.23	9.84	12.43	14.85
ROIC(%)	28.22	27.03	22.50	22.89	23.76
偿债能力					
资产负债率(%)	50.16	11.91	16.38	18.97	20.74
净负债比率(%)	41.29	18.33	23.76	18.94	15.74
流动比率	1.89	10.43	6.67	5.56	5.00
速动比率	1.29	8.92	5.45	4.19	3.55
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.26	0.22	0.28	0.32
应收账款周转率	1.89	2.24	2.14	2.09	2.06
应付账款周转率	0.79	0.70	0.82	0.76	0.73
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.52	2.25	3.16	4.30
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.10	-1.13	0.03	-0.22	0.67
每股净资产(最新摊薄)	3.10	20.97	22.83	25.44	28.94
估值比率					
P/E	108.16	63.15	42.60	30.26	22.26
P/B	30.91	4.56	4.19	3.76	3.31
EV/EBITDA	67.79	40.00	29.92	19.73	14.08

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188