

振华风光（688439）

证券研究报告

2024年01月24日

2023年归母净利润预增 84.81-94.71%，实现超预期增长

事件：公司发布 2023 年年度业绩预增公告，预计实现归母净利润 5.6 亿元-5.9 亿元，同比+84.81-+94.71%；预计实现扣非归母净利润 5.32 亿元-5.62 亿元，同比+81.96-92.23%。**我们认为：**公司坚持以技术研发牵引市场开拓，打造 FAE 团队前置市场到客户设计端，提前发现解决设计、研发、生产过程中的矛盾点，提升产品性能和客户服务质量，公司综合竞争力持续增强，产品销量实现增长，业绩超预期增长。

● 聚焦产业生态靶向发力，IDM 模式将成为公司发展重要推手

公司持续聚焦主业，不断提升公司高可靠军用模拟集成电路自我保障能力，打通从产品研发到封测的各个环节，将建设一条 6 英寸特色芯片工艺线，涵盖双极、CMOS、BCD、BiCMOS 等工艺，实现垂直整合（IDM）经营模式，形成多样化产品种类，全力推动集成电路国产化进程；**我们认为 IDM 模式能更好发挥资源的内部整合优势，充分释放芯片设计能力，缩短产品设计到量产所需时间，提高了公司的竞争优势，进一步夯实公司在高可靠集成电路领域的行业地位，公司市场份额与盈利能力有望双增长。**

● 强化市场推广主动作为，FAE 团队 2 小时快速响应能力抢占市场发展先机

公司凭借国产化产品的布局优势，持续推进核心产品的市场拓展。截止 2023 年 6 月底在全国设立了 15 个销售网点，驻地销售人员接近 60 人，同时补充建立了片区 FAE 团队，销售网点在具备实时处理订单销售之外，还获得了最快 2 小时内到达现场解决技术问题的响应能力；同时将市场前移至用户设计，为用户提供整体解决方案，获取器件级选型主导权。公司提供产品及服务的用户已累计至 600 余家，覆盖海、陆、空、天、网等特种领域，形成以用户为中心的“市场-科技-生产-质量”大市场全面服务的文化。**我们认为公司具备完善的体系化流程和提供完整的产品解决方案能力，有灵活的创新机制和快速的资源整合能力为市场服务，公司国产化订单数量或将继续保持良好增长态势，市场占有率有望进一步提高。**

盈利预测与评级：公司深耕军用集成电路市场，拥有完善的芯片设计平台、SiP 全流程设计平台和高可靠封装设计平台，具备陶瓷、金属、塑料等多种形式的高可靠封装能力，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，围绕信号链和电源管理器等产品进行设计开发，在国内高可靠集成电路领域中先发优势明显。**公司产品业务受益于国家国防信息化建设的有序推进，新增装备及装备的迭代升级将会为高可靠集成电路带来新的市场空间，公司业务有望进入持续增长周期；同时随着公司在产业端、市场端持续发力，公司经营能力稳定改善，看好公司未来长期发展。**考虑到公司已发布 2023 年业绩预增公告，研发以及市场持续投入有望稳定增强公司竞争力，产品销量或将持续增长，我们预计公司在 2023-2025 年的归母净利润分别为 5.71/7.95/10.81 亿元（2023 年、2024 年前值为 4.65/6.65 亿元），对应 P/E 为 27.50/19.75/14.53X，维持“买入”评级。

风险提示：研发未达预期风险；客户集中度较高风险；税收政策变动的风险；应收账款及应收票据余额较高的风险；行业风险；业绩预告仅为初步核算结果，具体数据以公司正式发布的 23 年年报为准。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	502.33	778.87	1,425.90	2,327.86	3,652.72
增长率(%)	38.97	55.05	83.07	63.26	56.91
EBITDA(百万元)	296.85	497.15	711.42	980.13	1,326.19
归属母公司净利润(百万元)	176.92	303.02	570.99	795.25	1,081.10
增长率(%)	67.80	71.27	88.43	39.28	35.94
EPS(元/股)	0.88	1.52	2.85	3.98	5.41
市盈率(P/E)	88.76	51.83	27.50	19.75	14.53
市净率(P/B)	25.37	3.74	3.38	2.97	2.55
市销率(P/S)	31.26	20.16	11.01	6.75	4.30
EV/EBITDA	0.00	41.80	18.19	14.12	11.18

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/军工电子 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	80.6 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	200.00
流通 A 股股本(百万股)	95.17
A 股总市值(百万元)	16,120.00
流通 A 股市值(百万元)	7,671.10
每股净资产(元)	22.57
资产负债率(%)	12.54
一年内最高/最低(元)	122.70/71.35

作者

王泽宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070002
wangzeyu@tfzq.com

杨英杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523090001
yangyingjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《振华风光-首次覆盖报告:军用模拟集成电路核心供应商，有望深度受益于国产替代快速推进》 2022-09-05

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	237.41	3,008.59	2,841.71	1,944.12	996.83
应收票据及应收账款	538.37	806.44	1,633.43	2,349.80	3,900.42
预付账款	21.44	57.28	97.89	231.74	375.61
存货	350.56	643.21	1,182.34	2,695.66	4,449.59
其他	3.13	32.98	14.81	21.88	29.00
流动资产合计	1,150.91	4,548.50	5,770.19	7,243.20	9,751.43
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	58.92	81.61	69.29	55.68	44.11
在建工程	0.97	39.52	37.21	33.77	25.74
无形资产	3.37	4.82	3.95	3.08	2.22
其他	55.28	142.28	76.65	90.83	97.65
非流动资产合计	118.53	268.23	187.10	183.37	169.72
资产总计	1,269.44	4,816.74	5,957.29	7,426.57	9,921.15
短期借款	210.81	0.00	10.00	5.00	8.00
应付票据及应付账款	271.46	358.75	816.90	1,680.53	2,921.01
其他	118.72	69.62	360.07	299.57	637.18
流动负债合计	601.00	428.37	1,186.98	1,985.10	3,566.19
长期借款	0.00	77.00	8.00	6.00	4.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	26.83	60.62	38.97	42.14	47.24
非流动负债合计	26.83	137.62	46.97	48.14	51.24
负债合计	636.77	573.63	1,233.95	2,033.24	3,617.43
少数股东权益	13.57	49.23	73.27	106.75	152.27
股本	150.00	200.00	200.00	200.00	200.00
资本公积	362.12	3,583.59	3,583.59	3,583.59	3,583.59
留存收益	107.20	410.22	867.01	1,503.21	2,368.09
其他	(0.22)	0.06	(0.53)	(0.23)	(0.23)
股东权益合计	632.67	4,243.10	4,723.35	5,393.33	6,303.72
负债和股东权益总计	1,269.44	4,816.74	5,957.29	7,426.57	9,921.15

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	187.66	338.48	570.99	795.25	1,081.10
折旧摊销	16.00	20.47	22.50	22.92	23.47
财务费用	7.30	10.01	(7.77)	(7.75)	(4.16)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(291.11)	(655.42)	(632.25)	(1,567.38)	(1,877.02)
其它	59.19	60.59	30.05	41.86	56.90
经营活动现金流	(20.96)	(225.87)	(16.49)	(715.11)	(719.72)
资本支出	19.07	47.87	28.65	1.83	(2.10)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(64.10)	(193.30)	(35.65)	(6.83)	(0.90)
投资活动现金流	(45.04)	(145.42)	(7.00)	(5.00)	(3.00)
债权融资	40.45	(161.61)	(22.59)	(10.36)	3.03
股权融资	374.82	3,195.95	(120.79)	(167.12)	(227.60)
其他	(188.70)	108.13	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	226.57	3,142.47	(143.39)	(177.49)	(224.58)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	160.57	2,771.18	(166.88)	(897.59)	(947.29)

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	502.33	778.87	1,425.90	2,327.86	3,652.72
营业成本	130.66	176.11	328.60	698.04	1,286.14
营业税金及附加	1.58	2.42	4.42	7.22	11.32
销售费用	29.46	42.58	78.00	127.33	199.80
管理费用	60.45	82.24	156.85	256.06	401.80
研发费用	46.74	88.09	171.11	284.00	452.94
财务费用	6.73	3.86	(7.77)	(7.75)	(4.16)
资产/信用减值损失	(11.02)	(12.93)	(12.00)	(12.00)	(12.00)
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	0.00	0.00	0.00
其他	21.40	15.73	0.00	0.00	0.00
营业利润	216.34	380.77	682.70	950.95	1,292.88
营业外收入	0.79	0.43	0.40	0.40	0.40
营业外支出	1.04	0.09	0.10	0.10	0.10
利润总额	216.09	381.12	683.00	951.25	1,293.18
所得税	28.43	42.64	81.96	114.15	155.18
净利润	187.66	338.48	601.04	837.10	1,138.00
少数股东损益	10.73	35.46	30.05	41.86	56.90
归属于母公司净利润	176.92	303.02	570.99	795.25	1,081.10
每股收益(元)	0.88	1.52	2.85	3.98	5.41

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	38.97%	55.05%	83.07%	63.26%	56.91%
营业利润	75.64%	76.01%	79.29%	39.29%	35.96%
归属于母公司净利润	67.80%	71.27%	88.43%	39.28%	35.94%
获利能力					
毛利率	73.99%	77.39%	76.95%	70.01%	64.79%
净利率	35.22%	38.90%	40.04%	34.16%	29.60%
ROE	28.58%	7.23%	12.28%	15.04%	17.57%
ROIC	52.64%	56.31%	49.45%	44.07%	33.17%
偿债能力					
资产负债率	50.16%	11.91%	20.71%	27.38%	36.46%
净负债率	4.03%	-68.43%	-58.58%	-35.00%	-14.93%
流动比率	1.89	10.43	4.86	3.65	2.73
速动比率	1.31	8.96	3.87	2.29	1.49
营运能力					
应收账款周转率	1.07	1.16	1.17	1.17	1.17
存货周转率	1.99	1.57	1.56	1.20	1.02
总资产周转率	0.51	0.26	0.26	0.35	0.42
每股指标(元)					
每股收益	0.88	1.52	2.85	3.98	5.41
每股经营现金流	-0.10	-1.13	-0.08	-3.58	-3.60
每股净资产	3.10	20.97	23.25	26.43	30.76
估值比率					
市盈率	88.76	51.83	27.50	19.75	14.53
市净率	25.37	3.74	3.38	2.97	2.55
EV/EBITDA	0.00	41.80	18.19	14.12	11.18
EV/EBIT	0.00	43.46	18.78	14.45	11.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com