

振华风光 (688439)

证券研究报告
2024年05月20日

竞争能力稳步增强，营收业绩持续增长

事件：4月25日，公司发布2024年一季度报。

2024年第一季度公司实现营业收入3.48亿元，同比增长7.63%；实现归母净利润1.40亿元，同比增长8.57%；实现扣非归母净利润1.34亿元，同比增长4.71%。

应收款项同比大幅增长，公司业绩增长潜力十足

截止2024年一季度末，公司应收票据及应收账款17.36亿元，同比增长76.47%；应付票据及应付账款3.85亿元，同比减少7.48%。应收款项的大幅增长或表明公司下游订单持续增长，未来业绩有望不断加厚。我们认为，公司业绩有望持续增长，下游订单或将持续增多。

聚焦科技创新，竞争能力稳步增强

2023年间，公司围绕国企改革深化“两个核心”，提升核心竞争力，增强核心功能，着力构建全新产品体系，力争向射频微波、时钟电路、隔离器等新领域产品实现突破；二是持续加大研发投入，累计推出近百款新品；三是积极探索“产学研用”深度融合，通过与高校开展技术合作，夯实射频微波等产品方向的发展基础；四是加强测试平台建设，拓展测量能力，实现多项关键技术，夯实为用户提供整体解决方案的能力。

2024年4月19日，公司发布《2023年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，公司高可靠模拟集成电路晶圆制造及先进封测产业化项目进度达到2.94%。我们认为，公司研发投入或将持续增长，募投项目进展有望有力推动，或将为后续产品的扩充打下坚实基础。

期间费用率整体可控，利率水平管理改善有望恢复

2024年一季度公司实现净利率39.93%，同比-3.86pcts；实现毛利率71.57%，同比-0.6pcts。一季度期间费用率18.24%，同比+1.02pcts：销售费用率2.46%，同比-1.7pcts；管理费用率6.89%，同比+1.08pcts；财务费用率-0.98%，同比+2.05pcts；研发费用率9.88%，同比-0.4pcts。我们认为，公司期间费用整体位于可控区间，公司“提质增效重回报”方案中提到优化公司运营管理，公司有望在后续季度中提质增效，实现利率回升及费用下降。

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24年一季度业绩增速略有下滑，故略微调整盈利预测，我们预计公司在2024-2026年的归母净利润分别为6.82/8.45/10.35亿元（2024年、2025年预测前值为7.95/10.81亿元），对应P/E为19.39/15.66/12.79X，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；贸易摩擦风险；需求端放缓或调整风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	778.87	1,297.12	1,957.47	2,808.63	3,905.15
增长率(%)	55.05	66.54	50.91	43.48	39.04
EBITDA(百万元)	497.15	879.88	848.00	1,056.05	1,295.13
归属母公司净利润(百万元)	303.02	610.61	682.39	845.21	1,034.72
增长率(%)	71.27	101.51	11.76	23.86	22.42
EPS(元/股)	1.52	3.05	3.41	4.23	5.17
市盈率(P/E)	43.67	21.67	19.39	15.66	12.79
市净率(P/B)	3.16	2.80	2.51	2.22	1.95
市销率(P/S)	16.99	10.20	6.76	4.71	3.39
EV/EBITDA	41.80	17.09	12.11	10.95	8.49

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	66.16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)	95.86
A股总市值(百万元)	13,232.00
流通A股市值(百万元)	6,341.88
每股净资产(元)	24.34
资产负债率(%)	11.83
一年内最高/最低(元)	115.90/60.00

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

- 《振华风光-公司点评:2023年现归母净利润预增84.81-94.71%，实现超预期增长》2024-01-24
- 《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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,008.59	1,259.03	1,624.12	320.89	911.29
应收票据及应收账款	806.44	1,446.17	1,903.29	2,902.60	3,779.56
预付账款	57.28	39.17	240.11	228.57	496.77
存货	643.21	696.02	1,974.49	2,725.65	4,083.94
其他	32.98	1,297.56	1,307.84	1,312.14	1,312.19
流动资产合计	4,548.50	4,737.94	7,049.84	7,489.86	10,583.75
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	81.61	227.86	250.34	285.17	334.67
在建工程	39.52	16.12	18.50	18.80	15.26
无形资产	4.82	19.81	16.10	12.39	8.68
其他	142.28	358.74	183.08	220.37	248.44
非流动资产合计	268.23	622.52	468.02	536.73	607.05
资产总计	4,816.74	5,360.47	7,517.86	8,026.59	11,190.80
短期借款	0.00	0.00	10.00	5.00	8.00
应付票据及应付账款	358.75	347.93	1,767.99	1,782.96	3,712.60
其他	69.62	126.48	334.32	113.41	473.80
流动负债合计	428.37	474.42	2,112.30	1,901.37	4,194.39
长期借款	77.00	33.02	8.00	6.00	4.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	60.62	82.13	56.53	66.43	68.36
非流动负债合计	137.62	115.15	64.53	72.43	72.36
负债合计	573.63	594.34	2,176.83	1,973.80	4,266.76
少数股东权益	49.23	37.17	65.90	101.49	145.06
股本	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00
资本公积	3,583.59	3,584.40	3,584.40	3,584.40	3,584.40
留存收益	410.22	945.03	1,490.94	2,167.11	2,994.88
其他	0.06	(0.47)	(0.21)	(0.21)	(0.30)
股东权益合计	4,243.10	4,766.13	5,341.03	6,052.79	6,924.05
负债和股东权益总计	4,816.74	5,360.47	7,517.86	8,026.59	11,190.80

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	338.48	612.44	682.39	845.21	1,034.72
折旧摊销	20.47	33.33	45.84	49.89	54.93
财务费用	10.01	1.80	(27.79)	(18.57)	(11.20)
投资损失	0.00	(12.24)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(655.42)	(851.10)	(166.12)	(1,973.84)	(243.93)
其它	60.59	183.42	35.91	44.48	54.46
经营活动现金流	(225.87)	(32.36)	570.24	(1,052.81)	888.97
资本支出	47.87	145.05	92.60	71.41	95.25
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(193.30)	(1,754.60)	(159.59)	(152.73)	(192.43)
投资活动现金流	(145.42)	(1,609.56)	(66.99)	(81.31)	(97.18)
债权融资	(161.61)	21.52	5.25	8.83	16.53
股权融资	3,195.95	0.28	(143.40)	(177.94)	(217.92)
其他	108.13	(129.45)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	3,142.47	(107.65)	(138.15)	(169.11)	(201.39)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,771.18	(1,749.56)	365.09	(1,303.23)	590.40

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	778.87	1,297.12	1,957.47	2,808.63	3,905.15
营业成本	176.11	330.79	591.41	992.50	1,536.02
营业税金及附加	2.42	4.86	6.07	8.71	12.11
销售费用	42.58	46.85	109.62	154.47	208.93
管理费用	82.24	92.46	215.32	308.95	429.57
研发费用	88.09	153.05	234.90	339.84	480.33
财务费用	3.86	(42.25)	(27.79)	(18.57)	(11.20)
资产/信用减值损失	(12.93)	(34.04)	(12.00)	(12.00)	(12.00)
公允价值变动收益	0.00	3.60	(0.00)	0.00	0.00
投资净收益	0.00	12.24	0.00	0.00	0.00
其他	15.73	19.02	0.00	0.00	0.00
营业利润	380.77	710.54	815.95	1,010.72	1,237.40
营业外收入	0.43	0.00	0.40	0.40	0.40
营业外支出	0.09	0.63	0.10	0.10	0.10
利润总额	381.12	709.92	816.25	1,011.02	1,237.70
所得税	42.64	97.48	97.95	121.32	148.52
净利润	338.48	612.44	718.30	889.70	1,089.18
少数股东损益	35.46	1.83	35.92	44.48	54.46
归属于母公司净利润	303.02	610.61	682.39	845.21	1,034.72
每股收益(元)	1.52	3.05	3.41	4.23	5.17

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	55.05%	66.54%	50.91%	43.48%	39.04%
营业利润	76.01%	86.61%	14.83%	23.87%	22.43%
归属于母公司净利润	71.27%	101.51%	11.76%	23.86%	22.42%
获利能力					
毛利率	77.39%	74.50%	69.79%	64.66%	60.67%
净利率	38.90%	47.07%	34.86%	30.09%	26.50%
ROE	7.23%	12.91%	12.94%	14.20%	15.26%
ROIC	56.31%	48.00%	35.61%	37.78%	25.22%
偿债能力					
资产负债率	11.91%	11.09%	28.96%	24.59%	38.13%
净负债率	-68.43%	-24.64%	-29.25%	-4.44%	-12.33%
流动比率	10.43	9.89	3.34	3.94	2.52
速动比率	8.96	8.43	2.40	2.51	1.55
营运能力					
应收账款周转率	1.16	1.15	1.17	1.17	1.17
存货周转率	1.57	1.94	1.47	1.20	1.15
总资产周转率	0.26	0.25	0.30	0.36	0.41
每股指标(元)					
每股收益	1.52	3.05	3.41	4.23	5.17
每股经营现金流	-1.13	-0.16	2.85	-5.26	4.44
每股净资产	20.97	23.64	26.38	29.76	33.89
估值比率					
市盈率	43.67	21.67	19.39	15.66	12.79
市净率	3.16	2.80	2.51	2.22	1.95
EV/EBITDA	41.80	17.09	12.11	10.95	8.49
EV/EBIT	43.46	17.67	12.80	11.49	8.86

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