

振华风光 (688439.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

短期业绩承压，加码研发拓展新品

事件

2024年8月23日，公司发布24年中报，24H1实现营收6.11亿（同比-5.7%），实现归母2.31亿（同比-9.8%），其中24Q2实现营收2.62亿（同比-19.0%，环比-24.8%），实现归母0.92亿（同比-28.4%，环比-34.5%）。

点评

短期业绩承压，五大类产品推陈出新。24H1公司归母净利润2.31亿，下滑9.8%，受需求不足以及降价导致公司业绩下降。面对短期承压长期向好的市场，公司加码放大器、转换器、接口驱动、系统封装和电源管理五大产品研发，推出多款新品，有望在无人机集群、低轨卫星、医疗机器人等新兴领域应用。24H1公司已推出新品60余款。

盈利能力下降，加强管理保经营质量。公司24H1实现毛利率67.4%（同比-4.3pct），归母净利率37.9%（同比-1.7pct）；24Q2毛利率62.0%（同比-9.3pct，环比-9.6pct），归母净利率34.9%（同比-4.6pct，环比-5.2pct），价格压力下公司加强管理叠加拓展新品，减缓盈利下滑幅度。

研发高投入，设立上海研发中心。公司24H1费用率同比+2.9pct，其中销售费用率3.2%（同比-0.4pct），管理费用率7.3%（同比+1.1pct），研发费用率11.7%（同比+0.2pct）。公司24H1研发投入达7100万元，并设立上海研发中心，打造“贵阳+成都+西安+南京+上海”五位一体研发体系。公司顺利推出MCU，电机驱动，射频微波电路等新品，并可提供芯片级解决方案，打造多类产品矩阵。

在建工程提升，产能布局长期发展。截至24Q2，公司固定资产3.22亿元，较期初+41.39%；在建工程1.75亿元，较期初+983.56%；报告期内募投项目稳步推进，产能布局支撑公司长期发展。

盈利预测、估值与评级

预计公司2024-2026年公司实现归母净利润5.21亿/6.25亿/7.49亿元，同比-15%/+20%/+20%，对应PE为17.6/14.7/12.3倍，公司作为军用模拟芯片龙头，持续拓展新品类并打造平台型高端芯片供应商，维持“买入”评级。

风险提示

研发进度不及预期风险；税收政策变动风险；下游需求及产品销售价格波动风险。

军工组

分析师：杨晨（执业 S1130522060001）

yangchen@gjzq.com.cn

分析师：温晓（执业 S1130524060001）

wenxiao@gjzq.com.cn

市价（人民币）：45.89元

相关报告：

- 《振华风光公司点评：业绩高增长，持续高研发拓展新产品》，2024.4.21
- 《振华风光公司点评：业绩超预期，品类拓展助力加速成长》，2023.10.27
- 《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



公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	779	1,297	1,171	1,405	1,699
营业收入增长率	55.05%	66.54%	-9.75%	20.05%	20.90%
归母净利润(百万元)	303	611	521	625	749
归母净利润增长率	71.27%	101.51%	-14.65%	19.95%	19.78%
摊薄每股收益(元)	1.515	3.053	2.606	3.126	3.744
每股经营性现金流净额	-1.13	-0.16	5.43	2.61	2.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.23%	12.91%	9.98%	10.76%	11.50%
P/E	78.46	29.19	17.61	14.68	12.26
P/B	5.67	3.77	1.76	1.58	1.41

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

事件说明.....	3
受需求不足以及降价导致公司业绩下降，业绩阶段性承压.....	3
盈利能力下降，加强管理保经营质量.....	3
在建工程提升，产能布局长期发展.....	4
投资建议.....	5
风险提示.....	5

图表目录

图表 1： 2024Q2 营收及同比、环比增速.....	3
图表 2： 2024Q2 归母净利润及同比、环比增速.....	3
图表 3： 2024Q2 毛利率、净利率以及期间费用率.....	3
图表 4： 2024Q2 各项费用率.....	4
图表 5： 2024Q2 资产减值及信用减值.....	4
图表 6： 2024Q2 固定资产和在建工程变化.....	4
图表 7： 2024Q2 资本性支出及同比增速.....	4
图表 8： 2024Q2 合同负债与预付款项变化.....	4
图表 9： 2024Q2 存货及周转天数.....	4
图表 10： 2024Q2 经营性净现金流及收现比.....	5

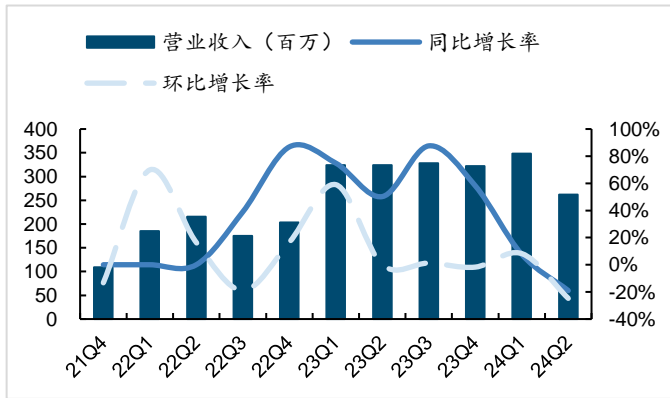
事件说明

2024年8月23日，公司发布2024年半年度报告，24年上半年实现营收6.11亿（同比-5.7%），实现归母净利润2.31亿（同比-9.8%），其中24年二季度实现营收2.62亿（同比-19.0%，环比-24.8pct），实现归母净利润0.92亿（同比-28.4%，环比-34.5pct）。

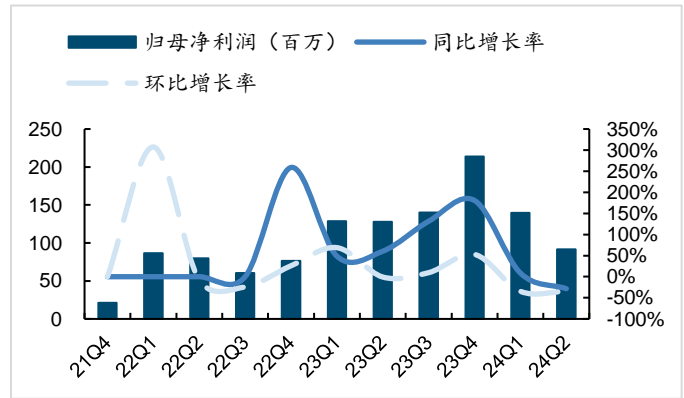
受需求不足以及降价导致公司业绩下降，业绩阶段性承压

公司24年上半年实现营收6.11亿（同比-5.7%），实现归母净利润2.31亿（同比-9.8%），其中24年二季度实现营收2.62亿（同比-19.0%，环比-24.8pct），实现归母净利润0.92亿（同比-28.4%，环比-34.5pct）。由于受需求不足以及降价导致公司业绩下降，导致公司上半年营收与归母净利润均有所下降。

图表1：2024Q2 营收及同比、环比增速



图表2：2024Q2 归母净利润及同比、环比增速



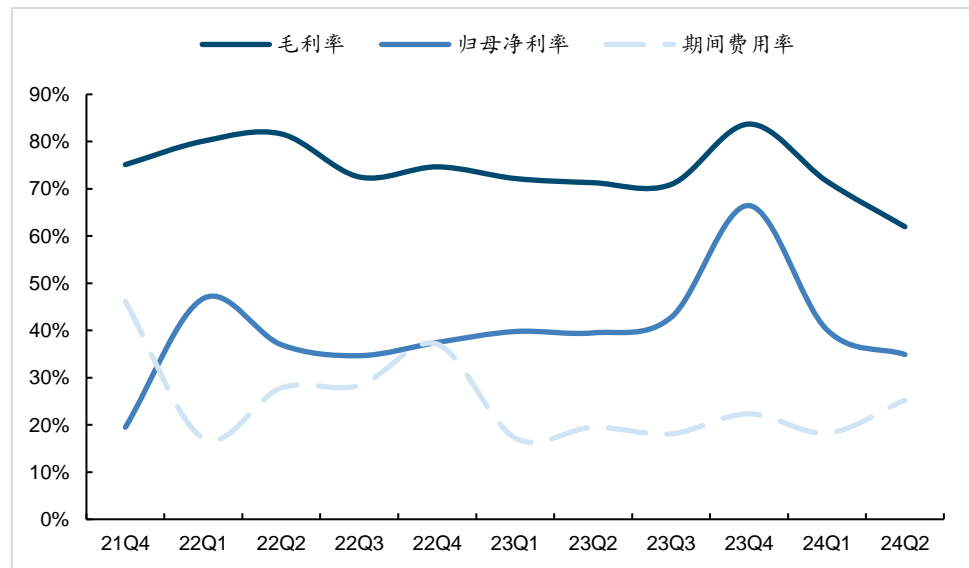
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

盈利能力下降，加强管理保经营质量

公司24年上半年毛利率67.4%（同比-4.3pct），归母净利率37.9%（同比-1.7pct）；24年二季度毛利率62.0%（同比-9.3pct，环比-9.6pct），归母净利率34.9%（同比-4.6pct，环比-5.2pct）。价格压力下公司加强管理叠加拓展新品，减缓盈利下滑幅度。

图表3：2024Q2 毛利率、净利率以及期间费用率

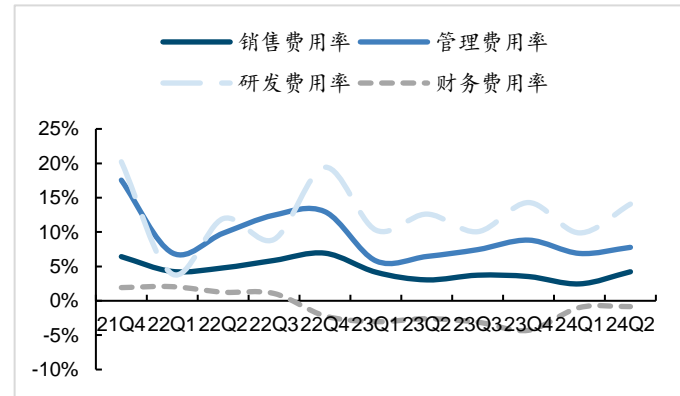


来源：wind，国金证券研究所

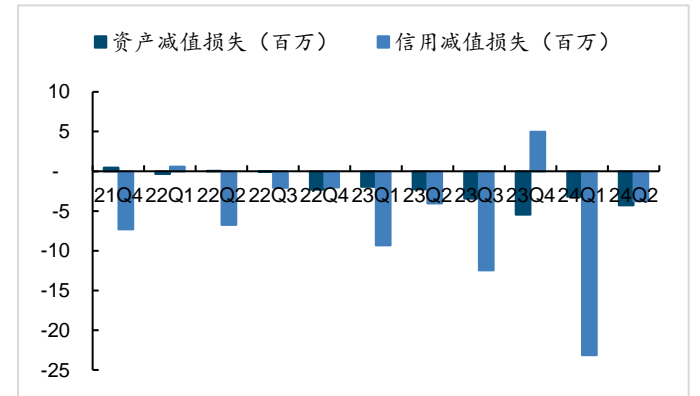
公司24年上半年期间费用率21.2%，同比+2.9pct；其中销售费用率3.2%，同比-0.4pct；管理费用率7.3%，同比+1.1pct，主要系为持续增强公司核心竞争力而新成立上海研发中心筹备期间的人工费、办公场所租赁费及装修费等导致管理费用同比增加；研发费用率11.7%，同比+0.2pct，研发人员占比提升至30%，平均薪酬也有所提升；财务费用率-0.9%，同比+1.9pct。Q2期间费用率25.2%，同比+5.7pct，环比+7.0pct；其中销售费用率4.2%，

同比+1.2pct, 环比+1.8pct; 管理费用率 7.8%, 同比+1.3pct, 环比+0.9pct; 研发费用率 14.1%, 同比+1.5pct, 环比+4.2pct; 财务费用率-0.8%, 同比+1.8pct, 环比+0.1pct。24年上半年共计提资产减值损失-748万元, 信用减值损失-2692万元。

图表4: 2024Q2 各项费用率



图表5: 2024Q2 资产减值及信用减值



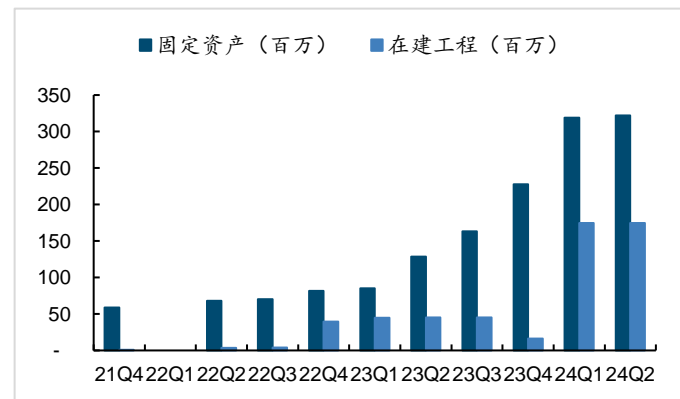
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

在建工程提升, 产能布局长期发展

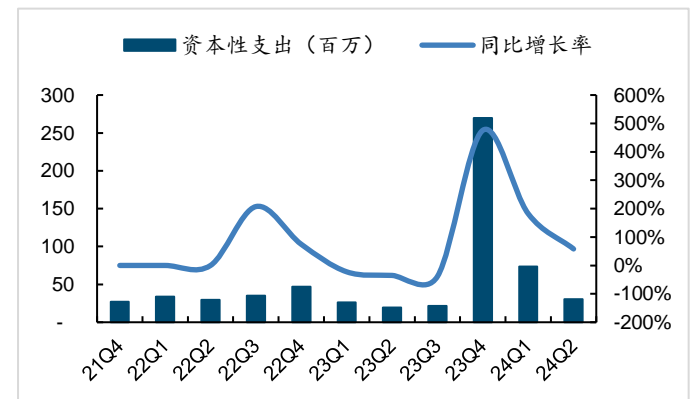
公司 24 年 Q2 固定资产 3.2 亿元, 较期初+41.4%, 主要系集成电路产业园项目部分厂房已达到可使用状态, 确认为固定资产所致; 在建工程 1.75 亿元, 较期初+983.6%, 主要系集成电路产业园项目和办公楼装修正常投入所致; 资本性支出 0.31 亿元, 同比+58.1%。

图表6: 2024Q2 固定资产和在建工程变化



来源: wind, 国金证券研究所

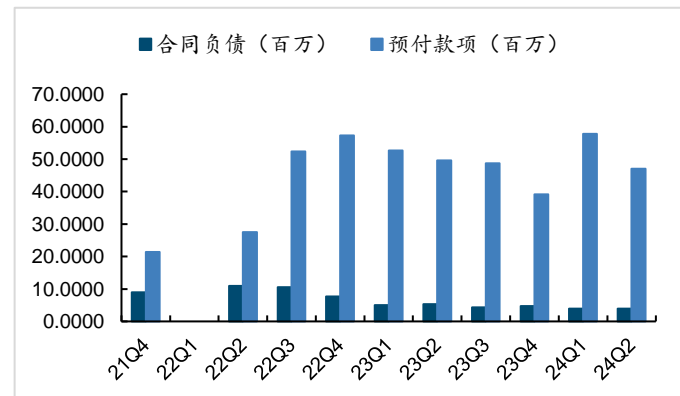
图表7: 2024Q2 资本性支出及同比增速



来源: wind, 国金证券研究所

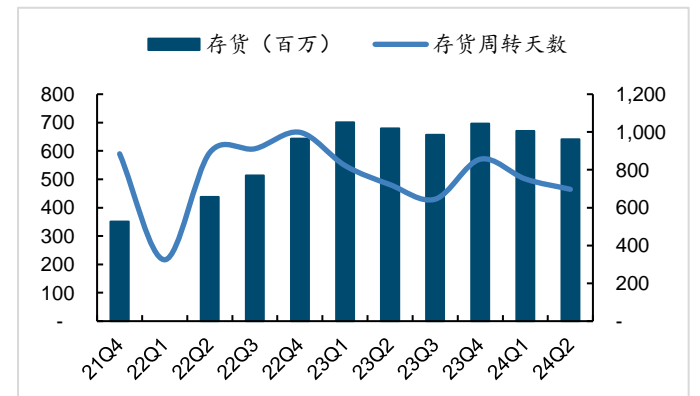
公司 24Q2 合同负债 389.68 万元, 较期初-18.3%; 预付款项 0.47 亿元, 较期初+20.0%, 主要系预付的晶圆流片费增加所致; 存货 6.40 亿元, 较期初-8.0%。

图表8: 2024Q2 合同负债与预付款项变化



来源: wind, 国金证券研究所

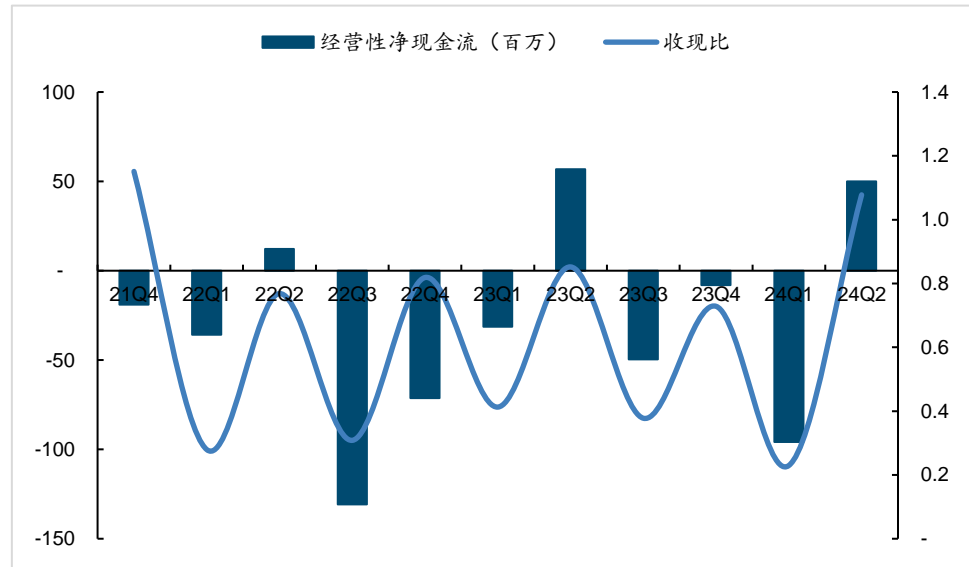
图表9: 2024Q2 存货及周转天数



来源: wind, 国金证券研究所

公司 24Q2 经营性净现金流 0.5 亿元，较去年同期减少 700 万元，但已实现转正，趋势向好；收现比 1.1，较去年同期增加 0.2。

图表10: 2024Q2 经营性净现金流及收现比



来源: wind, 国金证券研究所

投资建议

预计公司 2024-2026 年公司实现归母净利润 5.21 亿/6.25 亿/7.49 亿元，同比-15%/+20%/+20%，对应 PE 为 17.6/14.7/12.3 倍，公司作为军用模拟芯片龙头，持续拓展新品类并打造平台型高端芯片供应商，维持“买入”评级。

风险提示

研发进度不及预期风险；税收政策变动风险；下游需求及产品销售价格波动风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	502	779	1,297	1,171	1,405	1,699
增长率		55.1%	66.5%	-9.8%	20.0%	20.9%
主营业务成本	-131	-176	-331	-329	-413	-517
%销售收入	26.0%	22.6%	25.5%	28.1%	29.4%	30.5%
毛利	372	603	966	841	993	1,182
%销售收入	74.0%	77.4%	74.5%	71.9%	70.6%	69.5%
营业税金及附加	-2	-2	-5	-4	-5	-6
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-29	-43	-47	-41	-48	-53
%销售收入	5.9%	5.5%	3.6%	3.5%	3.4%	3.1%
管理费用	-60	-82	-92	-82	-97	-110
%销售收入	12.0%	10.6%	7.1%	7.0%	6.9%	6.5%
研发费用	-47	-88	-153	-135	-160	-189
%销售收入	9.3%	11.3%	11.8%	11.5%	11.4%	11.1%
息税前利润 (EBIT)	233	387	669	579	683	824
%销售收入	46.5%	49.7%	51.6%	49.5%	48.6%	48.5%
财务费用	-7	-4	42	15	21	25
%销售收入	1.3%	0.5%	-3.3%	-1.3%	-1.5%	-1.4%
资产减值损失	-11	-13	-34	-14	-9	-13
公允价值变动收益	0	0	4	0	0	0
投资收益	0	0	12	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	216	381	711	596	714	856
营业利润率	43.1%	48.9%	54.8%	50.9%	50.8%	50.4%
营业外收支	0	0	-1	0	0	0
税前利润	216	381	710	596	714	856
利润率	43.0%	48.9%	54.7%	50.9%	50.8%	50.4%
所得税	-28	-43	-97	-71	-86	-103
所得税率	13.2%	11.2%	13.7%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	188	338	612	524	629	753
少数股东损益	11	35	2	3	4	4
归属于母公司的净利润	177	303	611	521	625	749
净利率	35.2%	38.9%	47.1%	44.5%	44.5%	44.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	188	338	612	524	629	753
少数股东损益	11	35	2	3	4	4
非现金支出	27	39	75	40	32	39
非经营收益	6	-3	-24	35	3	3
营运资金变动	-242	-600	-696	487	-141	-203
经营活动现金净流	-21	-226	-32	1,087	522	592
资本开支	-45	-145	-337	-8	-201	-181
投资	0	0	-1,285	0	0	0
其他	0	0	12	0	0	0
投资活动现金净流	-45	-145	-1,610	-8	-201	-181
股权募资	205	3,266	0	0	0	0
债权募资	62	-67	-22	-9	-28	-12
其他	-40	-56	-86	-33	-40	-48
筹资活动现金净流	227	3,142	-108	-42	-68	-60
现金净流量	161	2,771	-1,750	1,036	252	351

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	237	3,009	1,259	2,292	2,542	2,892
应收款项	539	810	1,450	932	1,038	1,205
存货	351	643	696	715	835	973
其他流动资产	24	87	1,333	1,333	1,343	1,356
流动资产	1,151	4,549	4,738	5,272	5,758	6,425
%总资产	90.7%	94.4%	88.4%	90.5%	88.7%	87.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	60	121	244	504	685	841
%总资产	4.7%	2.5%	4.6%	8.6%	10.6%	11.5%
无形资产	8	22	33	31	30	28
非流动资产	119	268	623	553	732	886
%总资产	9.3%	5.6%	11.6%	9.5%	11.3%	12.1%
资产总计	1,269	4,817	5,360	5,825	6,490	7,311
短期借款	263	28	51	50	25	15
应付款项	312	361	364	377	468	577
其他流动负债	35	47	64	53	66	84
流动负债	610	436	479	480	559	676
长期贷款	0	77	33	33	33	33
其他长期负债	27	61	82	51	46	42
负债	637	574	594	564	638	751
普通股股东权益	619	4,194	4,729	5,220	5,808	6,512
其中：股本	150	200	200	200	200	200
未分配利润	82	319	728	1,219	1,807	2,511
少数股东权益	14	49	37	40	44	48
负债股东权益合计	1,269	4,817	5,360	5,825	6,490	7,311

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.179	1.515	3.053	2.606	3.126	3.744
每股净资产	4.127	20.969	23.645	26.101	29.039	32.558
每股经营现金净流	-0.140	-1.129	-0.162	5.434	2.609	2.961
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.150	0.188	0.225
回报率						
净资产收益率	28.58%	7.23%	12.91%	9.98%	10.76%	11.50%
总资产收益率	13.94%	6.29%	11.39%	8.95%	9.63%	10.24%
投入资本收益率	22.53%	7.90%	11.85%	9.54%	10.16%	10.97%
增长率						
主营业务收入增长率	38.97%	55.05%	66.54%	-9.75%	20.05%	20.90%
EBIT 增长率	47.17%	65.96%	72.70%	-13.40%	17.78%	20.69%
净利润增长率	67.80%	71.27%	101.51%	-14.65%	19.95%	19.78%
总资产增长率	78.03%	279.44%	11.29%	8.66%	11.42%	12.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	183.5	154.9	217.8	200.0	180.0	170.0
存货周转天数	703.6	1,029.8	738.9	800.0	750.0	700.0
应付账款周转天数	463.3	525.0	302.8	300.0	300.0	300.0
固定资产周转天数	42.8	38.2	64.1	95.3	100.4	95.2
偿债能力						
净负债/股东权益	4.03%	-68.43%	-51.68%	-66.48%	-64.47%	-63.00%
EBIT 利息保障倍数	34.7	100.3	-15.8	-39.3	-31.9	-33.6
资产负债率	50.16%	11.91%	11.09%	9.69%	9.83%	10.28%

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	1	1	4	15
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.50	1.20	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	2023-01-20	买入	113.80	N/A
2	2023-02-24	买入	107.37	N/A
3	2023-04-14	买入	106.01	N/A
4	2023-04-26	买入	111.19	N/A
5	2023-07-21	买入	107.08	N/A
6	2023-08-29	买入	92.07	N/A
7	2023-10-27	买入	84.76	N/A
8	2024-04-21	买入	68.27	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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806