

短期业绩承压，公司持续拓展新产品、新市场

核心观点

事件：公司发布 24 年中报。24H1 公司营收 6.11 亿元（-5.69%），归母净利润 2.31 亿元（-9.84%）。24Q2 营收 2.62 亿元（-19.01%），归母净利润 0.92 亿元（-28.40%）。

- **受税收优惠政策变更及产品降价影响，公司营收和毛利率有所下降。**2024H1 公司营收 6.11 亿元（-5.69%），24Q2 营收 2.62 亿元（-19.01%），主要系税收优惠政策变更及产品降价影响所致。2024H1 归母净利润 2.31 亿元（-9.84%），净利率下降至 37.62%（-6.25pct）。其中，受税收优惠政策变更及产品降价影响，毛利率下降至 67.45%（-4.29pct），管理费用率（新设立上海研发中心的筹备期间费用）和财务费用率上升导致期间费用率上升至 21.24%（+2.89pct）。
- **固定资产和在建工程较年初明显增长，集成电路产业园项目持续推进。**2024 上半年固定资产 3.22 亿元，较年初增长 41.16%，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。2024H1 在建工程 1.75 亿元，较年初增长 983.56%，主要系集成电路产业园项目和办公楼装修正常投入所致。
- **军用运放领先企业有望充分受益于行业增长，持续研发拓品类强化市场推广。**公司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。军用集成电路具备装备排产上升+单机价值量提升+国产替代三重增长逻辑，短期虽有规划调整和用户需求调整的影响，但是国内军用集成电路中长期维持高景气，公司作为国内高可靠放大器产品国产化的核心承制单位，有望核心受益于行业增长。公司持续提升核心竞争力，构建全新产品体系，持续加大原有五大门类主营产品研发投入，并结合市场需求，着力推动 MCU、电机驱动、信号调理电路、射频微波电路等新产品的持续开发及推广。2024H1 公司新增 60 余款新品，其中 49 款新品已形成试用及供货。此外，公司明确“贵阳+成都+西安+南京+上海”五位一体的研发战略定位，通过核心技术与研发能力的提升助推市场开拓迈上新台阶。

盈利预测与投资建议

- 根据 24 年中报调整营收增速和毛利率，调整 24、25、26 年 EPS 为 2.55、3.04、3.69 元（前值为 3.36、4.11、5.20 元），参考可比公司 24 年 25 倍 PE，给予目标价 63.75 元，维持买入评级。

风险提示

新产品研发和批产进度不及预期；军品订单下放和收入确认进度不及预期

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	779	1,297	1,221	1,497	1,836
同比增长(%)	55.1%	66.5%	-5.9%	22.6%	22.6%
营业利润(百万元)	381	711	580	698	847
同比增长(%)	76.0%	86.6%	-18.3%	20.4%	21.3%
归属母公司净利润(百万元)	303	611	510	609	739
同比增长(%)	71.3%	101.5%	-16.5%	19.4%	21.3%
每股收益(元)	1.52	3.05	2.55	3.04	3.69
毛利率(%)	77.4%	74.5%	71.0%	70.4%	69.8%
净利率(%)	38.9%	47.1%	41.8%	40.7%	40.2%
净资产收益率(%)	12.6%	13.7%	10.4%	11.4%	12.5%
市盈率	29.0	14.4	17.2	14.4	11.9
市净率	2.1	1.9	1.7	1.6	1.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月27日）	44元
目标价格	63.75元
52周最高价/最低价	99.67/43.06元
总股本/流通A股（万股）	20,000/11,392
A股市值（百万元）	8,800
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2024年08月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-6.68	-19.5	-31.74	-51.7
相对表现%	-5.86	-16.45	-22.65	-40.81
沪深300%	-0.82	-3.05	-9.09	-10.89



证券分析师	
罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070002

联系人	
宁小涵	ningxiaohan@orientsec.com.cn

相关报告	
23 年业绩实现翻倍增长，大力推进技术创新和新产品布局	2024-04-23
业绩超预期，单三季度同比增长 131%	2023-10-29
23H1 业绩预计实现超 50% 的高增长，大力推进技术创新和新产品布局	2023-07-24

附录

表 1：振华风光可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2024/8/27	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
复旦微电	688385	25.90	0.88	1.07	1.34	1.64	29.49	24.30	19.27	15.75
振华科技	000733	37.36	4.84	2.68	3.31	3.96	7.72	13.94	11.30	9.45
紫光国微	002049	45.59	2.98	3.05	3.74	4.52	15.31	14.95	12.18	10.09
国博电子	688375	37.99	1.02	1.10	1.38	1.71	37.35	34.44	27.47	22.17
振芯科技	300101	12.44	0.13	0.36	0.48	0.62	96.73	34.84	25.69	19.97
	调整后 平均							25	19	15

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,009	1,259	1,373	939	946	营业收入	779	1,297	1,221	1,497	1,836
应收票据、账款及款项融资	807	1,447	1,362	1,670	2,048	营业成本	176	331	354	443	554
预付账款	57	39	37	45	55	营业税金及附加	2	5	4	5	6
存货	643	696	745	932	1,165	销售费用	43	47	43	52	64
其他	33	1,297	1,297	1,297	1,298	管理费用及研发费用	170	246	232	281	345
流动资产合计	4,549	4,738	4,814	4,883	5,513	财务费用	4	(42)	(9)	(8)	(6)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	13	34	50	50	50
固定资产	82	228	407	728	963	公允价值变动收益	0	4	4	4	4
在建工程	40	16	308	530	408	投资净收益	0	12	12	12	12
无形资产	5	20	17	17	17	其他	10	17	17	10	10
其他	145	359	170	165	165	营业利润	381	711	580	698	847
非流动资产合计	271	623	902	1,441	1,554	营业外收入	0	0	1	1	1
资产总计	4,820	5,360	5,716	6,324	7,066	营业外支出	0	1	0	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	381	710	581	699	848
应付票据及应付账款	359	348	373	466	583	所得税	43	97	70	84	102
其他	77	131	131	132	133	净利润	338	612	511	615	746
流动负债合计	436	479	504	598	716	少数股东损益	35	2	2	6	7
长期借款	77	33	33	33	33	归属于母公司净利润	303	611	510	609	739
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.52	3.05	2.55	3.04	3.69
其他	64	82	43	43	43						
非流动负债合计	141	115	76	76	76	主要财务比率					
负债合计	577	594	579	674	792		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	49	37	39	45	52	成长能力					
实收资本(或股本)	200	200	200	200	200	营业收入	55.1%	66.5%	-5.9%	22.6%	22.6%
资本公积	3,584	3,584	3,584	3,584	3,584	营业利润	76.0%	86.6%	-18.3%	20.4%	21.3%
留存收益	410	945	1,314	1,821	2,438	归属于母公司净利润	71.3%	101.5%	-16.5%	19.4%	21.3%
其他	0	(0)	(1)	(0)	(0)	获利能力					
股东权益合计	4,243	4,766	5,137	5,650	6,275	毛利率	77.4%	74.5%	71.0%	70.4%	69.8%
负债和股东权益总计	4,820	5,360	5,716	6,324	7,066	净利率	38.9%	47.1%	41.8%	40.7%	40.2%
						ROE	12.6%	13.7%	10.4%	11.4%	12.5%
						ROIC	13.0%	12.5%	10.0%	11.1%	12.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	12.0%	11.1%	10.1%	10.7%	11.2%
净利润	338	612	511	615	746	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	20	33	48	37	37	流动比率	10.43	9.89	9.56	8.17	7.70
财务费用	4	(42)	(9)	(8)	(6)	速动比率	8.92	8.43	8.08	6.61	6.07
投资损失	0	(12)	(12)	(12)	(12)	营运能力					
营运资金变动	(544)	(627)	63	(410)	(504)	应收账款周转率	2.4	1.7	1.1	1.2	1.2
其它	(45)	3	148	(3)	(4)	存货周转率	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
经营活动现金流	(226)	(32)	749	220	258	总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
资本支出	(93)	(158)	(497)	(576)	(150)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	1.52	3.05	2.55	3.04	3.69
其他	(52)	(1,451)	16	16	16	每股经营现金流	-1.13	-0.16	3.74	1.10	1.29
投资活动现金流	(145)	(1,610)	(482)	(560)	(134)	每股净资产	20.97	23.64	25.49	28.03	31.11
债权融资	31	(0)	(22)	0	0	估值比率					
股权融资	3,271	1	0	0	0	市盈率	29.0	14.4	17.2	14.4	11.9
其他	(160)	(108)	(131)	(94)	(116)	市净率	2.1	1.9	1.7	1.6	1.4
筹资活动现金流	3,142	(108)	(153)	(94)	(116)	EV/EBITDA	14.3	8.3	9.4	8.0	6.6
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	15.1	8.7	10.2	8.4	6.9
现金净增加额	2,771	(1,750)	114	(435)	7						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。