



振华风光 (688439.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

持续加大研发开拓新品，业绩有望触底回升

军工组

分析师：杨晨 (执业 S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

业绩简评

2025 年 4 月 25 日，公司发布 24 年年报和 25 年一季报，24 年实现营收 10.63 亿 (-18.0%)，实现归母净利润 3.23 亿 (-47.2%)；其中 24Q4 实现营收 2.71 亿 (同比-15.9%，环比+48.9%)，实现归母 0.74 亿 (同比-65.4%，环比+332.1%)。25Q1 实现营收 1.89 亿 (同比-45.7%，环比-30.1%)，实现归母 0.20 亿 (同比-86.0%，环比-73.5%)。

经营分析

25Q1 订单同比增长，验收放缓业绩短期承压。公司产品验收严格且周期较长，25Q1 销售订单同比增长，但客户暂未完成产品验收，25Q1 实现营收 1.89 亿 (同比-45.7%，环比-30.1%)；受产品降价和计提信用减值影响，25Q1 实现归母 0.20 亿 (同比-86.0%，环比-73.5%)。

毛利率因降价承压，新产品筑未来市场根基。1) 25Q1 毛利率 58.3% (同比-13.3pct，环比-11.9pct)，归母净利率 10.4% (同比-29.8pct，环比-17.0pct)，毛利率下滑主要系产品价格承压。2) 25Q1 期间费用率 34.8% (同比+16.6pct，环比+10.1pct)，其中研发费用率 16.9% (同比+7.1pct，环比+3.4pct)。为应对降价压力，公司持续加大研发投入，24 年推出 100 余款新产品，在“新产品、新客户、新领域”带来的销售收入超过 1 亿元，新品收入占比显著提高。公司目前已形成 300 余款产品，建立了贵阳、成都、西安、南京、上海“五地一体”研发区域格局。

在建工程达历史高峰，产能布局长期发展。1) 截至 25Q1，公司固定资产 3.57 亿元，较 24Q4+5.42%；在建工程 1.76 亿元，达历史高峰。研发中心建设项目、高可靠模拟集成电路晶圆制造及先进封测产业化项目预计分别于 25 年 6 月底、25 年 12 月底达产，产能布局支撑公司长期发展。2) 25Q1 计提信用减值和资产减值合计 3103 万元，其中应收账款减值 2762 万元，影响业绩表现。

25 年预计关联交易金额高增，行业景气度有望回暖。公司公告 25 年度日常关联交易预计金额 9272 万元，较 24 年实际发生金额 2095 万元+343%；其中采购商品、接受劳务预计金额 6207 万元 (+307%)，销售商品、提供劳务预计金额 2924 万元 (+630%)。公司根据业务实际需求，大幅提高预计交易金额，反映行业景气度有望回暖。

盈利预测、估值与评级

预计公司 2025-2027 年公司实现归母净利润 4.11 亿/6.00 亿/7.96 亿元，同比+27%/+46%/+33%，对应 PE 为 29.7/20.3/15.3 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；下游需求及产品销售价格波动风险。

市价 (人民币)：61.03 元

相关报告：

- 《振华风光公司点评：业绩阶段承压，新品拓展市场份额》，2024.10.30
- 《振华风光：短期业绩承压，加码研发拓展新品》，2024.8.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,297	1,063	1,414	1,822	2,271
营业收入增长率	66.54%	-18.04%	32.97%	28.87%	24.68%
归母净利润(百万元)	611	323	411	600	796
归母净利润增长率	101.51%	-47.18%	27.43%	46.02%	32.61%
摊薄每股收益(元)	3.053	1.613	2.055	3.001	3.979
每股经营性现金流净额	-0.16	-1.28	1.89	2.07	2.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.91%	6.55%	7.75%	10.22%	12.02%
P/E	29.19	31.80	29.70	20.34	15.34
P/B	3.77	2.08	2.30	2.08	1.84

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	779	1,297	1,063	1,414	1,822	2,271
增长率		66.5%	-18.0%	33.0%	28.9%	24.7%
主营业务成本	-176	-331	-339	-469	-613	-773
%销售收入	22.6%	25.5%	31.9%	33.2%	33.7%	34.0%
毛利	603	966	724	944	1,209	1,498
%销售收入	77.4%	74.5%	68.1%	66.8%	66.3%	66.0%
营业税金及附加	-2	-5	-10	-10	-14	-17
%销售收入	0.3%	0.4%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%
销售费用	-43	-47	-33	-49	-56	-68
%销售收入	5.5%	3.6%	3.1%	3.5%	3.1%	3.0%
管理费用	-82	-92	-97	-140	-157	-161
%销售收入	10.6%	7.1%	9.1%	9.9%	8.6%	7.1%
研发费用	-88	-153	-144	-219	-273	-320
%销售收入	11.3%	11.8%	13.5%	15.5%	15.0%	14.1%
息税前利润 (EBIT)	387	669	440	525	708	931
%销售收入	49.7%	51.6%	41.4%	37.2%	38.9%	41.0%
财务费用	-4	42	7	1	1	2
%销售收入	0.5%	-3.3%	-0.7%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-13	-34	-103	-27	-18	-25
公允价值变动收益	0	4	0	0	0	0
投资收益	0	12	33	10	20	30
%税前利润	0.0%	1.7%	8.4%	1.9%	2.7%	3.1%
营业利润	381	711	391	525	731	963
营业利润率	48.9%	54.8%	36.7%	37.1%	40.1%	42.4%
营业外收支	0	-1	-1	0	0	0
税前利润	381	710	390	525	731	963
利润率	48.9%	54.7%	36.7%	37.1%	40.1%	42.4%
所得税	-43	-97	-43	-59	-81	-107
所得税率	11.2%	13.7%	11.0%	11.2%	11.1%	11.1%
净利润	338	612	347	466	650	856
少数股东损益	35	2	25	55	50	61
归属于母公司的净利润	303	611	323	411	600	796
净利率	38.9%	47.1%	30.3%	29.1%	32.9%	35.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	338	612	347	466	650	856
少数股东损益	35	2	25	55	50	61
非现金支出	39	75	159	94	100	120
非经营收益	-3	-24	-32	59	-9	-14
营运资金变动	-600	-696	-731	-241	-326	-507
经营活动现金净流	-226	-32	-257	378	415	454
资本开支	-145	-337	-172	-166	-211	-191
投资	0	-1,285	-315	0	0	0
其他	0	12	32	10	20	30
投资活动现金净流	-145	-1,610	-455	-156	-191	-161
股权募资	3,266	0	0	0	0	0
债权募资	-67	-22	36	85	136	84
其他	-56	-86	-151	-37	-47	-63
筹资活动现金净流	3,142	-108	-115	49	89	20
现金净流量	2,771	-1,750	-826	271	312	314

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,009	1,259	433	696	1,003	1,313
应收款项	810	1,450	1,964	2,120	2,268	2,573
存货	643	696	702	942	1,208	1,494
其他流动资产	87	1,333	1,638	1,657	1,672	1,690
流动资产	4,549	4,738	4,737	5,416	6,152	7,071
%总资产	94.4%	88.4%	86.4%	87.4%	87.1%	87.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	121	244	515	656	783	876
%总资产	2.5%	4.6%	9.4%	10.6%	11.1%	10.8%
无形资产	22	33	89	93	97	102
非流动资产	268	623	746	781	910	1,007
%总资产	5.6%	11.6%	13.6%	12.6%	12.9%	12.5%
资产总计	4,817	5,360	5,482	6,196	7,062	8,077
短期借款	28	51	120	257	393	477
应付款项	361	364	210	395	497	602
其他流动负债	47	64	39	57	76	97
流动负债	436	479	370	708	966	1,176
长期贷款	77	33	0	0	0	0
其他长期负债	61	82	125	64	59	55
负债	574	594	494	772	1,025	1,231
普通股股东权益	4,194	4,729	4,926	5,307	5,871	6,619
其中：股本	200	200	200	200	200	200
未分配利润	319	728	851	1,232	1,796	2,545
少数股东权益	49	37	62	117	167	227
负债股东权益合计	4,817	5,360	5,482	6,196	7,062	8,077

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.515	3.053	1.613	2.055	3.001	3.979
每股净资产	20.969	23.645	24.628	26.533	29.353	33.094
每股经营现金净流	-1.129	-0.162	-1.283	1.892	2.073	2.271
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.150	0.180	0.239
回报率						
净资产收益率	7.23%	12.91%	6.55%	7.75%	10.22%	12.02%
总资产收益率	6.29%	11.39%	5.88%	6.63%	8.50%	9.85%
投入资本收益率	7.90%	11.85%	7.62%	8.17%	9.74%	11.26%
增长率						
主营业务收入增长率	55.05%	66.54%	-18.04%	32.97%	28.87%	24.68%
EBIT 增长率	65.96%	72.70%	-34.25%	19.43%	34.75%	31.55%
净利润增长率	71.27%	101.51%	-47.18%	27.43%	46.02%	32.61%
总资产增长率	278.77%	11.29%	2.27%	13.03%	13.98%	14.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	154.9	217.8	481.8	450.0	360.0	320.0
存货周转天数	1,029.8	738.9	751.5	740.0	730.0	720.0
应付账款周转天数	525.0	302.8	208.6	200.0	190.0	180.0
固定资产周转天数	38.2	64.1	116.3	98.2	81.6	64.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-68.43%	-51.68%	-38.34%	-37.61%	-36.62%	-35.59%
EBIT 利息保障倍数	100.3	-15.8	-60.8	-398.9	-599.0	-495.4
资产负债率	11.91%	11.09%	9.02%	12.47%	14.51%	15.24%

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	0	1	1	7
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

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

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。



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究