

业绩受降价影响短期承压，拓市场、拓品类卓有成效，看好长期发展

核心观点

事件：公司发布 2025 年半年报。2025 年 H1 实现营收 4.65 亿（-23.90%），实现归母净利润 0.62 亿（-73.03%）。

- **受产品降价影响，公司营收和毛利率有所下降。**受特种集成电路产品持续降价影响，25 年 H1 主要产品销量维持稳定但营业收入及毛利率同比有所下降。公司强化内部管理，加强货款催收力度并持续优化生产计划，25 年 H1 经营活动产生的现金流量净额同比增加 2.12 亿元。
- **公司持续拓品类、拓市场成效显著，新品研发和订单实现突破。**25 年 H1 公司着力推动 MCU、电机驱动、射频微波电路等产品的持续开发及推广，科技成果转化新增 60 余款新品、市场推广新增 150 余款新品试用及供货、三新领域（新产品、新客户、新领域）实现 1.5 亿元的订单突破；公司信号链产品长期领跑市场，广泛应用于无人机、无人艇、商业航天、商飞（试样）及低成本装置等新兴领域。随着景气度恢复及“十五五”装备信息化建设加速，规模效应下公司业绩有望从底部回升。
- **军用运放领先企业有望充分受益于行业增长，持续开发新的业务增长点并强化市场推广。**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。1) 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单位，我们认为有望核心受益于行业增长。同时公司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，着力推动信号链各新产品的持续开发及推广。2) 在市场拓展方面，公司创新构建“客户-方案-交付”的三角营销模式，聚焦新品推广与新市场开发，25 年 H1 引进新需求 75 项。3) 同步加速布局国际化、商业航天、车规电子、民用装备等新赛道，我们认为新兴市场有望贡献第二增长极。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年中报调整营收及毛利率，调整 25、26 年 EPS 为 1.57、2.27 元（前值为 3.04、3.69 元），新增 27 年 EPS 为 3.12 元，参考可比公司 25 年 47 倍 PE，给予目标价 73.79 元，维持买入评级。

风险提示

军品订单下放和收入确认进度不及预期；产品降价幅度超预期；

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,297	1,063	1,198	1,509	1,865
同比增长(%)	66.5%	-18.0%	12.7%	26.0%	23.6%
营业利润(百万元)	711	391	386	550	742
同比增长(%)	86.6%	-45.0%	-1.1%	42.4%	34.8%
归属母公司净利润(百万元)	611	323	314	455	620
同比增长(%)	101.5%	-47.2%	-2.7%	44.9%	36.4%
每股收益(元)	3.05	1.61	1.57	2.27	3.10
毛利率(%)	74.5%	68.1%	60.9%	63.5%	64.4%
净利率(%)	47.1%	30.3%	26.2%	30.1%	33.3%
净资产收益率(%)	13.7%	6.7%	6.2%	8.4%	10.6%
市盈率	19.9	37.7	38.8	26.7	19.6
市净率	2.6	2.5	2.3	2.2	2.0

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（2025年08月26日）	60.79 元
目标价格	73.79 元
52 周最高价/最低价	74.54/41.46 元
总股本/流通 A 股（万股）	20,000/20,000
A 股市值（百万元）	12,158
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2025 年 08 月 27 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.4	7.46	14.52	38.79
相对表现%	-5.03	-0.43	-0.83	4.85
沪深 300%	5.43	7.89	15.35	33.94



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	
鲍丙文	baobingwen@orientsec.com.cn

相关报告	
短期业绩承压，公司持续拓展新产品、新市场	2024-08-28
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

附录

表 1：振华风光可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2025/8/26	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
复旦微电	688385	56.59	0.70	0.99	1.23	1.44	81.18	57.44	46.11	39.23
振华科技	000733	51.83	1.75	2.11	2.65	3.14	29.61	24.57	19.56	16.49
紫光国微	002049	81.13	1.39	1.94	2.60	3.27	58.45	41.81	31.15	24.83
国博电子	688375	63.10	0.81	1.01	1.28	1.58	77.60	62.43	49.21	40.00
鸿远电子	603267	60.95	0.67	1.48	2.05	2.57	91.61	41.32	29.73	23.69
	调整后 平均							47	36	29

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,259	433	252	317	392	营业收入	1,297	1,063	1,198	1,509	1,865
应收票据、账款及款项融资	1,447	1,955	2,202	2,774	3,430	营业成本	331	339	469	550	665
预付账款	39	36	40	51	63	销售费用	47	33	37	40	44
存货	696	702	969	1,137	1,374	管理费用	92	97	106	121	138
其他	1,297	1,612	1,613	1,616	1,619	研发费用	153	144	156	177	200
流动资产合计	4,738	4,737	5,076	5,895	6,877	财务费用	(42)	(7)	10	33	59
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	34	103	80	75	55
固定资产	228	339	549	789	1,031	公允价值变动收益	4	0	0	0	0
在建工程	16	176	376	495	562	投资净收益	12	33	33	33	33
无形资产	20	77	67	58	48	其他	13	4	13	5	3
其他	359	154	182	178	177	营业利润	711	391	386	550	742
非流动资产合计	623	746	1,174	1,520	1,818	营业外收入	0	0	1	1	1
资产总计	5,360	5,482	6,250	7,415	8,695	营业外支出	1	1	0	1	1
短期借款	0	80	538	1,238	1,897	利润总额	710	390	387	550	742
应付票据及应付账款	348	176	243	285	344	所得税	97	43	46	66	89
其他	131	114	114	115	116	净利润	612	347	341	484	653
流动负债合计	479	370	895	1,638	2,357	少数股东损益	2	25	27	30	33
长期借款	33	0	0	0	0	归属于母公司净利润	611	323	314	455	620
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	3.05	1.61	1.57	2.27	3.10
其他	82	125	58	58	58						
非流动负债合计	115	125	58	58	58	主要财务比率					
负债合计	594	494	952	1,696	2,414		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	37	62	89	119	152	成长能力					
实收资本(或股本)	200	200	200	200	200	营业收入	66.5%	-18.0%	12.7%	26.0%	23.6%
资本公积	3,584	3,600	3,600	3,600	3,600	营业利润	86.6%	-45.0%	-1.1%	42.4%	34.8%
留存收益	945	1,127	1,408	1,800	2,329	归属于母公司净利润	101.5%	-47.2%	-2.7%	44.9%	36.4%
其他	(0)	(2)	(1)	(1)	(1)	获利能力					
股东权益合计	4,766	4,988	5,297	5,719	6,281	毛利率	74.5%	68.1%	60.9%	63.5%	64.4%
负债和股东权益总计	5,360	5,482	6,250	7,415	8,695	净利率	47.1%	30.3%	26.2%	30.1%	33.3%
						ROE	13.7%	6.7%	6.2%	8.4%	10.6%
						ROIC	12.5%	6.9%	6.4%	8.0%	9.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	11.1%	9.0%	15.2%	22.9%	27.8%
净利润	612	347	341	484	653	净负债率	0.0%	0.0%	6.2%	16.8%	24.6%
折旧摊销	33	49	70	104	143	流动比率	9.89	12.81	5.67	3.60	2.92
财务费用	(42)	(7)	10	33	59	速动比率	8.41	10.92	4.59	2.90	2.33
投资损失	(12)	(33)	(33)	(33)	(33)	营运能力					
营运资金变动	(640)	(678)	(453)	(711)	(847)	应收账款周转率	1.7	0.8	0.7	0.7	0.7
其它	17	66	(86)	(0)	(0)	存货周转率	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
经营活动现金流	(32)	(257)	(151)	(122)	(25)	总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
资本支出	(160)	(368)	(450)	(450)	(441)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	3.05	1.61	1.57	2.27	3.10
其他	(1,449)	(87)	33	33	33	每股经营现金流	-0.16	-1.28	-0.75	-0.61	-0.12
投资活动现金流	(1,610)	(455)	(417)	(417)	(409)	每股净资产	23.64	24.63	26.04	28.00	30.64
债权融资	(0)	(37)	(28)	0	0	估值比率					
股权融资	1	16	0	0	0	市盈率	19.9	37.7	38.8	26.7	19.6
其他	(108)	(93)	415	605	508	市净率	2.6	2.5	2.3	2.2	2.0
筹资活动现金流	(108)	(115)	387	605	508	EV/EBITDA	14.5	23.5	21.8	14.8	10.8
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	15.2	26.5	25.6	17.4	12.7
现金净增加额	(1,750)	(826)	(181)	65	75						

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。