

振华风光 (688439.SH)

强烈推荐 (维持)

业绩短期承压, 新品充足未来可期

公司发布 2025 年半年度业绩报告, 报告期内公司营业收入 4.65 亿元, 同比下降 23.90%; 归属于上市公司股东的净利润为 6237.38 万元, 同比下降 73.03%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 5190.16 万元, 同比下降 76.07%。

- 受产品价格下降影响, 公司业绩暂时承压。2025 年上半年, 受行业环境变化、价格管理改革等因素影响, 市场需求进入窗口调整期。公司营业收入 4.65 亿元, 同比下降 23.90%, 主要受特种集成电路产品持续降价销售影响, 导致本期主要产品销量维持稳定但营业收入同比下降。归母净利润为 6237.38 万元, 同比下降 73.03%; 扣非归母净利润 5190.16 万元, 同比下降 76.07%。利润下降的主要原因除了营收减少外, 还有应收款项增加, 计提的信用减值损失增加, 影响利润总额同比减少 3308.14 万元。
- 毛利率短期波动与费用率上升影响利润。2025 年上半年公司实现毛利率 56.53%, 同比下降 10.92pct, 实现净利率 12.40%, 同比下降 25.22pct。三项费用率为 14.94%, 较去年同期上升 5.37%。财务费用-13.47 万元, 去年同期为-562.13 万元, 主要系闲置资金同比减少, 同时银行存款利率持续下调, 收到的利息收入同比减少; 管理费用为 4600.99 万元, 同比上升 3.65%, 主要系公司新办公场地达到使用状态, 园区管理费用等增加, 根据项目进度发生的专项审计费等中介机构费同比增加; 销售费用为 2352.27 万元, 同比上升 19.78%, 主要系为加快新产品推广, 发生的样品费用同比增加所致。
- 强研发攻坚新技术, 拓市场引领新增长。公司所属的集成电路细分市场领域具有较强的规划性和周期性, 面对高可靠集成电路市场的需求不及预期, 公司始终保持战略定力, 保证科研力度, 积极开拓潜在市场。2025 年上半年研发费用为 7698.37 万元, 同比上升 7.98%, 主要系上半年平均研发人员数量同比增加, 职工薪酬同比增加, 且公司紧跟市场需求加快了新品验证, 导致领用材料数量增加, 同时研发中心试验设备折旧费、办公场所装修费摊销同比增加所致。通过加强对创新资源统筹和力量组织, 聚力发挥公司“五地一体”协同研发的优势, 持续推动技术创新和产品升级, 报告期内推出新产品 60 余项, 提升科技成果转化效率。市场推广新增 150 余款新品试用及供货, 在三新领域 (新产品、新客户、新领域) 实现 1.5 亿元的订单突破, 加快新产品市场转化。公司深化用户导向战略, 销售网络覆盖七大片区 15 个网点, 60 余名营销与 FAE 团队驻地服务, 实现全领域高效覆盖。
- 盈利预测: 我们预计公司 2025-2027 营业收入为 11.81/15.36/19.22 亿元, 归母净利润分别为 3.29、4.20 及 4.89 亿元, 对应 PE 分别为 33.4X、26.1X、22.4X, 维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 军品采购订单出现波动, 市场竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1297	1063	1181	1536	1922

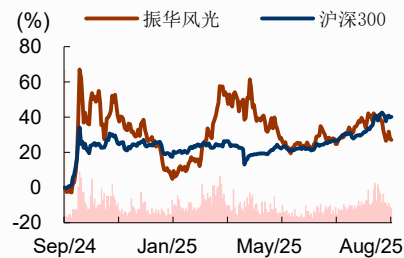
中游制造/军工
目标估值: NA
当前股价: 54.86 元

基础数据

总股本 (百万股)	200
已上市流通股 (百万股)	200
总市值 (十亿元)	11.0
流通市值 (十亿元)	11.0
每股净资产 (MRQ)	24.8
ROE (TTM)	3.1
资产负债率	9.3%
主要股东	中国振华电子集团有限公司
主要股东持股比例	40.12%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-12	26
相对表现	-16	-26	-13



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《振华风光 (688439) — 业绩短期承压, 新品蓄势待发》2024-11-20
- 《振华风光 (688439) — 2023 年业绩持续向好, 新品频出助力业绩稳步增长》2024-04-21
- 《振华风光 (688439) — 2023Q3 经营持续向好, 研发持续投入助力营收高增长》2023-10-29

王超 S1090514080007
wangchao18@cmschina.com.cn
廖世刚 S1090524090003
liaoshigang@cmschina.com.cn

同比增长	67%	-18%	11%	30%	25%
营业利润(百万元)	711	391	398	509	595
同比增长	87%	-45%	2%	28%	17%
归母净利润(百万元)	611	323	329	420	489
同比增长	102%	-47%	2%	28%	17%
每股收益(元)	3.05	1.61	1.64	2.10	2.45
PE	18.0	34.0	33.4	26.1	22.4
PB	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4738	4737	4920	5919	7022
现金	1259	433	111	114	136
交易性投资	1289	1600	1600	1600	1600
应收票据	299	296	329	427	535
应收款项	1147	1659	1843	2396	3000
其它应收款	3	9	10	13	17
存货	696	702	975	1299	1646
其他	45	38	52	70	88
非流动资产	623	746	827	893	946
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	228	339	430	504	565
无形资产商誉	24	81	73	65	59
其他	371	326	325	323	322
资产总计	5360	5482	5747	6812	7968
流动负债	479	370	314	1025	1781
短期借款	0	80	0	635	1310
应付账款	348	176	244	325	412
预收账款	5	3	4	5	6
其他	126	111	66	59	52
长期负债	115	125	125	125	125
长期借款	33	0	0	0	0
其他	82	125	125	125	125
负债合计	594	494	438	1150	1905
股本	200	200	200	200	200
资本公积金	3584	3600	3600	3600	3600
留存收益	945	1125	1421	1742	2106
少数股东权益	37	62	87	119	157
归属于母公司所有者权益	4729	4926	5222	5543	5906
负债及权益合计	5360	5482	5747	6812	7968

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(32)	(257)	(63)	(411)	(363)
净利润	612	347	354	452	527
折旧摊销	33	49	71	86	98
财务费用	2	2	1	18	57
投资收益	(12)	(33)	(47)	(47)	(47)
营运资金变动	(658)	(620)	(441)	(920)	(999)
其它	(10)	(1)	(0)	0	0
投资活动现金流	(1610)	(455)	(105)	(105)	(105)
资本支出	(337)	(172)	(152)	(152)	(152)
其他投资	(1273)	(283)	47	47	47
筹资活动现金流	(108)	(115)	(154)	519	491
借款变动	(82)	(29)	(120)	635	674
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	16	0	0	0
股利分配	(76)	(141)	(33)	(99)	(126)
其他	50	39	(1)	(18)	(57)
现金净增加额	(1750)	(826)	(322)	3	23

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1297	1063	1181	1536	1922
营业成本	331	339	472	628	796
营业税金及附加	5	10	11	14	17
营业费用	47	33	37	48	61
管理费用	92	97	119	147	181
研发费用	153	144	160	208	253
财务费用	(42)	(7)	1	18	57
资产减值损失	(34)	(103)	(30)	(9)	(10)
公允价值变动收益	4	0	0	0	0
其他收益	17	14	14	14	14
投资收益	12	33	33	33	33
营业利润	711	391	398	509	595
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	710	390	397	509	594
所得税	97	43	44	57	67
少数股东损益	2	25	25	32	37
归属于母公司净利润	611	323	329	420	489

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	67%	-18%	11%	30%	25%
营业利润	87%	-45%	2%	28%	17%
归母净利润	102%	-47%	2%	28%	17%
获利能力					
毛利率	74.5%	68.1%	60.1%	59.1%	58.6%
净利率	47.1%	30.3%	27.8%	27.3%	25.4%
ROE	13.7%	6.7%	6.5%	7.8%	8.5%
ROIC	12.5%	6.8%	6.7%	8.0%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	11.1%	9.0%	7.6%	16.9%	23.9%
净负债比率	1.6%	2.2%	0.0%	9.3%	16.4%
流动比率	9.9	12.8	15.7	5.8	3.9
速动比率	8.4	10.9	12.6	4.5	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
存货周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	1.2	0.6	0.6	0.6	0.6
应付账款周转率	0.9	1.3	2.2	2.2	2.2
每股资料(元)					
EPS	3.05	1.61	1.64	2.10	2.45
每股经营净现金	-0.16	-1.28	-0.31	-2.06	-1.82
每股净资产	23.64	24.63	26.11	27.71	29.53
每股股利	0.70	0.16	0.49	0.63	0.73
估值比率					
PE	18.0	34.0	33.4	26.1	22.4
PB	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	16.5	27.0	24.4	18.7	15.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。