



振华风光 (688439.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
 证券研究报告

单季度业绩同比增速转正，新品拓展

持续

业绩简评

2025 年 10 月 28 日，公司发布 25 年三季报，25Q1-Q3 实现营收 7.0 亿 (同比-11.6%)，实现归母 0.9 亿 (同比-63.3%)，其中 25Q3 实现营收 2.4 亿 (同比+29.7%)，实现归母 0.3 亿 (同比+67.5%)。

经营分析

特种需求回暖，Q3 实现同比增长：1) Q1-Q3 产品销量同比增长，受国内特种领域产品持续降价影响，营收同比-11.6%；同时计提信用减值 1.0 亿，归母同比-63.3%；公司主要客户为中央企业及科研院所，近三年实际坏账损失占应收账款比例较低，预计可正常收回。2) Q3 特种领域集成电路需求回暖，订单同比增加，前期推广的部分产品形成批量订单，营收同比+29.7%，归母同比+67.5%。

强管理、拓品类，盈利能力降幅收窄：1) Q1-Q3 实现毛利率 58.6% (同比-8.8pct)，归母净利率 13.0% (同比-18.3pct)；2) Q3 毛利率 62.6% (同比-4.4pct)，归母净利率 12.2% (同比+2.7pct)。价格压力下公司加强管理叠加拓展新品，盈利能力降幅收窄。

RISC-V 架构 MCU 已形成订单，低功耗 MCU 用户试用中：公司 RISC-V 架构 32 位 MCU 具备低功耗+高扩展性，可满足电池供电场景的长续航需求，根据公司公告，已形成小部分订单。首款 RISC-V 内核的低功耗 MCU，其样品各项测试均符合预期测试指标，目前正在用户试用中。

盈利预测、估值与评级

预计公司 2025-2027 年实现营业收入 10.94 亿/15.21 亿/20.29 亿元，同比+2.93%/+39.01%/+33.40%；实现归母净利润 3.15 亿/4.75 亿/6.76 亿元，同比-2.38%/+50.75%/+42.52%，对应 PE 为 38.0/25.2/17.7 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。

军工组

分析师：杨晨 (执业 S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

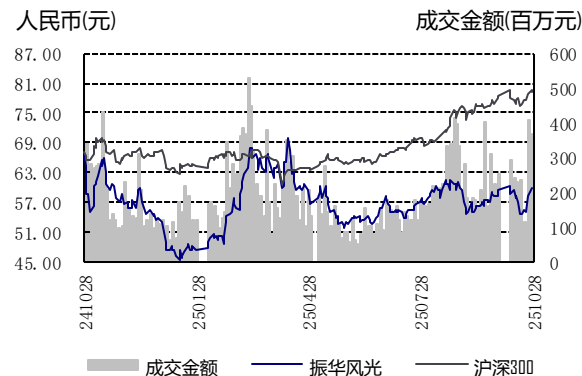
联系人：冯茗馨

fengmingxin@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：59.78 元

相关报告：

- 1.《振华风光公司点评：量升价减 25H1 业绩下滑，关注新品市场转化》，2025.8.23
- 2.《振华风光：业绩触底，订单拐点已至》，2025.4.28
- 3.《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



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	1,094	1,521	2,029
营业收入增长率	66.54%	-18.04%	2.93%	39.01%	33.40%
归母净利润(百万元)	611	323	315	475	676
归母净利润增长率	101.51%	-47.18%	-2.38%	50.75%	42.52%
摊薄每股收益(元)	3.053	1.613	1.574	2.373	3.382
每股经营性现金流净额	-0.16	-1.28	3.91	0.51	0.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.91%	6.55%	6.04%	8.39%	10.75%
P/E	29.19	31.80	37.97	25.19	17.67
P/B	3.77	2.08	2.29	2.11	1.90

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	1,094	1,521	2,029
增长率		66.5%	-18.0%	2.9%	39.0%	33.4%
主营业务成本	-176	-331	-339	-404	-580	-791
%销售收入	22.6%	25.5%	31.9%	36.9%	38.2%	39.0%
毛利	603	966	724	691	941	1,239
%销售收入	77.4%	74.5%	68.1%	63.1%	61.8%	61.0%
营业税金及附加	-2	-5	-10	-8	-11	-15
%销售收入	0.3%	0.4%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-43	-47	-33	-49	-53	-61
%销售收入	5.5%	3.6%	3.1%	4.5%	3.5%	3.0%
管理费用	-82	-92	-97	-104	-131	-144
%销售收入	10.6%	7.1%	9.1%	9.5%	8.6%	7.1%
研发费用	-88	-153	-144	-173	-221	-256
%销售收入	11.3%	11.8%	13.5%	15.8%	14.5%	12.6%
息税前利润 (EBIT)	387	669	440	357	525	763
%销售收入	49.7%	51.6%	41.4%	32.6%	34.5%	37.6%
财务费用	-4	42	7	7	11	4
%销售收入	0.5%	-3.3%	-0.7%	-0.6%	-0.7%	-0.2%
资产减值损失	-13	-34	-103	-22	-18	-27
公允价值变动收益	0	4	0	0	0	0
投资收益	0	12	33	35	40	45
%税前利润	0.0%	1.7%	8.4%	8.9%	6.9%	5.6%
营业利润	381	711	391	392	577	810
营业利润率	48.9%	54.8%	36.7%	35.8%	37.9%	39.9%
营业外收支	0	-1	-1	0	0	0
税前利润	381	710	390	392	577	810
利润率	48.9%	54.7%	36.7%	35.8%	37.9%	39.9%
所得税	-43	-97	-43	-44	-64	-90
所得税率	11.2%	13.7%	11.0%	11.2%	11.1%	11.1%
净利润	338	612	347	348	513	720
少数股东损益	35	2	25	33	39	44
归属于母公司的净利润	303	611	323	315	475	676
净利率	38.9%	47.1%	30.3%	28.8%	31.2%	33.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	338	612	347	348	513	720
少数股东损益	35	2	25	33	39	44
非现金支出	39	75	159	89	100	121
非经营收益	-3	-24	-32			-33
营运资金变动	-600	-696	-731	315	-475	-674
经营活动现金净流	-226	-32	-257	782	101	135
资本开支	-145	-337	-172	-166	-211	-191
投资	0	-1,285	-315	0	0	0
其他	0	12	32	35	40	45
投资活动现金净流	-145	-1,610	-455	-131	-171	-146
股权募资	3,266	0	0	0	0	0
债权募资	-67	-22	36	-121	67	410
其他	-56	-86	-151	-33	-31	-52
筹资活动现金净流	3,142	-108	-115	-154	36	358
现金净流量	2,771	-1,750	-826	496	-34	347

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	922	882	1,225
应收款项	810	1,450	1,964	1,641	1,894	2,299
存货	643	696	702	810	1,143	1,528
其他流动资产	87	1,333	1,638	1,649	1,669	1,692
流动资产	4,549	4,738	4,737	5,023	5,588	6,744
%总资产	94.4%	88.4%	86.4%	86.5%	86.0%	87.0%
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%	11.3%	12.1%	11.3%
无形资产	22	33	89	93	97	102
非流动资产	271	623	746	781	910	1,007
%总资产	5.6%	11.6%	13.6%	13.5%	14.0%	13.0%
资产总计	4,820	5,360	5,482	5,803	6,499	7,751
短期借款	28	51	120	50	117	527
应付款项	361	364	210	338	467	611
其他流动负债	47	64	39	45	65	88
流动负债	436	479	370	433	649	1,225
长期贷款	77	33	0	0	0	0
其他长期负债	64	82	125	64	59	55
负债	577	594	494	498	708	1,281
普通股股东权益	4,194	4,729	4,926	5,210	5,657	6,292
其中：股本	200	200	200	200	200	200
未分配利润	319	728	851	1,136	1,582	2,218
少数股东权益	49	37	62	95	134	178
负债股东权益合计	4,820	5,360	5,482	5,803	6,499	7,751

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.515	3.053	1.613	1.574	2.373	3.382
每股净资产	20.969	23.645	24.628	26.052	28.283	31.462
每股经营现金净流	-1.129	-0.162	-1.283	3.909	0.505	0.674
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.150	0.142	0.203
回报率						
净资产收益率	7.23%	12.91%	6.55%	6.04%	8.39%	10.75%
总资产收益率	6.29%	11.39%	5.88%	5.43%	7.30%	8.73%
投入资本收益率	7.90%	11.85%	7.62%	5.88%	7.86%	9.65%
增长率						
主营业务收入增长率	55.05%	66.54%	-18.04%	2.93%	39.01%	33.40%
EBIT 增长率	65.96%	72.70%	-34.25%	-18.94%	47.18%	45.39%
净利润增长率	71.27%	101.51%	-47.18%	-2.38%	50.75%	42.52%
总资产增长率	279.02%	11.21%	2.27%	5.86%	11.98%	19.27%
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	126.9	97.7	72.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-68.43%	-51.68%	-38.34%	-46.59%	-40.85%	-35.52%
EBIT 利息保障倍数	100.3	-15.8	-60.8	-52.4	-49.4	-180.4
资产负债率	11.97%	11.09%	9.02%	8.57%	10.90%	16.52%

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	2	5	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	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：北京市东城区建国内大街 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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究