

海光信息 (688041)

海光信息吸收合并中科曙光之三问三答

事件：6月9日，海光信息发布公告《换股吸收合并曙光信息产业股份有限公司并募集配套资金暨关联交易预案》，海光信息将以换股吸收合并中科曙光。**交易完成后，海光信息为存续公司，中科曙光中止上市。**

根据公司公告，本次换股的中科曙光股票为 14.63 亿股，按照换股比例 1:0.5525 计算，海光信息为本次换股吸收合并发行的股份数量合计为 8.08 亿股，考虑到曙光所持有的约 6.5 亿股，海光信息仅稀释约 6.8% 的股份。**中科曙光 24 年归母净利润 19.11 亿，去除海光投资收益后归母净利润 13.71 亿，本次吸收合并同时包括中科曙光旗下包括曙光数创在内的资产。**

看好收购带来的协同效应，海光信息有望从芯片单一业务转向完整国产算力生态解决方案。合并前双方在股权和业务上已有深度合作，海光信息专注高端 CPU/DCU 芯片设计，中科曙光在服务器、存储等领域具备系统集成能力，本次收购我们预计会在业务协同上更加顺畅，降低因为不属于同一家公司带来的摩擦成本，打造“芯片-硬件-软件”全栈布局，覆盖从底层芯片到终端应用的完整链条，形成国产算力生态闭环。

1、异议股东收购请求权是什么？

根据公告，海光信息异议股东收购请求权价格为海光信息定价基准日前一个交易日的收盘价，即 136.13 元/股。**若股价后续低于 136.13 元，异议股东可以将股份卖回公司。**

2、解禁未来的节奏是否有变化？

根据公告，目前六大股东已就减持计划签署承诺函，自出具之日起至本次交易换股完成期间，将**不以任何方式减持所持有的海光信息股份，亦无任何在此期间内减持海光信息股份的计划。**考虑国泰君安与海通证券合并情况，我们认为短期内出现大规模减持的可能性较低。

3、海光信息主业景气度是否有变化？

今年信创 2.0 节奏看，党政/行业信创均有望加速，市级以上党政信创 2023 年开始信创产业进入区县下沉+行业拓展的 2.0 阶段。规模看，党政和重点行业信创 2.0 阶段的替换量接近 1.0 阶段的 9 倍。我们认为，海光信息作为国产算力龙头，收购中科曙光后协同效应下有望受益信创高景气度。

盈利预测：暂不考虑本次吸收合并，考虑到信创景气度提升以及公司 24 年业绩超预期，我们上调盈利预测，**预计 25-27 年实现营业收入 151.86/208.42/265.28 亿元，归母净利润实现 36.00/53.26/69.22 亿元**(原预测为 25-26 年 29.54/37.97 亿元)，维持“买入”评级。

风险提示：本次交易发生方案调整或被暂停、中止、取消的风险，本次交易无法获得批准的风险，强制换股的风险

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,012.00	9,162.15	15,186.40	20,841.64	26,528.05
增长率(%)	17.30	52.40	65.75	37.24	27.28
EBITDA(百万元)	4,039.40	6,802.99	6,278.96	8,447.15	10,274.39
归属母公司净利润(百万元)	1,263.18	1,930.99	3,600.29	5,325.76	6,921.88
增长率(%)	57.20	52.87	86.45	47.93	29.97
EPS(元/股)	0.54	0.83	1.55	2.29	2.98
市盈率(P/E)	252.20	164.98	88.49	59.82	46.02
市净率(P/B)	17.03	15.73	13.60	11.52	9.60
市销率(P/S)	52.99	34.77	20.98	15.29	12.01
EV/EBITDA	38.44	49.85	49.24	36.40	29.69

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 06 月 16 日

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	137.06 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,324.34
流通 A 股股本(百万股)	886.56
A 股总市值(百万元)	318,573.78
流通 A 股市值(百万元)	121,511.53
每股净资产(元)	8.94
资产负债率(%)	24.56
一年内最高/最低(元)	171.90/67.72

作者

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

刘鉴 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525040001
liujianb@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《海光信息-季报点评:Q3 收入增速持续高增，毛利率与存货创新高》 2024-11-05
- 《海光信息-公司点评:信创 PC 芯片放量推动，上调 24-26 年收入增速》 2024-09-21
- 《海光信息-公司深度研究:稀缺 CPU+AI 双料厂商，深算系列有望迎来质变突破》 2024-08-03

图 1：异议股东收购请求权设定 136.13 为线

(2) 收购请求权

根据《公司法》及《海光信息技术股份有限公司章程》的相关规定，为保护海光信息股东利益，本次吸收合并交易中将赋予海光信息异议股东收购请求权。

(3) 收购请求权的提供方

本次吸收合并将安排收购请求权提供方，向海光信息异议股东提供收购请求权。除非海光信息或其他同意本次合并的海光信息股东作为收购请求权提供方，否则，海光信息异议股东不得再向海光信息或其他同意本次合并的海光信息股东主张收购请求权。

(4) 收购请求权价格

海光信息异议股东收购请求权价格为海光信息定价基准日前一个交易日的收盘价，即 136.13 元/股。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：六大股东承诺在交易完成前不以任何方式减持，考虑国泰海通合并情况我们认为短期内出现大规模减持的可能性较低

八、相关方对本次重组的原则性意见以及自本次重组复牌之日起至实施完毕期间的股份减持计划

(一) 合并方主要股东对本次重组的原则性意见，以及主要股东、董事、高级管理人员自本次交易复牌之日起至实施完毕期间的股份减持计划

海光信息目前无控股股东、无实际控制人。中科曙光、海富天鼎合伙、成都产投有限、成都高投有限、成都集萃有限（成都产投有限、成都高投有限、成都集萃有限为一致行动人，其一致行动期限至海光信息上市之日起 36 个月届满）、蓝海轻舟合伙已就本次重组的原则性意见以及自本次重组复牌之日起至本次交易换股完成期间的股份减持计划出具说明，具体内容如下：

“1、本公司/本企业原则性同意本次交易；

2、自本承诺函出具之日起至本次交易换股完成期间，根据法律法规及相关规范性文件规定，本公司/本企业将不以任何方式减持所持有的海光信息股份，亦无任何在此期间内减持海光信息股份的计划；

3、如出现因违反上述承诺而给海光信息或投资者造成损失的，本公司/本企业将依法承担相应的赔偿责任。”

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：信创 2.0 进入加速阶段，海光信息收购中科曙光协同效应下有望受益信创高景气

行业	从业人数（万人）	PC 配置比例	PC 保有量(万台)	总需求（万台）
党政单位				
市级以上党政单位 （2020-2021 年底）	667	0.9	600	1721
区县乡镇党政下沉	1319	0.85	1121	
国央企				
石油、石化	144.2	0.5	72	1759
电力	194.4	0.8	156	
邮电通信	177.4	0.8	142	
交通运输	317	0.35	111	
其他央企	2557.4	0.5	1279	
金融	818	0.8	654	654
事业单位				
教育	1837	0.8	1470	1813
医疗	429	0.8	343	
新阶段信创空间	5348（万台）			

资料来源：麦肯锡全球研究院、国家统计局等，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,321.49	8,797.39	9,534.90	12,488.04	16,416.72
应收票据及应收账款	1,490.81	2,275.30	3,967.08	4,599.89	6,304.49
预付账款	2,388.35	1,240.26	2,480.53	3,480.53	4,480.53
存货	1,074.13	5,425.28	6,074.56	8,336.66	10,611.22
其他	157.44	468.69	488.33	495.94	515.74
流动资产合计	15,432.22	18,206.92	22,545.40	29,401.06	38,328.70
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	347.36	537.09	606.17	665.25	714.33
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	4,912.41	4,383.44	3,365.33	2,319.23	1,173.12
其他	2,210.56	5,432.04	5,325.41	5,321.50	5,321.50
非流动资产合计	7,470.33	10,352.58	9,296.91	8,305.98	7,208.94
资产总计	22,902.55	28,559.49	31,842.32	37,707.03	45,537.64
短期借款	350.00	1,800.00	2,200.00	2,200.00	2,200.00
应付票据及应付账款	321.78	735.37	1,428.00	1,797.02	2,639.08
其他	719.92	949.37	971.33	968.05	990.35
流动负债合计	1,391.70	3,484.74	4,599.33	4,965.06	5,829.42
长期借款	858.90	898.90	1,000.00	1,000.00	1,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	328.98	620.42	620.42	620.42	620.42
非流动负债合计	1,187.88	1,519.32	1,620.42	1,620.42	1,620.42
负债合计	2,582.43	5,007.53	6,219.75	6,585.48	7,449.84
少数股东权益	1,615.04	2,401.00	2,196.14	3,456.96	4,914.87
股本	2,324.34	2,324.34	2,324.34	2,324.34	2,324.34
资本公积	14,350.97	14,523.86	14,501.87	14,501.87	14,501.87
留存收益	2,059.79	3,735.15	6,600.22	10,838.39	16,346.73
其他	(30.01)	(332.39)	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	20,320.12	22,651.96	25,622.57	31,121.56	38,087.80
负债和股东权益总计	22,902.55	28,559.49	31,842.32	37,707.03	45,537.64

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,701.19	2,716.96	3,600.29	5,325.76	6,921.88
折旧摊销	737.38	1,374.28	1,289.03	1,327.03	1,347.03
财务费用	9.45	(40.91)	(130.84)	(167.48)	(249.81)
投资损失	0.00	(6.80)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(3,408.81)	(6,012.32)	(3,683.23)	(3,532.87)	(4,134.60)
其它	1,774.50	2,945.86	1,195.51	1,584.37	1,832.04
经营活动现金流	813.71	977.08	2,270.76	4,536.81	5,716.54
资本支出	2,470.35	667.19	340.00	340.00	250.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(4,270.62)	(4,655.23)	(680.00)	(680.00)	(500.00)
投资活动现金流	(1,800.27)	(3,988.04)	(340.00)	(340.00)	(250.00)
债权融资	453.91	1,749.20	631.94	167.48	249.81
股权融资	226.10	(523.82)	(1,825.19)	(1,411.14)	(1,787.67)
其他	(679.87)	(293.67)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	0.15	931.70	(1,193.25)	(1,243.66)	(1,537.86)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(986.42)	(2,079.26)	737.51	2,953.15	3,928.68

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,012.00	9,162.15	15,186.40	20,841.64	26,528.05
营业成本	2,424.72	3,324.01	6,255.92	8,632.49	11,052.42
营业税金及附加	63.92	118.05	195.67	268.54	341.81
销售费用	111.00	175.51	244.24	346.80	502.34
管理费用	134.32	141.85	158.70	191.53	224.24
研发费用	1,992.42	2,910.00	3,437.55	4,377.76	5,575.49
财务费用	(266.60)	(181.99)	(130.84)	(167.48)	(249.81)
资产/信用减值损失	(30.67)	(105.92)	(105.92)	(105.92)	(105.92)
公允价值变动收益	3.45	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	6.80	0.00	0.00	0.00
其他	(100.18)	(14.94)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,679.62	2,788.78	4,919.24	7,086.08	8,975.65
营业外收入	1.12	0.99	0.99	0.99	0.99
营业外支出	0.56	5.35	5.35	5.35	5.35
利润总额	1,680.17	2,784.43	4,914.89	7,081.73	8,971.30
所得税	(21.01)	67.47	119.09	171.60	217.38
净利润	1,701.19	2,716.96	4,795.80	6,910.13	8,753.92
少数股东损益	438.01	785.97	1,195.51	1,584.37	1,832.04
归属于母公司净利润	1,263.18	1,930.99	3,600.29	5,325.76	6,921.88
每股收益（元）	0.54	0.83	1.55	2.29	2.98

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	17.30%	52.40%	65.75%	37.24%	27.28%
营业利润	47.92%	66.04%	76.39%	44.05%	26.67%
归属于母公司净利润	57.20%	52.87%	86.45%	47.93%	29.97%
获利能力					
毛利率	59.67%	63.72%	58.81%	58.58%	58.34%
净利率	21.01%	21.08%	23.71%	25.55%	26.09%
ROE	6.75%	9.54%	15.37%	19.25%	20.87%
ROIC	24.92%	28.29%	41.74%	48.11%	51.34%
偿债能力					
资产负债率	11.28%	20.68%	19.53%	17.46%	16.36%
净负债率	-44.62%	-26.38%	-24.25%	-29.45%	-34.38%
流动比率	11.07	4.15	4.90	5.92	6.58
速动比率	10.30	2.91	3.58	4.24	4.75
营运能力					
应收账款周转率	4.40	4.87	4.87	4.87	4.87
存货周转率	5.54	2.82	2.64	2.89	2.80
总资产周转率	0.27	0.36	0.50	0.60	0.64
每股指标（元）					
每股收益	0.54	0.83	1.55	2.29	2.98
每股经营现金流	0.35	0.42	0.98	1.95	2.46
每股净资产	8.05	8.71	10.08	11.90	14.27
估值比率					
市盈率	252.20	164.98	88.49	59.82	46.02
市净率	17.03	15.73	13.60	11.52	9.60
EV/EBITDA	38.44	49.85	49.24	36.40	29.69
EV/EBIT	46.93	61.60	61.96	43.19	34.17

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com