

股权激励加持，“军+民”成长路径清晰

——紫光国微三季报点评

2025 年 10 月 27 日

核心观点

- **事件：**公司发布 2025 年三季报，前三季度公司实现营业收入 49.04 亿元，同比增长 15.1%；实现归母净利润 12.63 亿元，同比增长 25.0%。
- **业绩亮眼，特种集成电路龙头再起航：**因特种集成电路业务下游需求增加，产品销售量增加，公司前三季度营收 49.04 亿元，同比增长 15.1%；实现归母净利润 12.63 亿元，同比增长 25.0%。其中 25Q3 营收 18.57 亿元（YoY+33.6%，QoQ-8.1%）；归母净利润 5.71 亿元，环比仅微降 0.3%，同比大幅增长 109.6%，业绩再上一个台阶。
- **毛利率韧性较强：**公司前三季度毛利率 56.6%，同比下降-0.2pct，基本平稳。其中 Q3 毛利率 58.3%（YoY+3.9pct，QoQ+2.0pct），或受益于高毛利军品业务收入占比提升。
- **期间费用率维持稳定：**公司期间费用率 29.0%，同比下降 0.9pct，其中因拓展市场、优化服务，销售费用率 4.8%，YoY+1.3pct；因营收增长带来规模效应，研发费用率、管理费用率分别为 19.4%和 5.3%，分别同比减少 2.4pct 和 0.3pct。
- **订单持续交付：**25Q3 合同负债为 1.91 亿元，较年初减少 32.8%，主要系订单陆续交付结转至收入，同时预收货款减少所致。
- **生产交付节奏加快，下游需求向好。**前三季度经营活动现金流净额同比减少 70.7%，主要因业务量扩大及战略备货需求，带来采购端现金流出增加。同期，公司 25Q3 存货 19.2 亿元，较年初减少 2.9%，较 Q2 减少 1.3%，存货水平呈持续回落态势。我们认为，采购增加但存货的持续下降或表明产品生产节奏加快，下游需求向好。
- **股权激励落地，为公司未来持续增长提供支撑。**公司股权激励计划于 10 月 27 日完成首次授予。费用方面，激励实施后 25-29 年每年摊销费用为 0.29/1.65/1.06/0.54/0.18 亿。业绩考核方面，以 2024 年为基数，公司 2025-2028 年的净利润增速需分别不低于 10%、60%、100%和 150%，约为 10.2/14.8/18.5/23.2 亿元，四年复合增速 25.7%。加回支付费用和非经常损益后，目标归母净利润约为 12.2/18.2/21.3/25.1 亿，四年复合增速 21%。此次激励的落地将有效提升员工积极性，为公司未来持续增长提供支撑。
- **国产替代核心受益者，多领域开花结果。**公司 FPGA 及系统级芯片领跑行业，用户群持续拓展，新一代高性能产品批量交付。高端 AI+视觉感知、中高端 MCU 等产品研制进展顺利，将进入公司未来主控芯片产品系列。宇航领域 25 年起，发展从 1-10，推广顺利且获核心用户批量应用，深度受益于国防信息化建设浪潮。公司构建安全芯片+控制芯片完整布局，汽车电子、eSIM 打开第二增长曲线。第二代汽车域控芯片 TH6 系列已导入多家 Tier1 和主机厂，一代+二代芯片年出货量已达数百万颗，未来将受益于车载 MCU 的国产化进程。公司 eSIM 业务国内市占率较高，已导入多家主流手机厂商，将深度受益于国内 eSIM 行业的爆发。
- **投资建议：**我们看好 25 年特种行业景气度回升对公司集成电路收入的拉动以及汽车电子业务第二增长曲线的逐步成型。预计公司 2025-2027 年净利润分别为 17.10/20.83/27.14 亿元，EPS 分别为 2.01/2.45/3.19 元，当前股价对应 PE 分别为 42/35/27 倍。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**下游行业需求波动的风险；客户延迟验收的风险；市场竞争和军品审价导致毛利率下降的风险。

紫光国微（股票代码：002049）

推荐 维持评级

分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515090001

胡浩淼

☎：010-80927657

✉：huhaomiao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521100001

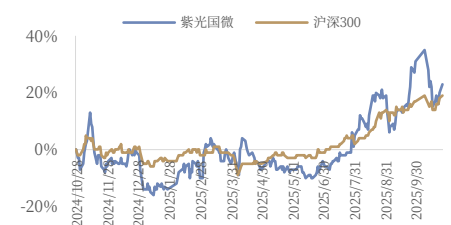
市场数据

2025 年 10 月 27 日

股票代码	002049
A 股收盘价(元)	84.74
上证指数	3,996.94
总股本(万股)	84,962
实际流通 A 股(万股)	84,947
流通 A 股市值(亿元)	720

相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 27 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 1.【银河军工】公司点评报告_国防军工_Q2 业绩拐点已现，特种集成电路龙头再起航_2025.8.19
- 2.【银河军工】紫光国微_国产替代浪潮起，更扬云帆立潮头_20250613
- 3.【银河军工】公司点评报告_国防军工_紫光国微_业绩增速符合预期，特种业务 Q2 将迎增长拐点。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,511	6,561	7,624	8,867
收入增长率%	-27.26	19.05	16.20	16.30
归母净利润(百万元)	1,179	1,710	2,083	2,714
利润增长率%	-53.43	45.02	21.77	30.30
毛利率%	55.77	56.90	57.40	57.50
摊薄 EPS(元)	1.39	2.01	2.45	3.19
PE	61.05	42.10	34.57	26.53
PB	5.81	5.10	4.45	3.81
PS	13.06	10.97	9.44	8.12

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,660	14,162	16,839	20,164
现金	2,461	4,094	5,883	8,185
应收账款	4,057	4,265	4,659	5,172
其它应收款	32	55	64	67
预付账款	133	196	225	243
存货	1,974	2,349	2,698	3,104
其他	3,004	3,203	3,309	3,392
非流动资产	5,659	5,455	5,327	5,175
长期投资	674	674	674	674
固定资产	585	497	396	288
无形资产	741	703	665	626
其他	3,659	3,581	3,591	3,587
资产总计	17,320	19,618	22,166	25,339
流动负债	2,588	3,146	3,590	4,059
短期借款	0	0	0	0
应付账款	918	1,078	1,238	1,431
其他	1,671	2,068	2,352	2,628
非流动负债	2,337	2,362	2,377	2,358
长期借款	200	200	200	200
其他	2,137	2,162	2,177	2,159
负债总计	4,925	5,508	5,967	6,417
少数股东权益	0	5	11	22
归属母公司股东权益	12,394	14,105	16,187	18,901
负债和股东权益	17,320	19,618	22,166	25,339

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,467	1,578	1,822	2,337
净利润	1,185	1,715	2,089	2,724
折旧摊销	260	188	192	196
财务费用	3	0	0	0
投资损失	31	-12	-14	-27
营运资金变动	-113	-310	-444	-557
其他	101	-3	-1	1
投资活动现金流	-1,267	30	-48	-17
资本支出	-316	18	-62	-44
长期投资	53	0	0	0
其他	-1,004	12	14	27
筹资活动现金流	-859	25	15	-18
短期借款	-38	0	0	0
长期借款	56	0	0	0
其他	-877	25	15	-18
现金净增加额	-651	1,633	1,789	2,302

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,511	6,561	7,624	8,867
营业成本	2,437	2,828	3,248	3,768
税金及附加	48	60	70	80
销售费用	268	287	333	355
管理费用	364	400	457	488
研发费用	1,224	1,387	1,560	1,694
财务费用	-50	-49	-82	-118
资产减值损失	-60	2	1	1
公允价值变动收益	71	0	0	0
投资收益及其他	52	199	212	337
营业利润	1,283	1,848	2,251	2,939
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	2	1	2	2
利润总额	1,282	1,848	2,251	2,938
所得税	96	133	162	214
净利润	1,185	1,715	2,089	2,724
少数股东损益	6	5	6	10
归属母公司净利润	1,179	1,710	2,083	2,714
EBITDA	1,491	1,987	2,361	3,016
EPS（元）	1.39	2.01	2.45	3.19

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	-27.3%	19.1%	16.2%	16.3%
营业利润增长率	-52.9%	44.1%	21.8%	30.6%
归母净利润增长率	-53.4%	45.0%	21.8%	30.3%
毛利率	55.8%	56.9%	57.4%	57.5%
净利率	21.5%	26.1%	27.4%	30.7%
ROE	9.5%	12.1%	12.9%	14.4%
ROIC	8.0%	10.5%	11.2%	12.6%
资产负债率	28.4%	28.1%	26.9%	25.3%
净资产负债率	39.7%	39.0%	36.8%	33.9%
流动比率	4.50	4.50	4.69	4.97
速动比率	3.41	3.46	3.67	3.96
总资产周转率	0.31	0.36	0.36	0.37
应收账款周转率	1.32	1.58	1.71	1.80
应付账款周转率	2.37	2.83	2.80	2.82
每股收益	1.39	2.01	2.45	3.19
每股经营现金流	1.73	1.86	2.14	2.75
每股净资产	14.59	16.60	19.05	22.25
P/E	61.05	42.10	34.57	26.53
P/B	5.81	5.10	4.45	3.81
EV/EBITDA	47.82	35.08	28.76	21.75
PS	13.06	10.97	9.44	8.12

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良：制造组组长&军工行业首席分析师。证券从业 12 年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015 年加入银河证券。曾获 2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

胡浩森：军工行业分析师。证券从业 6 年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021 年加入银河证券。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		