

## 紫光国微（002049）

# 2025 年三季报点评：技术驱动与产能扩张并举，有望迎来盈利与现金流的共振释放

买入（维持）

2025 年 10 月 29 日

证券分析师 苏立赞

执业证书：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书：S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

证券分析师 高正泰

执业证书：S0600525060001

gaozht@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2023A  | 2024A   | 2025E | 2026E | 2027E  |
|---------------|--------|---------|-------|-------|--------|
| 营业总收入（百万元）    | 7,576  | 5,511   | 6,684 | 7,858 | 10,076 |
| 同比            | 6.41   | (27.26) | 21.28 | 17.56 | 28.23  |
| 归母净利润（百万元）    | 2,532  | 1,179   | 1,675 | 1,926 | 2,613  |
| 同比            | (3.78) | (53.43) | 42.02 | 15.01 | 35.65  |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 2.98   | 1.39    | 1.97  | 2.27  | 3.08   |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 29.33  | 62.98   | 44.35 | 38.56 | 28.43  |

**事件：**公司发布 2025 年三季报。公司 2025 年前三季度实现营业收入 49.04 亿元，同比去年+15.05%；归母净利润 12.63 亿元，同比去年+25.04%。

### 投资要点

■ **盈利质量稳中有升，利润结构持续优化。**截至 2025 年前三季度，紫光国微实现营业总收入 49.04 亿元，同比增长 15.05%；归属于母公司股东的净利润达 12.63 亿元，同比增长 25.04%，显著高于收入增速，显示盈利弹性增强。业绩增长主要受益于特种集成电路等核心业务需求稳健，以及成本控制能力提升。公司销售毛利率为 56.60%，基本持平于去年同期的 56.81%，虽微降 0.38 个百分点，但仍维持在高毛利水平；销售净利率提升至 25.74%，反映期间费用管控有效。费用结构方面，研发费用达 9.49 亿元（同比+2.26%），持续高强度投入体现技术壁垒构建决心；销售费用 2.36 亿元，增幅较大，或与市场拓展节奏加快有关，但整体仍处于可控范围。

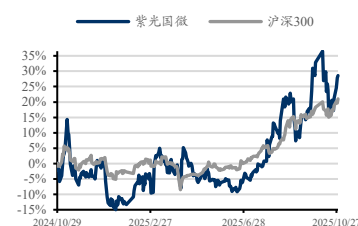
■ **资产负债结构稳健，资产质量与运营效率同步改善。**截至 2025 年三季度末，公司资产负债率为 27.02%，较去年同期微升 0.18 个百分点，整体杠杆水平保持低位，财务风险可控。有息负债规模极小，短期借款仅 0.09 亿元，长期借款 0.86 亿元，一年内到期的非流动负债 2.16 亿元，偿债压力极轻。存货 19.16 亿元，同比下降 5.78%，结合营收增长，库存周转效率提升，库存风险降低。合同负债与预收款项合计 2.0 亿元，虽同比有所下降，但仍为未来收入提供一定可见度。值得注意的是，在建工程同比增长 318.44%至 1.33 亿元，叠加固定资产增长 9.98%，显示公司正有序推进产能建设，为中长期增长蓄力。

■ **现金流与盈利匹配良好，自由现金流虽短期承压但趋势向好。**2025 年前三季度，公司经营活动现金流量净额为 2.85 亿元，虽同比下滑 70.66%，但考虑到净利润达 12.62 亿元，利润现金含量为 22.58%，短期匹配度有所下降，主要受应收账款和存货占用增加影响。不过，“销售商品、提供劳务收到的现金”达 40.46 亿元，占营业收入比重为 82.50%，收入含现量仍处健康区间。自由现金流为-0.83 亿元，短期为负系主动投资所致，而非经营恶化。结合在建工程大幅增长及经营回款基础稳固，预计后续随着项目转固与产能释放，现金流生成能力将显著回升，业绩可持续性具备坚实支撑。

■ **盈利预测与投资评级：**公司业绩符合市场预期，我们维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 16.75/19.26/26.13 亿元，对应 PE 分别为 44/39/28 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1）特种集成电路领域的有效需求复苏不及预期的风险；2）部分产品价格下降和去库存的风险；3）新产品研发、技术更新、市场竞争的风险。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 87.42       |
| 一年最低/最高价      | 56.50/94.83 |
| 市净率(倍)        | 5.66        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 74,260.87   |
| 总市值(百万元)      | 74,274.13   |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 15.45  |
| 资产负债率(%,LF) | 27.02  |
| 总股本(百万股)    | 849.62 |
| 流通 A 股(百万股) | 849.47 |

### 相关研究

《紫光国微(002049)：2025 年中报点评：特种集成电路业务保持强劲增长，智能安全芯片市场竞争加剧》

2025-08-20

《紫光国微(002049)：2024 年中报点评：半导体市场稳步复苏，业绩有望持续增长》

2024-08-26

## 紫光国微三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         | 利润表(百万元)        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>11,660</b> | <b>13,702</b> | <b>15,587</b> | <b>19,020</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>5,511</b> | <b>6,684</b> | <b>7,858</b> | <b>10,076</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 3,246         | 2,850         | 2,852         | 2,920         | 营业成本(含金融类)      | 2,437        | 2,916        | 3,348        | 4,229         |
| 经营性应收款项          | 5,678         | 6,980         | 9,014         | 10,740        | 税金及附加           | 48           | 62           | 70           | 91            |
| 存货               | 1,974         | 3,045         | 2,919         | 4,487         | 销售费用            | 268          | 293          | 363          | 454           |
| 合同资产             | 15            | 20            | 23            | 29            | 管理费用            | 364          | 401          | 495          | 620           |
| 其他流动资产           | 748           | 807           | 780           | 844           | 研发费用            | 1,224        | 1,383        | 1,686        | 2,123         |
| <b>非流动资产</b>     | <b>5,659</b>  | <b>5,951</b>  | <b>6,312</b>  | <b>6,605</b>  | 财务费用            | (50)         | 25           | 29           | 28            |
| 长期股权投资           | 535           | 578           | 615           | 656           | 加:其他收益          | 173          | 190          | 235          | 294           |
| 固定资产及使用权资产       | 625           | 716           | 753           | 780           | 投资净收益           | (31)         | 12           | (15)         | (1)           |
| 在建工程             | 65            | 52            | 50            | 46            | 公允价值变动          | 71           | 0            | 0            | 0             |
| 无形资产             | 741           | 923           | 1,225         | 1,467         | 减值损失            | (149)        | 1            | 0            | 0             |
| 商誉               | 686           | 686           | 686           | 686           | 资产处置收益          | 0            | 0            | 0            | 1             |
| 长期待摊费用           | 51            | 51            | 51            | 51            | <b>营业利润</b>     | <b>1,283</b> | <b>1,809</b> | <b>2,086</b> | <b>2,826</b>  |
| 其他非流动资产          | 2,956         | 2,945         | 2,932         | 2,920         | 营业外净收支          | (1)          | 1            | 1            | 2             |
| <b>资产总计</b>      | <b>17,320</b> | <b>19,653</b> | <b>21,900</b> | <b>25,625</b> | <b>利润总额</b>     | <b>1,282</b> | <b>1,810</b> | <b>2,088</b> | <b>2,828</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>2,588</b>  | <b>3,441</b>  | <b>3,754</b>  | <b>4,858</b>  | 减:所得税           | 96           | 130          | 153          | 206           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 169           | 169           | 150           | 141           | <b>净利润</b>      | <b>1,185</b> | <b>1,680</b> | <b>1,934</b> | <b>2,622</b>  |
| 经营性应付款项          | 1,359         | 1,699         | 1,980         | 2,561         | 减:少数股东损益        | 6            | 5            | 8            | 9             |
| 合同负债             | 284           | 550           | 511           | 721           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,179</b> | <b>1,675</b> | <b>1,926</b> | <b>2,613</b>  |
| 其他流动负债           | 776           | 1,023         | 1,113         | 1,434         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 1.39         | 1.97         | 2.27         | 3.08          |
| 非流动负债            | 2,337         | 2,337         | 2,337         | 2,337         | EBIT            | 1,193        | 1,821        | 2,130        | 2,853         |
| 长期借款             | 200           | 200           | 200           | 200           | EBITDA          | 1,453        | 2,213        | 2,658        | 3,347         |
| 应付债券             | 1,407         | 1,407         | 1,407         | 1,407         | 毛利率(%)          | 55.77        | 56.38        | 57.39        | 58.03         |
| 租赁负债             | 14            | 14            | 14            | 14            | 归母净利率(%)        | 21.40        | 25.06        | 24.51        | 25.93         |
| 其他非流动负债          | 716           | 716           | 716           | 716           | 收入增长率(%)        | (27.26)      | 21.28        | 17.56        | 28.23         |
| <b>负债合计</b>      | <b>4,925</b>  | <b>5,778</b>  | <b>6,091</b>  | <b>7,194</b>  | 归母净利润增长率(%)     | (53.43)      | 42.02        | 15.01        | 35.65         |
| 归属母公司股东权益        | 12,394        | 13,869        | 15,796        | 18,409        |                 |              |              |              |               |
| 少数股东权益           | 0             | 5             | 13            | 22            |                 |              |              |              |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>12,394</b> | <b>13,874</b> | <b>15,809</b> | <b>18,431</b> |                 |              |              |              |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>17,320</b> | <b>19,653</b> | <b>21,900</b> | <b>25,625</b> |                 |              |              |              |               |

| 现金流量表(百万元) | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 重要财务与估值指标      | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|---------|---------|---------|---------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流    | 1,467   | 530     | 980     | 917     | 每股净资产(元)       | 14.38 | 16.12 | 18.38 | 21.46 |
| 投资活动现金流    | (1,267) | (639)   | (863)   | (734)   | 最新发行在外股份(百万股)  | 850   | 850   | 850   | 850   |
| 筹资活动现金流    | (859)   | (257)   | (75)    | (65)    | ROIC(%)        | 7.91  | 11.32 | 11.87 | 14.01 |
| 现金净增加额     | (651)   | (366)   | 42      | 118     | ROE-摊薄(%)      | 9.51  | 12.08 | 12.20 | 14.19 |
| 折旧和摊销      | 260     | 392     | 529     | 494     | 资产负债率(%)       | 28.44 | 29.40 | 27.81 | 28.08 |
| 资本开支       | (316)   | (601)   | (811)   | (705)   | P/E(现价&最新股本摊薄) | 62.98 | 44.35 | 38.56 | 28.43 |
| 营运资本变动     | (113)   | (1,584) | (1,552) | (2,252) | P/B(现价)        | 6.08  | 5.42  | 4.76  | 4.07  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>