

## 完善功率半导体产品布局，开拓业务发展新动能

## ——紫光国微公司点评

2026 年 01 月 16 日

## 核心观点

- **事件：**公司发布公告，拟以 61.75 元/股的价格向关联方在内的 14 名股东发行股份收购瑞能半导体 100% 股权（未完成评估）。
- **补全功率半导体产业链，拓展新业务增长点。**公司拟以 61.75 元向关联方在内的 14 家股东发行股份收购瑞能半导体 100% 股权，同步配融不超 100%。标的原为恩智浦双极功率器件业务部门，现主营功率半导体研制，拥有芯片设计、晶圆制造和封测一体化经营能力，主要产品为晶闸管、功率二极管、碳化硅二极管、碳化硅 MOSFET、IGBT 及功率模块等。
  - **丰富产品矩阵：**上市公司此前尚未就功率半导体细分领域形成规模化、体系化的业务布局。交易后，公司可整合功率半导体产品矩阵，快速补齐制造环节，完善半导体产业链布局。
  - **共享渠道资源：**收购完成后，双方可充分交互利用各自的客户资源优势，共享销售渠道资源，将双方各自的优势产品导入到尚未覆盖或达成合作的潜在客户，加速在工业和汽车电子行业的扩展进程，实现协同效应。
  - **增厚公司业绩：**标的公司 2023-2025H1 收入/归母净利分别为 8.3/1.01 亿元、7.86/0.20 亿元和 4.4/0.30 亿元，上市公司业绩锦上添花。
- **新产品迭代加速，宇航市场放量可期。【新产品迭代加快】**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。【宇航级市场 1-10】公司具备宇航级技术与产品储备，正积极推进相关产品的研发、导入与验证。25 年起，宇航业务发展从 1-10，有望带动 FPGA、存储器、总线接口等多产品线协同渗透，增量可期。
- **车载业务下沉，民品市场多点开花。**民品业务构建了安全芯片+控制芯片的业务布局，其中汽车电子和 eSIM 业务有望构筑公司第二增长曲线。2025 年 12 月，公司将汽车电子业务下沉至新设子公司——紫光同芯科技，公司持股 51%，引入宁德时代旗下问鼎投资（持股 5%），其余主要由管理层持股。我们认为此举将助力该业务更加聚焦且更具活力。此外，公司 eSIM 业务国内市占率较高，已导入多家主流手机厂商，未来将深度受益于行业爆发。
- **股权激励落地实施，未来持续增长有保障。**公司股权激励于 2025 年 11 月 11 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 年的扣非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。
- **投资建议：**不考虑本次收购，预计公司 2025-2027 年净利润分别为 16.7/19.4/24.3 亿元，EPS 分别为 2.0/2.3/2.9 元，当前股价对应 PE 分别为 44/38/30 倍。若考虑本次发行，假设公司以 2.5 倍 PS 并购标的，瑞能半导体估值约为 22 亿，考虑配套融资，则备考总市值约 790 亿，预计 25 年至 27 年备考归母净利润 17.3/20.3/25.5 亿元，备考 PE 为 45/39/31 倍。我们看好 26 年特种行业景气度回升对公司特种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，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**下游行业需求波动、客户延迟验收的风险、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

胡浩森

☎：010-80927657

✉：huhaomiaoyj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521100001

## 市场数据

2026 年 01 月 15 日

|              |          |
|--------------|----------|
| 股票代码         | 002049   |
| A 股收盘价(元)    | 86.69    |
| 上证指数         | 4,112.60 |
| 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) | 736      |

## 相对沪深 300 表现图

2026 年 01 月 15 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\_紫光国微\_股权激励加持，成长路径清晰
- 2.【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

主要财务指标预测

|            | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 5,511  | 6,422 | 7,368 | 8,378 |
| 收入增长率%     | -27.26 | 16.53 | 14.73 | 13.71 |
| 归母净利润(百万元) | 1,179  | 1,668 | 1,942 | 2,431 |
| 利润增长率%     | -53.43 | 41.42 | 16.45 | 25.18 |
| 分红率%       | 15.02  | 12.55 | 16.74 | 14.77 |
| 毛利率%       | 55.77  | 56.50 | 56.50 | 56.30 |
| 摊薄 EPS(元)  | 1.39   | 1.96  | 2.29  | 2.86  |
| PE         | 62.45  | 44.16 | 37.92 | 30.30 |
| PB         | 5.94   | 5.29  | 4.73  | 4.16  |
| PS         | 13.36  | 11.47 | 10.00 | 8.79  |

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 | 13,387 | 14,869 | 16,956 |
| 现金         | 2,461  | 3,388  | 4,138  | 5,414  |
| 应收账款       | 4,057  | 4,174  | 4,503  | 4,887  |
| 其它应收款      | 32     | 47     | 59     | 59     |
| 预付账款       | 133    | 287    | 258    | 290    |
| 存货         | 1,974  | 2,347  | 2,673  | 3,031  |
| 其他         | 3,004  | 3,144  | 3,240  | 3,275  |
| 非流动资产      | 5,659  | 6,152  | 6,682  | 7,153  |
| 长期投资       | 674    | 674    | 674    | 674    |
| 固定资产       | 585    | 497    | 396    | 288    |
| 无形资产       | 741    | 1,399  | 2,019  | 2,603  |
| 其他         | 3,659  | 3,583  | 3,592  | 3,588  |
| 资产总计       | 17,320 | 19,539 | 21,551 | 24,109 |
| 流动负债       | 2,588  | 3,200  | 3,567  | 3,983  |
| 短期借款       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应付账款       | 918    | 1,034  | 1,210  | 1,372  |
| 其他         | 1,671  | 2,165  | 2,356  | 2,611  |
| 非流动负债      | 2,337  | 2,420  | 2,396  | 2,384  |
| 长期借款       | 200    | 200    | 200    | 200    |
| 其他         | 2,137  | 2,221  | 2,197  | 2,185  |
| 负债总计       | 4,925  | 5,620  | 5,963  | 6,368  |
| 少数股东权益     | 0      | 5      | 11     | 20     |
| 归属母公司股东权益  | 12,394 | 13,914 | 15,577 | 17,722 |
| 负债和股东权益    | 17,320 | 19,539 | 21,551 | 24,109 |

| 现金流量表(百万元) | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流    | 1,467  | 1,696 | 1,832 | 2,326 |
| 净利润        | 1,185  | 1,673 | 1,948 | 2,440 |
| 折旧摊销       | 260    | 224   | 265   | 306   |
| 财务费用       | 3      | 0     | 0     | 0     |
| 投资损失       | 31     | -12   | -13   | -25   |
| 营运资金变动     | -113   | -212  | -352  | -401  |
| 其他         | 101    | 22    | -15   | 7     |
| 投资活动现金流    | -1,267 | -704  | -780  | -751  |
| 资本支出       | -316   | -716  | -793  | -776  |
| 长期投资       | 53     | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | -1,004 | 12    | 13    | 25    |
| 筹资活动现金流    | -859   | -65   | -303  | -299  |
| 短期借款       | -38    | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款       | 56     | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | -877   | -65   | -303  | -299  |
| 现金净增加额     | -651   | 927   | 749   | 1,277 |

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 | 6,422 | 7,368 | 8,378 |
| 营业成本     | 2,437 | 2,794 | 3,205 | 3,661 |
| 税金及附加    | 48    | 51    | 0     | 0     |
| 销售费用     | 268   | 276   | 317   | 335   |
| 管理费用     | 364   | 396   | 515   | 555   |
| 研发费用     | 1,224 | 1,336 | 1,503 | 1,592 |
| 财务费用     | -50   | -49   | -68   | -83   |
| 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    | 190   | 205   | 319   |
| 营业利润     | 1,283 | 1,810 | 2,102 | 2,638 |
| 营业外收入    | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 营业外支出    | 2     | 1     | 2     | 2     |
| 利润总额     | 1,282 | 1,810 | 2,102 | 2,637 |
| 所得税      | 96    | 137   | 154   | 197   |
| 净利润      | 1,185 | 1,673 | 1,948 | 2,440 |
| 少数股东损益   | 6     | 5     | 6     | 9     |
| 归属母公司净利润 | 1,179 | 1,668 | 1,942 | 2,431 |
| EBITDA   | 1,491 | 1,985 | 2,299 | 2,860 |
| EPS（元）   | 1.39  | 1.96  | 2.29  | 2.86  |

| 主要财务比率    | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入增长率  | -27.3% | 16.5% | 14.7% | 13.7% |
| 营业利润增长率   | -52.9% | 41.1% | 16.1% | 25.5% |
| 归母净利润增长率  | -53.4% | 41.4% | 16.5% | 25.2% |
| 毛利率       | 55.8%  | 56.5% | 56.5% | 56.3% |
| 净利率       | 21.5%  | 26.0% | 26.4% | 29.1% |
| ROE       | 9.5%   | 12.0% | 12.5% | 13.7% |
| ROIC      | 8.0%   | 10.4% | 10.8% | 12.1% |
| 资产负债率     | 28.4%  | 28.8% | 27.7% | 26.4% |
| 净资产负债率    | 39.7%  | 40.4% | 38.3% | 35.9% |
| 流动比率      | 4.50   | 4.18  | 4.17  | 4.26  |
| 速动比率      | 3.41   | 3.13  | 3.14  | 3.24  |
| 总资产周转率    | 0.31   | 0.35  | 0.36  | 0.37  |
| 应收账款周转率   | 1.32   | 1.56  | 1.70  | 1.78  |
| 应付账款周转率   | 2.37   | 2.86  | 2.86  | 2.84  |
| 每股收益      | 1.39   | 1.96  | 2.29  | 2.86  |
| 每股经营现金流   | 1.73   | 2.00  | 2.16  | 2.74  |
| 每股净资产     | 14.59  | 16.38 | 18.33 | 20.86 |
| P/E       | 62.45  | 44.16 | 37.92 | 30.30 |
| P/B       | 5.94   | 5.29  | 4.73  | 4.16  |
| EV/EBITDA | 48.93  | 36.29 | 31.01 | 24.48 |
| PS        | 13.36  | 11.47 | 10.00 | 8.79  |

## 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。 | 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      |
| 行业评级                                                                                                                                   | 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  |
| 公司评级                                                                                                                                   | 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：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_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：

林程 021-60387901 lincheng\_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