

买入（维持）

所属行业：电子/半导体
当前价格(元)：77.49

证券分析师

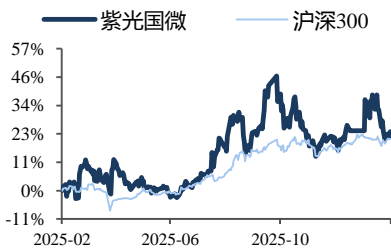
李宏涛

资格编号：S0120524070003

邮箱：liht@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.38	1.93	3.28
相对涨幅(%)	1.09	-1.09	1.69

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《紫光国微(002049.SZ)：业绩与新品拐点向上，股权激励助推长期价值》，2025.10.13
- 《紫光国微(002049.SZ)：特种业务有望反转，高研发投入将进入收获期》，2025.4.28
- 《紫光国微(002049.SZ)：特种信息化加速，汽车电子打开新增长极》，2025.4.15

紫光国微(002049.SZ)：补“链”强“链”，激发协同效应

投资要点

- 事件：**1月14日，紫光国微披露重大资产重组预案，拟通过“发行股份+支付现金”相结合的方式，向包括南昌建恩、北京广盟在内的14名交易对方购买其持有的瑞能半导体科技股份有限公司（以下简称“瑞能半导体”）100%的股权，并拟向不超过35名特定投资者发行股份募集配套资金。发行股份购买资产的定价为每股61.75元，不低于定价基准日前20个交易日均价的80%。交易对价和详细的业绩承诺条款尚未公布。
- 被收购方功率半导体IDM核心优势突出。**瑞能半导体是一家一体化经营（IDM）的功率半导体企业，业务覆盖芯片设计、晶圆制造、封装测试全链条。其产品广泛应用于消费电子、工业制造、新能源及汽车等领域，电气性能处于国际领先水平。瑞能半导体掌握晶闸管的平面制造技术、功率快恢复二极管的先进载流子寿命控制技术、碳化硅功率器件设计技术，核心技术人员与研发骨干具备10年以上从事功率半导体器件的研发设计经验，具有丰富的研发经验和较强的创新能力。且瑞能半导体营收恢复增长，2025年上半年营业总收入达4.41亿元，对比2024年上半年的3.74亿元同比增长17.87%。
- 补链强链，完善功率半导体产业链布局。**紫光国微当前主营业务为特种集成电路和智能安全芯片，在功率半导体领域虽有一定技术储备，但尚未形成规模化、体系化的业务布局。而标的公司瑞能半导体是一家拥有芯片设计、晶圆制造、封装设计和模块封装测试的一体化经营（IDM模式）的功率半导体企业。收购成功落地将使紫光国微有望获得功率半导体从设计到制造的完整IDM能力。我们认为这既顺应了全球功率半导体市场（尤其新能源汽车、可再生资源领域）的高速增长趋势，为公司培育了新的、潜力巨大的盈利增长点，也是响应国家关于集成电路产业高质量发展的号召。
- 研发与市场双重协同，加速技术突破并提升产品矩阵竞争力。**瑞能半导体已在晶闸管、功率二极管、碳化硅二极管、碳化硅MOSFET、IGBT及模块等功率半导体领域完成产品布局。紫光国微的研发资源与资金实力，可加速瑞能半导体新一代碳化硅功率器件及模块的研发与产业化，抢占国产替代技术制高点。功率半导体作为新能源汽车、光伏储能等新兴领域的核心部件，市场增长预期较好，根据Omdia预测，其市场规模将从2023年的503亿美元增至2027年的596亿美元。紫光国微通过收购直接切入这一高成长赛道，有望增强了自身盈利与抗风险能力，更与瑞能半导体形成产品线强力互补：数字芯片与功率器件结合，可构建一体化解决方案。尤其在汽车领域，双方的车规级芯片开发经验与功率器件生产能力相结合，有望推出更具竞争力的汽车电子整体解决方案。
- 客户与供应链协同，实现双向赋能与交叉销售。**客户方面，紫光国微在移动通信、金融、政务、汽车、工业、物联网等领域的客户渠道，可为瑞能半导体的工业级、车规级产品打开新市场；反之，瑞能半导体在全球消费电子（如家电）、工业电源等领域积累的世界知名品牌客户网络，也能为紫光国微其他芯片产品提供导入机会。本次收购完成后，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，实现对新老客户的协同配套和渗透开发，加速在工业和汽车电子行业的扩展进程，为客户提供更为全面的产品及解决方案。供应链方面，双方在晶圆制造、封装测试服务采购方面具备协同性。紫光国微更大的采购规模与供应链管理经验丰富，可以通过供应链资源、资本和平台赋能，助力瑞能半导体优化整体采购成本，增强

供应链安全。

- **投资建议：**考虑到十五五特种需求回暖，我们调整此前测预测，25-27年总收入由67.01/82.99/104.63亿元调整至67.80/84.95/108.27亿元，归母净利润由16.11/21.44/22.41亿元调整至16.15/21.52/28.81亿元，对应2月13日PE倍数为40.75/30.59/22.86倍。我们认为紫光国微收购瑞能半导体是一笔战略意图明确、产业协同潜力显著的并购交易，能向产业链关键环节纵向延伸、构建更完整半导体生态，提升公司成长性、扩张产业版图。维持“买入”评级。
- **风险提示：**交易审批不确定性；整合风险；交易对价和业绩承诺尚未公布；市场拓展不及预期；技术迭代风险。

股票数据

总股本(百万股):	849.62
流通A股(百万股):	849.47
52周内股价区间(元):	61.45-92.78
总市值(百万元):	66,704.03
总资产(百万元):	18,249.64
每股净资产(元):	15.65

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,576	5,511	6,780	8,495	10,827
(+/-)YOY(%)	6.4%	-27.3%	23.0%	25.3%	27.5%
净利润(百万元)	2,532	1,179	1,615	2,152	2,881
(+/-)YOY(%)	-3.8%	-53.4%	37.0%	33.2%	33.8%
全面摊薄EPS(元)	2.98	1.39	1.90	2.53	3.39
毛利率(%)	61.0%	55.8%	54.3%	56.1%	57.7%
净资产收益率(%)	21.7%	9.5%	11.9%	14.0%	16.1%

资料来源：公司年报(2023-2024)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	1.40	1.90	2.53	3.39
每股净资产	14.59	15.96	18.11	20.99
每股经营现金流	1.73	1.70	1.55	2.66
每股股利	0.21	0.29	0.38	0.51
价值评估(倍)				
P/E	46.02	40.75	30.59	22.86
P/B	4.41	4.86	4.28	3.69
P/S	9.92	9.71	7.75	6.08
EV/EBITDA	37.19	33.16	25.07	18.65
股息率%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	55.8%	54.3%	56.1%	57.7%
净利润率	21.5%	23.8%	25.3%	26.6%
净资产收益率	9.5%	11.9%	14.0%	16.1%
资产回报率	6.7%	8.8%	10.5%	12.3%
投资回报率	7.8%	10.5%	12.5%	14.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-27.3%	23.0%	25.3%	27.5%
EBIT 增长率	-54.2%	45.7%	33.2%	33.8%
净利润增长率	-53.4%	37.0%	33.2%	33.8%
偿债能力指标				
资产负债率	28.4%	30.0%	29.5%	29.0%
流动比率	4.5	3.8	3.8	3.7
速动比率	3.4	2.7	2.6	2.6
现金比率	1.0	0.8	0.7	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	273.2	212.2	183.4	168.5
存货周转天数	331.4	265.8	270.8	258.0
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5
固定资产周转率	9.8	10.6	11.4	12.9

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,179	1,615	2,152	2,881
少数股东损益	6	0	0	0
非现金支出	409	219	261	308
非经营收益	-14	-50	-25	-8
营运资金变动	-113	-341	-1,074	-917
经营活动现金流	1,467	1,444	1,314	2,263
资产	-316	-535	-558	-684
投资	53	-65	-71	-75
其他	-1,004	-105	-4	-22
投资活动现金流	-1,267	-705	-633	-781
债权募资	-215	47	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-645	-499	-323	-433
融资活动现金流	-859	-452	-323	-433
现金净流量	-651	282	358	1,050

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 13 日
资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,511	6,780	8,495	10,827
营业成本	2,437	3,099	3,726	4,577
毛利率%	55.8%	54.3%	56.1%	57.7%
营业税金及附加	48	61	76	97
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	268	325	408	520
营业费用率%	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%
管理费用	364	441	552	704
管理费用率%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%
研发费用	1,224	1,356	1,699	2,165
研发费用率%	22.2%	20.0%	20.0%	20.0%
EBIT	1,193	1,737	2,314	3,097
财务费用	-50	0	0	0
财务费用率%	-0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-60	2	1	1
投资收益	-31	34	25	8
营业利润	1,283	1,737	2,315	3,098
营业外收支	-1	-0	-0	-0
利润总额	1,282	1,737	2,314	3,097
EBITDA	1,453	1,958	2,576	3,406
所得税	96	122	162	217
有效所得税率%	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%
少数股东损益	6	0	0	0
归属母公司所有者净利润	1,179	1,615	2,152	2,881

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,461	2,743	3,101	4,151
应收账款及应收票据	5,413	5,770	6,872	7,970
存货	1,974	2,604	3,001	3,560
其它流动资产	1,813	2,488	2,678	2,793
流动资产合计	11,660	13,605	15,653	18,474
长期股权投资	535	597	647	695
固定资产	585	697	792	882
在建工程	65	40	32	31
无形资产	741	927	1,159	1,482
非流动资产合计	5,659	5,764	6,161	6,642
资产总计	17,320	19,369	21,813	25,117
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,354	1,620	1,943	2,441
预收账款	5	6	7	9
其它流动负债	1,229	1,910	2,200	2,556
流动负债合计	2,588	3,536	4,151	5,006
长期借款	200	200	200	200
其它长期负债	2,137	2,074	2,074	2,074
非流动负债合计	2,337	2,274	2,274	2,274
负债总计	4,925	5,810	6,425	7,280
实收资本	850	850	850	850
普通股股东权益	12,394	13,559	15,389	17,837
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	17,320	19,369	21,813	25,117

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。