

并购完善功率半导体布局，长期发展向好

核心观点

- **外延并购瑞能半导，切入功率半导体赛道。**2026年1月，公司拟通过发行股份及支付现金方式购买瑞能半导体100%股权。瑞能半导主要从事功率半导体的研发、生产和销售，核心产品涵盖晶闸管、功率二极管、碳化硅二极管/MOSFET、IGBT及功率模块等，广泛应用于新能源、工业及汽车等领域，公司产品的电气性能处于国际领先水平，并已在行业中有市场地位优势。通过此次布局，公司将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。
- **特种集成电路产品矩阵扩展，新品迭代持续。**公司在特种集成电路领域产品谱系齐全，涵盖微处理器、可编程器件、存储器、网络与接口、模拟器件、SoPC系统器件和定制芯片等七大系列、超过800个品种，能够为客户提供完整的系统解决方案。新品迭代加速，覆盖领域拓展。FPGA业务方面，公司持续迭代新品，扩展下游不同领域的客户；同时新推出的交换机芯片也已批量交付且用户范围拓展。此外，公司在宇航领域新推出了宇航用FPGA、回读刷新芯片、存储器、总线接口等多项产品，具备完整的宇航用系统解决方案，有望受益于低轨卫星互联网等新兴市场的发展。
- **特种HBM与AI芯片研发稳步推进。**HBM芯片开发技术难度较高。从公司实际披露的研发时间线来看，2025年面向特种行业应用的HBM产品已顺利通过了用户测试，后续将根据用户需求进一步迭代；同时图像AI智能芯片也已完成研发并实现用户选用。由于特种行业对新产品的可靠性要求极高，用户导入与验证周期较长，公司于2026年4月中旬在互动平台回应，面向特种行业应用的HBM产品和AI视频处理器芯片研发进展顺利。客观反映公司正按照特种装备的验证节奏推进产品迭代，后续相关高带宽存储及AI相关产品逐步落地，将进一步补齐公司在系统级方案上的拼图。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司25-27年每股收益分别为1.79/2.22/2.66元，（原25-26年预测为1.97、2.53元，主要系下调了主营业务营收和毛利率）。根据可比公司26年平均41倍PE估值，给予91.02元目标价，维持增持评级。

风险提示

市场需求不及预期，行业竞争加剧，研发进度不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,576	5,511	6,360	7,905	10,109
同比增长(%)	6.4%	-27.3%	15.4%	24.3%	27.9%
营业利润(百万元)	2,721	1,283	1,667	2,132	2,648
同比增长(%)	-5.6%	-52.9%	29.9%	27.9%	24.2%
归属母公司净利润(百万元)	2,532	1,179	1,524	1,885	2,263
同比增长(%)	-3.8%	-53.4%	29.2%	23.7%	20.0%
每股收益(元)	2.98	1.39	1.79	2.22	2.66
毛利率(%)	61.0%	55.8%	55.5%	54.7%	54.2%
净利率(%)	33.4%	21.4%	24.0%	23.9%	22.4%
净资产收益率(%)	23.7%	9.8%	11.4%	12.4%	13.3%
市盈率	24.5	52.5	40.6	32.8	27.4
市净率	5.3	5.0	4.3	3.9	3.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持（维持）

股价（2026年04月17日）	72.89元
目标价格	91.02元
52周最高价/最低价	94.83/61.32元
总股本/流通A股（万股）	84,963/84,951
A股市值（百万元）	61,929
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2026年04月19日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	5.06	0.25	-15.28	6.8
相对表现%	3.07	-1.72	-15.21	-18.56
沪深300%	1.99	1.97	-0.07	25.36



证券分析师

薛宏伟	执业证书编号：S0860524110001 xuehongwei@orientsec.com.cn 021-63326320
蒯剑	执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856 kuaijian@orientsec.com.cn 021-63326320
贾国瑞	执业证书编号：S0860526030002 jiaguorui@orientsec.com.cn 021-63326320
雷星宇	执业证书编号：S0860526040001 leixingyu@orientsec.com.cn 021-63326320

联系人

李晋杰	执业证书编号：S0860125070012 lijinjie@orientsec.com.cn 021-63326320
-----	--

相关报告

汽车电子领域全面布局，特种行业持续拓展 2025-01-18

展

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 1.79/2.22/2.66 元，（原 25-26 年预测为 1.97、2.53 元，主要系下调了主营业务营收和毛利率）。根据可比公司 26 年平均 41 倍 PE 估值，给予 91.02 元目标价，维持增持评级。

表 1：可比公司估值

		2026/4/17	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
复旦微电	688385	71.91	0.70	0.28	1.21	1.59	103.45	254.91	59.23	45.31
佰维存储	688525	270.67	0.34	1.81	8.45	8.96	790.51	149.40	32.02	30.22
瑞芯微	603893	170.93	1.41	2.47	3.42	4.39	120.97	69.20	49.93	38.97
豪威集团	603501	93.04	2.64	3.21	4.00	4.97	35.31	29.01	23.25	18.72
	最大值						790.51	254.91	59.23	45.31
	最小值						35.31	29.01	23.25	18.72
	平均数						262.56	125.63	41.11	33.30
	调整后平均						112.21	109.30	40.97	34.59

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

市场需求不及预期，行业竞争加剧，研发进度不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,098	2,461	5,695	6,717	7,670	营业收入	7,576	5,511	6,360	7,905	10,109
应收票据及应收账款	6,153	5,545	4,452	5,534	7,076	营业成本	2,951	2,437	2,830	3,582	4,633
预付账款	248	133	153	191	244	销售费用	295	268	265	326	411
存货	2,513	1,974	2,405	2,686	3,011	管理费用	324	364	343	411	505
其他	2,076	1,548	1,528	1,393	1,404	研发费用	1,451	1,224	1,278	1,509	1,930
流动资产合计	14,088	11,660	14,234	16,521	19,405	财务费用	(28)	(50)	84	68	56
长期股权投资	505	535	535	535	535	资产、信用减值损失	72	149	(14)	1	1
固定资产	543	585	620	637	632	公允价值变动收益	17	71	10	10	10
在建工程	33	65	133	167	184	投资净收益	71	(31)	18	19	2
无形资产	811	741	593	445	296	其他	121	125	65	94	64
其他	2,086	3,734	3,709	3,683	3,683	营业利润	2,721	1,283	1,667	2,132	2,648
非流动资产合计	3,977	5,659	5,589	5,466	5,330	营业外收入	2	1	2	2	2
资产总计	18,066	17,320	19,823	21,987	24,735	营业外支出	1	2	0	0	0
短期借款	38	0	200	150	150	利润总额	2,721	1,282	1,668	2,133	2,650
应付票据及应付账款	1,436	1,354	1,639	2,074	2,682	所得税	187	96	136	238	375
其他	2,458	1,234	1,297	1,409	1,557	净利润	2,535	1,185	1,532	1,895	2,274
流动负债合计	3,932	2,588	3,136	3,633	4,390	少数股东损益	2	6	8	10	12
长期借款	144	200	200	200	200	归属于母公司净利润	2,532	1,179	1,524	1,885	2,263
应付债券	1,368	1,407	1,407	1,407	1,407	每股收益(元)	2.98	1.39	1.79	2.22	2.66
其他	891	730	730	730	730						
非流动负债合计	2,403	2,337	2,337	2,337	2,337	主要财务比率					
负债合计	6,335	4,925	5,472	5,970	6,727		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	74	0	8	18	29	成长能力					
股本	850	850	850	850	850	营业收入	6.4%	-27.3%	15.4%	24.3%	27.9%
资本公积	68	196	796	796	796	营业利润	-5.6%	-52.9%	29.9%	27.9%	24.2%
留存收益	10,546	11,152	12,497	14,154	16,133	归属于母公司净利润	-3.8%	-53.4%	29.2%	23.7%	20.0%
其他	193	197	200	200	200	获利能力					
股东权益合计	11,731	12,394	14,351	16,017	18,009	毛利率	61.0%	55.8%	55.5%	54.7%	54.2%
负债和股东权益总计	18,066	17,320	19,823	21,987	24,735	净利率	33.4%	21.4%	24.0%	23.9%	22.4%
						ROE	23.7%	9.8%	11.4%	12.4%	13.3%
						ROIC	19.8%	8.2%	10.5%	11.4%	12.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	35.1%	28.4%	27.6%	27.2%	27.2%
净利润	2,535	1,185	1,532	1,895	2,274	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	146	263	309	343	357	流动比率	3.58	4.50	4.54	4.55	4.42
财务费用	(28)	(50)	84	68	56	速动比率	2.91	3.74	3.77	3.81	3.73
投资损失	(71)	31	(18)	(19)	(2)	营运能力					
营运资金变动	(1,491)	706	1,001	(860)	(1,176)	应收账款周转率	2.0	1.3	1.8	2.5	2.5
其它	679	(668)	(46)	(9)	(9)	存货周转率	1.2	1.1	1.3	1.4	1.6
经营活动现金流	1,769	1,467	2,863	1,418	1,501	总资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4
资本支出	(574)	(213)	(221)	(221)	(221)	每股指标(元)					
长期投资	(48)	(16)	(0)	0	0	每股收益	2.98	1.39	1.79	2.22	2.66
其他	(1,677)	(1,038)	55	171	12	每股经营现金流	2.08	1.73	3.37	1.67	1.77
投资活动现金流	(2,299)	(1,267)	(166)	(49)	(209)	每股净资产	13.72	14.59	16.88	18.83	21.16
债权融资	66	(121)	0	0	0	估值比率					
股权融资	(580)	128	600	0	0	市盈率	24.5	52.5	40.6	32.8	27.4
其他	252	(866)	(63)	(347)	(339)	市净率	5.3	5.0	4.3	3.9	3.4
筹资活动现金流	(262)	(859)	537	(347)	(339)	EV/EBITDA	21.2	40.3	29.2	23.7	19.7
汇率变动影响	11	7	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.4	48.9	34.4	27.4	22.3
现金净增加额	(780)	(651)	3,234	1,022	953						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。