

# 中芯国际 (688981)

证券研究报告  
2025年02月08日

## 4Q24 前瞻：AI 需求和转单效应有望带来超预期的经营表现

**事件：**公司将于 2025 年 2 月 11 日盘后发布 4Q24 业绩，于 2 月 12 日上午召开业绩会，此前公司在 3Q24 财报中指引 4Q24 营收环比 0%至+2%，毛利率预计介于 18%至 20%之间。

我们预计旺盛的 AI 需求将让公司经营表现好于市场预期，同时在 1Q25 抵消掉一部分淡季效应。

先进制程预计持续供不应求；全球 2025 数据中心资本开支有望持续大幅提升：1) 谷歌 25 年资本开支投入预计 750 亿美元 (YoY +43%)；2) 亚马逊预计 1000 亿美元 (YoY +26%)；3) Meta 预计 600-650 亿美元 (YoY +53%~66%)；4) 微软预计 25 财年投入 800 亿美元；5) “星际之门计划”计划未来四年内投资 5000 亿美元。我们预计大陆数据中心资本开支趋势与全球相同，国产算力芯片受益于国产替代的趋势需求增长有望好于全球平均，公司作为大陆少有能够量产先进制程的企业，我们预计公司在大陆先进制程具有较高的议价能力，先进制程有望充分受益于本土 AI 浪潮而持续供不应求。

成熟制程受益于端侧 AI：国产大模型 Deepseek-R1 发布以来，市场反馈积极，强能力兼具低成本的特点，让国产 AI 应用有望加速普及，AI 终端有望全面放量，中芯国际 3Q24 营收占比中消费电子达 42.6%，互联与可穿戴 8.2%，相关领域有望受益于端侧 AI 放量而超出原先市场预期。

美对华半导体新政后，转单效应有望让公司受益，预计 2Q25 开始逐渐体现。

2025 年 1 月 15 日美国 BIS 发布最新对华半导体禁令。新禁令从限制特定企业变成限制一定范围的制程和晶体管数量 (如：非美政府授权的半导体设计公司，需要申请许可才可使用 16/14nm 以下制程，满足豁免条件的除外)，并公布 IC 设计、封测白名单。我们认为外部地缘政治对半导体供应链带来了较大的不确定性，本地使用本地生产预计能降低供应链风险，预计未来 IC 设计公司转单回大陆大势所趋，中芯国际作为本土代工龙头有望受益于此趋势，进而带来超出市场预期的经营表现。

### 投资建议：

我们基于三条逻辑，看好公司在 AI 时代的发展：1) AI 推动半导体周期上行，公司充分受益；2) 先进制程代工需求受益于本土 AI 需求高速增长；3) 成熟制程国产受益于消费复苏，国产替代也有望加速。预计公司 24/25/26 年营收达到 567/657/735 亿元，归母净利润达到 40.17/59.62/72.95 亿元，维持中芯国际 A 股 2025 年目标价 133.59 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**美对华科技限制的不可控影响；成熟制程产能过剩；市场竞争加剧；下游需求不及预期

### 投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	102.53 元
目标价格	133.59 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,988.36
流通 A 股股本(百万股)	1,988.36
A 股总市值(百万元)	203,866.46
流通 A 股市值(百万元)	203,866.46
每股净资产(元)	18.13
资产负债率(%)	33.44
一年内最高/最低(元)	109.50/40.01

### 作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
骆奕扬	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050001	
luoyiyang@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《中芯国际-首次覆盖报告:大陆晶圆代工龙头,受益 AI 浪潮》2025-01-04
- 《中芯国际-首次覆盖报告:砥砺前行,扬帆起航》2020-08-03

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	49,516.08	45,250.43	56,716.88	65,696.76	73,524.57
增长率(%)	38.97	(8.61)	25.34	15.83	11.92
EBITDA(百万元)	31,501.03	26,740.46	26,700.25	34,440.92	41,606.31
归属母公司净利润(百万元)	12,133.08	4,822.81	4,017.24	5,961.55	7,295.07
增长率(%)	13.04	(60.25)	(16.70)	48.40	22.37
EPS(元/股)	1.53	0.61	0.50	0.75	0.91
市盈率(P/E)	66.87	168.94	203.62	137.21	112.13
市净率(P/B)	6.08	5.72	5.73	5.41	5.17
市销率(P/S)	16.38	18.01	14.42	12.45	11.13
EV/EBITDA	10.18	16.72	31.85	24.56	19.72

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	74,922.00	51,235.37	56,716.88	65,696.76	73,524.57
应收票据及应收账款	5,328.74	3,943.75	7,678.38	5,783.86	9,282.42
预付账款	719.92	751.86	1,161.06	917.95	1,347.54
存货	13,312.75	19,377.71	23,111.08	21,270.73	24,069.42
其他	21,288.58	21,265.09	21,706.81	21,385.71	21,811.96
<b>流动资产合计</b>	<b>115,571.98</b>	<b>96,573.77</b>	<b>110,374.21</b>	<b>115,055.01</b>	<b>130,035.91</b>
长期股权投资	13,379.64	14,483.88	14,483.88	14,483.88	14,483.88
固定资产	85,403.28	92,432.36	110,086.42	117,764.60	116,204.67
在建工程	45,761.72	77,003.15	74,902.20	69,931.54	62,952.08
无形资产	3,427.98	3,344.33	3,091.77	2,839.21	2,586.64
其他	41,559.08	54,625.71	54,625.71	54,625.71	54,625.71
<b>非流动资产合计</b>	<b>189,531.71</b>	<b>241,889.43</b>	<b>257,189.98</b>	<b>259,644.94</b>	<b>250,852.98</b>
<b>资产总计</b>	<b>305,103.69</b>	<b>338,463.20</b>	<b>367,564.20</b>	<b>374,699.95</b>	<b>380,888.89</b>
短期借款	4,519.38	3,397.58	13,938.61	15,306.63	12,684.67
应付票据及应付账款	4,012.76	4,939.53	6,696.04	5,949.81	7,830.36
其他	39,322.44	44,276.62	59,165.83	54,189.80	68,865.01
<b>流动负债合计</b>	<b>47,854.58</b>	<b>52,613.73</b>	<b>79,800.48</b>	<b>75,446.25</b>	<b>89,380.04</b>
长期借款	46,790.30	59,031.81	60,950.36	62,521.23	45,820.01
应付债券	4,167.47	4,243.35	4,243.35	4,243.35	4,243.35
其他	4,586.63	4,104.06	4,104.06	4,104.06	4,104.06
<b>非流动负债合计</b>	<b>55,544.40</b>	<b>67,379.22</b>	<b>69,297.77</b>	<b>70,868.64</b>	<b>54,167.42</b>
<b>负债合计</b>	<b>103,398.98</b>	<b>119,992.95</b>	<b>149,098.25</b>	<b>146,314.89</b>	<b>143,547.46</b>
少数股东权益	68,332.79	75,994.41	75,769.12	77,259.51	79,083.28
股本	224.55	225.51	226.22	226.22	226.22
资本公积	99,544.50	102,332.25	102,982.25	102,982.25	102,982.25
留存收益	30,927.38	35,750.20	39,767.44	45,728.99	53,024.06
其他	2,675.49	4,167.88	(279.09)	2,188.10	2,025.63
<b>股东权益合计</b>	<b>201,704.71</b>	<b>218,470.25</b>	<b>218,465.94</b>	<b>228,385.06</b>	<b>237,341.43</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>305,103.69</b>	<b>338,463.20</b>	<b>367,564.20</b>	<b>374,699.95</b>	<b>380,888.89</b>

  

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	14,653.53	6,396.15	4,017.24	5,961.55	7,295.07
折旧摊销	14,715.54	18,515.72	25,699.44	31,545.04	36,791.96
财务费用	1,310.56	(519.51)	(2,159.05)	(2,448.27)	(2,784.43)
投资损失	(831.76)	(250.10)	(174.00)	0.00	0.00
营运资金变动	(7,460.55)	(15,392.03)	8,326.79	(1,423.18)	9,402.67
其它	14,203.90	14,297.52	1,004.31	1,490.39	1,823.77
<b>经营活动现金流</b>	<b>36,591.21</b>	<b>23,047.76</b>	<b>36,714.74</b>	<b>35,125.53</b>	<b>52,529.04</b>
资本支出	58,313.57	58,289.38	41,000.00	34,000.00	28,000.00
长期投资	1,429.37	1,104.24	0.00	0.00	0.00
其他	(129,211.37)	(101,094.14)	(81,826.00)	(68,000.00)	(56,000.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(69,468.43)</b>	<b>(41,700.51)</b>	<b>(40,826.00)</b>	<b>(34,000.00)</b>	<b>(28,000.00)</b>
债权融资	19,261.14	15,738.55	14,618.63	5,387.17	(16,538.76)
股权融资	12,040.07	4,281.10	(5,025.86)	2,467.18	(162.46)
其他	(8,032.25)	(4,291.71)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>23,268.96</b>	<b>15,727.93</b>	<b>9,592.77</b>	<b>7,854.35</b>	<b>(16,701.23)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(9,608.27)</b>	<b>(2,924.82)</b>	<b>5,481.51</b>	<b>8,979.88</b>	<b>7,827.81</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>49,516.08</b>	<b>45,250.43</b>	<b>56,716.88</b>	<b>65,696.76</b>	<b>73,524.57</b>
营业成本	30,552.67	35,346.30	45,940.67	49,929.54	54,408.18
营业税金及附加	271.59	222.66	279.08	323.27	361.78
销售费用	225.68	254.06	318.44	328.48	338.21
管理费用	3,041.58	3,152.89	3,800.03	4,335.99	4,779.10
研发费用	4,953.03	4,991.55	6,238.86	7,883.61	8,822.95
财务费用	(1,552.09)	(3,774.10)	(2,159.05)	(2,448.27)	(2,784.43)
资产/信用减值损失	(442.17)	(1,334.12)	(687.00)	0.00	0.00
公允价值变动收益	91.30	356.60	0.00	0.00	0.00
投资净收益	831.76	250.10	174.00	0.00	0.00
其他	2,257.19	2,576.26	3,500.00	2,500.00	2,000.00
<b>营业利润</b>	<b>14,761.70</b>	<b>6,905.89</b>	<b>5,285.85</b>	<b>7,844.15</b>	<b>9,598.77</b>
营业外收入	10.90	11.72	0.00	0.00	0.00
营业外支出	13.04	77.18	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>14,759.56</b>	<b>6,840.42</b>	<b>5,285.85</b>	<b>7,844.15</b>	<b>9,598.77</b>
所得税	106.03	444.27	264.29	392.21	479.94
<b>净利润</b>	<b>14,653.53</b>	<b>6,396.15</b>	<b>5,021.56</b>	<b>7,451.94</b>	<b>9,118.83</b>
少数股东损益	2,520.45	1,573.34	1,004.31	1,490.39	1,823.77
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>12,133.08</b>	<b>4,822.81</b>	<b>4,017.24</b>	<b>5,961.55</b>	<b>7,295.07</b>
每股收益(元)	1.53	0.61	0.50	0.75	0.91

  

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	38.97%	-8.61%	25.34%	15.83%	11.92%
营业利润	26.76%	-53.22%	-23.46%	48.40%	22.37%
归属于母公司净利润	13.04%	-60.25%	-16.70%	48.40%	22.37%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.30%	21.89%	19.00%	24.00%	26.00%
净利率	24.50%	10.66%	7.08%	9.07%	9.92%
ROE	9.10%	3.39%	2.82%	3.94%	4.61%
ROIC	13.69%	2.28%	1.77%	2.93%	3.62%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.89%	35.45%	40.56%	39.05%	37.69%
净负债率	-7.28%	9.60%	12.79%	9.59%	-2.21%
流动比率	2.42	1.84	1.38	1.52	1.45
速动比率	2.14	1.47	1.09	1.24	1.19
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	10.15	9.76	9.76	9.76	9.76
存货周转率	4.74	2.77	2.67	2.96	3.24
总资产周转率	0.19	0.14	0.16	0.18	0.19
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.53	0.61	0.50	0.75	0.91
每股经营现金流	4.62	2.90	4.60	4.40	6.58
每股净资产	16.86	17.93	17.89	18.94	19.84
<b>估值比率</b>					
市盈率	66.87	168.94	203.62	137.21	112.13
市净率	6.08	5.72	5.73	5.41	5.17
EV/EBITDA	10.18	16.72	31.85	24.56	19.72
EV/EBIT	19.11	54.35	849.77	292.11	170.44

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com