

下游需求向好持续产能扩充，25Q1 淡季不淡

核心观点

- 中芯国际发布 2024 年第四季度未经审核业绩公告，销售收入连续七个季度实现增长。**24Q4 公司实现营业收入人民币 159.2 亿元，同比增长 31%；毛利为人民币 33.6 亿元，毛利率为 21.1%。2024 年度，公司未经审计的营业收入为人民币 578.0 亿元，同比增长约 28%；实现归母净利润人民币 37.0 亿元，同比下降约 23%，主要是由于资金收益下降所致。25 年第一季度，公司销售收入指引为环比增长 6-8%，毛利率预计在 19%-21% 之间。在外部环境无重大变化的前提下，公司 2025 年指引为：销售收入增幅高于可比同业的平均值，资本开支与上一年相比大致持平。
- 加快产能扩充节奏，产能和产能利用率同步提升。**2024 年半导体市场整体呈现复苏态势，为满足市场和客户的需求，公司加速产能扩充的节奏，进一步提升平台的完备性。2024 年全年公司资本开支为 73.3 亿美元，年底约当 8 英寸晶圆月产能为 94.8 万片，较 2023 年的 80.6 万片约当 8 英寸晶圆月产能同比增长约 18%；24 年平均产能利用率为 85.6%，较去年增长了约 11 pct。2025 年公司持续进行产能建设，规划资产开支基本上跟去年持平，在 75 亿美元左右；公司会以持续盈利为目标，通过提高产能利用率来对冲折旧的影响，也通过持续的新技术迭代来支撑 ASP 和产能利用率。
- 下游需求向好，国家刺激消费政策红利带动客户补库存意愿。**2024 年公司晶圆收入按应用分，智能手机、电脑与平板、消费电子、互联与可穿戴、工业与汽车占比分别为 28%，16%，38%，10%和 8%，受益于产能扩张及国家刺激消费政策带动等因素，消费电子、智能手机等应用收入有大幅增长。2025 年，公司预计 AI 需求继续高速增长，市场其他应用领域需求持平或温和增长。其中汽车等产业向国产链转移切换的进程从验证阶段进入起量阶段，国家刺激消费政策带动下客户补库存意愿较高，今年公司有望享受到产业链切换、国内政策刺激红利的带动。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 37.0/56.1/71.0 亿元（原 24-26 年预测为 44.7/54.9/69.0 亿元，主要调整了所得税率和少数股东损益），采用 DCF 估值法，给予 114.63 元目标价，维持买入评级。

风险提示

- 生产设备难以购买；价格竞争过于激烈；政府补助、投资收益等其他收益不确定的风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	49,516	45,250	57,796	71,465	84,668
同比增长(%)	39%	-9%	28%	24%	18%
营业利润(百万元)	14,762	6,906	6,299	8,207	10,398
同比增长(%)	27%	-53%	-9%	30%	27%
归属母公司净利润(百万元)	12,133	4,823	3,699	5,614	7,104
同比增长(%)	13%	-60%	-23%	52%	27%
每股收益(元)	1.52	0.60	0.46	0.70	0.89
毛利率(%)	38.3%	21.9%	18.6%	20.7%	24.8%
净利率(%)	24.5%	10.7%	6.4%	7.9%	8.4%
净资产收益率(%)	10.0%	3.5%	2.6%	3.9%	4.7%
市盈率	65	164	214	141	111
市净率	5.9	5.5	5.6	5.4	5.1

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。

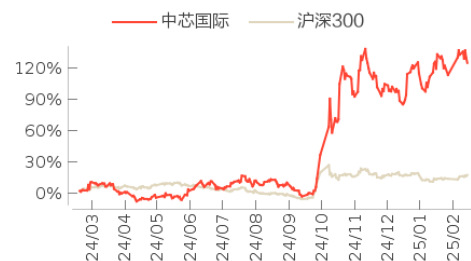
投资评级

买入（维持）

股价（2025年02月14日）	99.08 元
目标价格	114.63 元
52 周最高价/最低价	109.5/40.01 元
总股本/流通 A 股（万股）	797,821/797,821
A 股市值（百万元）	790,481
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 02 月 16 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.36	0.31	2.28	125.18
相对表现%	-4.55	-2.79	4.77	108.12
沪深 300%	1.19	3.1	-2.49	17.06



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

二季度营收及毛利率超预期，三季度指引乐观	2024-08-13
23Q4 营收逆转同比下滑趋势，持续推进产能中长期布局	2024-04-21
产能利用率改善，营收持续环比提升	2023-09-06

盈利预测与投资建议

我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 37.0/56.1/71.0 亿元（原 24-26 年预测为 44.7/54.9/69.0 亿元，主要根据公司 24 年第四季度未经审核业绩情况，调整了所得税率和少数股东损益。我们采用 DCF 估值法，给予 114.63 元目标价，维持买入评级。

图 1：DCF 核心参数假设

指标	关键假设
无风险利率	1.62%
公司 beta	0.9271
债务成本	3.60%
市场收益率 Rm	8.65%
WACC	8.09%
永续增长率	3.00%

数据来源：Wind、东方证券研究所

图 2：股价敏感性分析

		永续增长率				
WACC	114.63	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
	6.09%	143.98	171.05	215.62	302.82	549.86
	6.59%	126.64	147.36	179.62	236.77	365.76
	7.09%	112.26	128.44	152.54	192.23	269.87
	7.59%	100.15	113.01	131.47	160.20	211.12
	8.09%	89.84	100.20	114.63	136.10	171.48
	8.59%	80.97	89.41	100.88	117.34	142.96
	9.09%	73.26	80.21	89.45	102.33	121.49
	9.59%	66.50	72.29	79.83	90.06	104.76
	10.09%	60.55	65.40	71.61	79.87	91.36

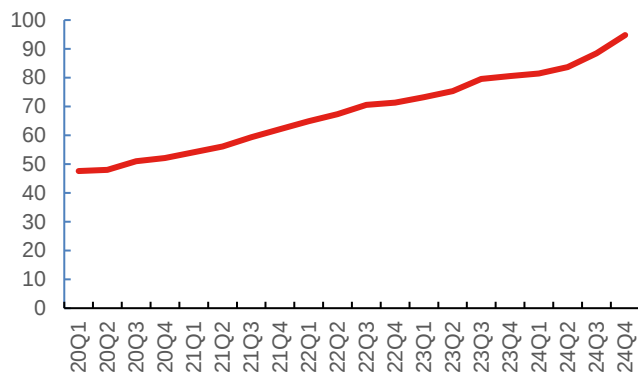
数据来源：东方证券研究所

风险提示

生产设备难以购买；价格竞争过于激烈；政府补助、投资收益等其他收益不确定的风险。

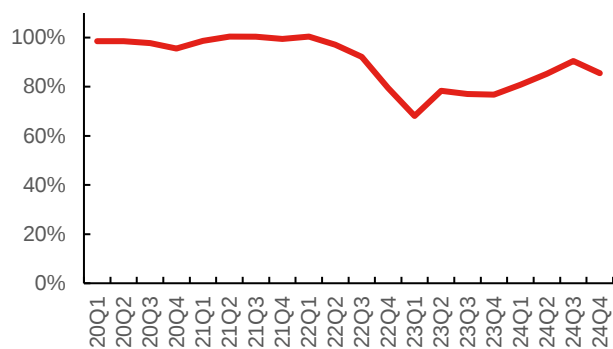
附录

图 3：20Q1-24Q4 公司月产能（万片/月）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 4：20Q1-24Q4 公司逐季产能利用率



数据来源：公司公告、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	74,922	51,235	54,906	64,318	71,968
应收票据、账款及款项融资	5,329	3,944	5,037	6,228	7,379
预付账款	720	752	960	779	923
存货	13,313	19,378	21,173	19,847	17,822
其他	21,289	21,265	20,330	20,378	20,225
流动资产合计	115,572	96,574	102,406	111,551	118,317
长期股权投资	13,380	14,484	13,271	13,712	13,822
固定资产	85,403	92,432	86,737	84,680	88,050
在建工程	45,762	77,003	113,667	141,583	149,349
无形资产	3,428	3,344	2,973	2,601	2,230
其他	41,559	54,626	51,119	51,119	51,119
非流动资产合计	189,532	241,889	267,767	293,695	304,570
资产总计	305,104	338,463	370,173	405,245	422,886
短期借款	4,519	3,398	37,561	61,693	65,040
应付票据及应付账款	4,013	4,940	6,575	7,924	8,895
其他	39,322	44,277	42,871	49,644	54,086
流动负债合计	47,855	52,614	87,007	119,261	128,021
长期借款	46,790	59,032	59,032	59,032	59,032
应付债券	4,167	4,243	4,243	43	43
其他	4,587	4,104	186	186	186
非流动负债合计	55,544	67,379	63,461	59,261	59,261
负债合计	103,399	119,993	150,468	178,522	187,283
少数股东权益	68,333	75,994	77,699	79,102	80,878
实收资本（或股本）	225	226	226	226	226
资本公积	99,545	102,332	102,332	102,332	102,332
留存收益	30,927	35,750	39,449	45,063	52,167
其他	2,675	4,168	0	0	0
股东权益合计	201,705	218,470	219,705	226,723	235,604
负债和股东权益总计	305,104	338,463	370,173	405,245	422,886

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	14,654	6,396	5,403	7,018	8,881
折旧摊销	21,880	19,888	22,834	27,414	34,339
财务费用	(1,552)	(3,774)	(2,115)	(1,464)	965
投资损失	(832)	(250)	(1,336)	(806)	(797)
营运资金变动	10,357	(1,187)	(2,647)	8,534	6,316
其它	(7,915)	1,974	(5,232)	(399)	(529)
经营活动现金流	36,591	23,048	16,906	40,297	49,174
资本支出	(62,748)	(57,826)	(52,902)	(52,902)	(45,103)
长期投资	(1,429)	(1,104)	1,213	(440)	(111)
其他	(5,291)	17,230	2,175	1,061	1,308
投资活动现金流	(69,468)	(41,701)	(49,514)	(52,281)	(43,906)
债权融资	14,272	13,086	0	(4,200)	0
股权融资	1,684	2,789	0	0	0
其他	7,313	(147)	36,279	25,596	2,383
筹资活动现金流	23,269	15,728	36,279	21,396	2,383
汇率变动影响	3,248	(1,338)	-0	-0	-0
现金净增加额	(6,361)	(4,263)	3,671	9,412	7,650

利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	49,516	45,250	57,796	71,465	84,668
营业成本	30,553	35,346	47,052	56,705	63,648
销售费用	226	254	265	306	362
管理费用	3,042	3,153	3,944	4,447	5,142
研发费用	4,953	4,992	5,460	6,037	6,983
财务费用	(1,552)	(3,774)	(2,115)	(1,464)	965
资产、信用减值损失	442	1,334	784	400	400
公允价值变动收益	91	357	318	255	310
投资净收益	832	250	1,336	806	797
其他	1,986	2,354	2,237	2,112	2,123
营业利润	14,762	6,906	6,299	8,207	10,398
营业外收入	11	12	9	11	10
营业外支出	13	77	16	35	43
利润总额	14,760	6,840	6,292	8,182	10,366
所得税	106	444	889	1,164	1,485
净利润	14,654	6,396	5,403	7,018	8,881
少数股东损益	2,520	1,573	1,704	1,404	1,776
归属于母公司净利润	12,133	4,823	3,699	5,614	7,104
每股收益（元）	1.52	0.60	0.46	0.70	0.89

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	39%	-9%	28%	24%	18%
营业利润	27%	-53%	-9%	30%	27%
归属于母公司净利润	13%	-60%	-23%	52%	27%
获利能力					
毛利率	38.3%	21.9%	18.6%	20.7%	24.8%
净利率	24.5%	10.7%	6.4%	7.9%	8.4%
ROE	10.0%	3.5%	2.6%	3.9%	4.7%
ROIC	5.6%	1.1%	1.2%	1.7%	2.7%
偿债能力					
资产负债率	33.9%	35.5%	40.6%	44.1%	44.3%
净负债率	0.0%	9.6%	23.4%	27.3%	24.5%
流动比率	2.42	1.84	1.18	0.94	0.92
速动比率	2.12	1.43	0.91	0.75	0.77
营运能力					
应收账款周转率	10.8	10.9	14.5	14.3	14.0
存货周转率	2.8	2.0	2.1	2.5	3.0
总资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
每股指标（元）					
每股收益	1.52	0.60	0.46	0.70	0.89
每股经营现金流	162.96	102.20	74.97	178.70	218.06
每股净资产	16.72	17.86	17.80	18.50	19.39
估值比率					
市盈率	65.2	163.9	213.7	140.8	111.3
市净率	5.9	5.5	5.6	5.4	5.1
EV/EBITDA	23.6	36.0	30.7	24.3	18.1
EV/EBIT	62.7	264.5	198.0	122.9	72.9

资料来源：东方证券研究所

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。

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。