

上调港股目标价到 63 港币，看好 DeepSeek 推动代工需求强劲增长

华泰研究

2025 年 2 月 15 日 | 中国内地/中国香港

动态点评

半导体

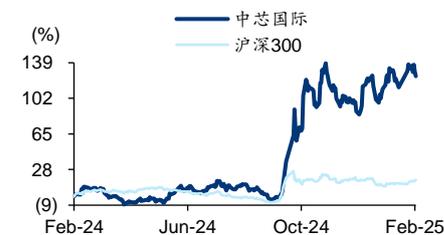
	981 HK	688981 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 63.00	人民币: 119.00

研究员	黄乐平, PhD	
SAC No. S0570521050001	huangleping@htsc.com	
SFC No. AUZ066	+(852) 3658 6000	
研究员	谢春生	
SAC No. S0570519080006	xiechunsheng@htsc.com	
SFC No. BQZ938	+(86) 21 2987 2036	
研究员	陈旭东	
SAC No. S0570521070004	chenxudong@htsc.com	
SFC No. BPH392	+(86) 21 2897 2228	
联系人	于可熠	
SAC No. S0570122120079	yukeyi@htsc.com	
SFC No. BVF938	+(86) 21 2897 2228	

基本数据

(港币/人民币)	981 HK	688981 CH
目标价	63.00	119.00
收盘价 (截至 2 月 14 日)	45.55	99.08
市值 (百万)	363,407	790,481
6 个月平均日均成交额 (百万)	4,048	6,630
52 周价格范围	14.02-49.60	40.33-104.98
BVPS	2.58	18.12

股价走势图



资料来源: Wind

中芯国际 4Q 收入环比+1.7%，高于彭博一致预期，毛利率环比+2.1pct 到 22.6%，高于公司 18-20% 指引上限。4Q24 业绩主要亮点包括，1) ASP 环比上升 6%，好于同业，反映公司产品结构改善，2) 中国区收入环比增长 4.8%，占比环比上升 2.7pct 到 89.1%，反映强劲的在地化需求。公司预计 1Q25 收入环比增长 6-8%，高于彭博一致预期 (-3.4% qoq) 和同业指引。公司预计 2025 资本开支持平，高于之前下降的市场预期。2025 年，我们看好中国客户在地化生产需求以及 DeepSeek 商业化落地，推动业绩保持强劲增长。上调港股目标价至 63 港币 (前值: 32 港币)，重申买入评级。

观点#1: 本地化需求和 DeepSeek 或推动 2025 收入强劲增长

2024 年，公司全年收入同比增长 27%，其中中国区收入增长 34%，美国区收入同比下降 4.1%，主要反映中国芯片设计公司加快产业链本地化趋势的影响。展望 2025 年，公司预计 1Q25 收入环比增长 6-8%，显著高于 UMC (出货量环比持平且 ASP 环比中位数下滑)，GFS (1Q25 收入适度恢复同比增长) 等同业指引。我们预计公司 (H 股) 2025 年收入增长 21% (以美元计)。主要有以下驱动力: 1) 美国提高进口关税叠加国内刺激消费政策，有望推动消费电子企业补库存，2) 中国设计企业加快供应链本地化步伐，以应对海外生产日益增长的不确定性，3) DeepSeek 的出现有望解决国内缺乏优秀算法的局面，下半年开始有望推动 AI 算力需求增长，成为中芯下一个增长动能。

观点#2: 加大产能投入以应对长期需求增长

2024 年，中芯国际资本开支 73.3 亿美元，同比-1.9%，设备折旧 32.2 亿美元，同比+20.8%，设备折旧占收入比 40.1%。到 2024 年年底 8 英寸等效月产能 94.8 万片，和 2023 年底比新增 14.2 万片，目前全球排名第三。展望 2025 年，公司预计资本开支将与 2024 年持平，高于我们之前的下降 33% 的预期。我们认为，新的资本开支或主要用于满足快速增长的 AI 算力和车规级芯片需求。尽管折旧压力将在短期内继续增加，但公司有望通过提升产能利用率和丰富产品组合来缓解毛利率压力。

估值: 上调港股目标价至 63 港币，A 股至 119 人民币

我们看好消费电子刺激政策以及供应链本地化需求驱动，提升 2025/2026 年晶圆出货量预测，上修 2025/2026 年营收预测 5.4%/9.6% 至 97.3/115.1 亿美元，2025/2026/2027 年营收预测为 97.3/115.1/131.8 亿美元。对于 A 股报表，预计 2025/2026/2027 年收入为 705.7/834.6/955.3 亿人民币。上调 H 股估值至 3.0x 2025PB (前值: 1.53x)，上调港股目标价至 HKD63 (前值: HKD32)，基于 2025 BVPS 2.68 美元。上调 A 股目标价到 119 人民币，对应 A/H 溢价 101%。我们认为公司是全球产业链重构主要受益者，看好公司通过积极投资把握中国企业在本地化生产及 DeepSeek 等产业链机会。

风险提示: 美国加强技术出口管制; 8 英寸和 12 英寸扩产不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	45,250	57,796	70,567	83,458	95,530
+/-%	(13.09)	27.02	22.10	18.27	14.46
归属母公司净利润 (人民币百万)	4,823	3,699	3,284	4,311	5,648
+/-%	(50.35)	(45.40)	(11.21)	31.26	31.02
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.60	0.46	0.41	0.54	0.71
ROE (%)	4.60	2.42	2.16	2.72	3.49
PE (倍)	163.90	213.72	240.69	183.37	139.95
PB (倍)	5.42	5.29	5.10	4.87	4.90
EV EBITDA (倍)	24.64	22.23	20.83	18.97	24.67

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

代工行业 4Q24 业绩回顾与 1Q25 指引

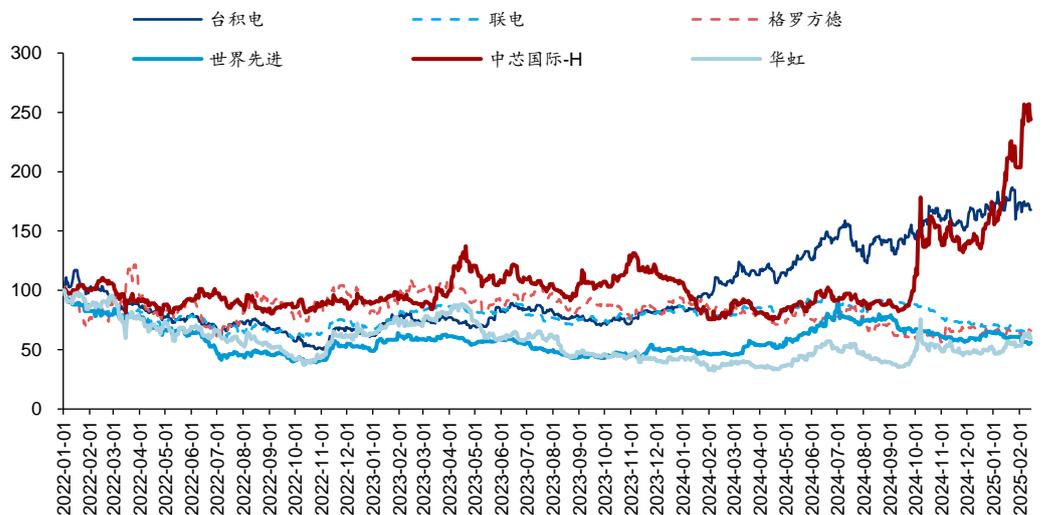
中芯国际指引 1Q25 营收环比增长 6%-8%，高于同市场的行业平均水平。联电指引晶圆出货量环比持平且 ASP 环比中位数下滑，Global foundries 指引 1Q25 收入适度恢复同比增长。毛利率方面，中芯国际预计 1Q25 毛利率为 19%~21%，中位数环比下降 2.6 个百分点，高于彭博一致预期的 18.37%。

图表1：全球代工业绩及指引

公司	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
	A	A	A	A	A	A	A	A
收入环比增速								
台积电	-16.10%	-6.2%	10.2%	13.6%	-3.8%	10.3%	12.9%	14.2%
联电	-20.1%	3.8%	1.4%	3.7%	-0.6%	4.0%	6.5%	0.0%
世界先进	-14.5%	20.4%	7.1%	-8.4%	-0.4%	14.9%	6.7%	-7.4%
格罗方德	-12.4%	0.2%	0.4%	0.1%	-16.5%	5.4%	6.6%	5.2%
中芯国际*	-9.8%	6.7%	3.9%	3.6%	4.3%	8.6%	14.2%	1.7%
华虹半导体*	0.1%	0.1%	-10.0%	-19.9%	1.0%	4.0%	10.0%	2.4%
毛利率								
台积电	56.3%	54.1%	54.3%	53.0%	53.1%	53.2%	57.8%	59.0%
联电	35.5%	36.0%	35.9%	32.4%	30.9%	35.2%	33.8%	30.4%
世界先进	30.0%	30.0%	26.5%	23.0%	24.0%	26.0%	29.0%	27%-29%
格罗方德	28.5%	28.8%	28.6%	29.0%	25.4%	24.2%	23.8%	24.5%
中芯国际*	20.8%	20.3%	19.8%	16.4%	13.7%	13.9%	20.5%	22.6%
华虹半导体*	32.1%	27.7%	16.1%	4.0%	6.4%	10.5%	12.2%	11.4%
产能利用率								
台积电	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
联电	70.0%	71.0%	67.0%	66.0%	65.0%	68.0%	71.0%	70.0%
世界先进	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
格罗方德	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
中芯国际*	68.1%	78.3%	77.1%	76.8%	80.8%	85.2%	90.4%	85.5%
华虹半导体*	103.5%	102.7%	86.8%	84.1%	91.7%	97.9%	105.3%	103.2%
ASP (USD,等效8寸)								
台积电	2,303	2,389	2,646	2,949	2,768	2,961	3,129	3,490
联电	975	988	989	1,026	937	937	935	935
世界先进	650	619	608	644	642	668	600	624
格罗方德	1,393	1,274	1,274	1,315	1,320	1,273	1,267	1,253
中芯国际*	1,168	1,006	961	931	907	836	966	1,025
华虹半导体*	605	560	500	459	426	410	415	423

注：标*公司为华泰覆盖；公司指引来自各公司公告
资料来源：公司公告，Bloomberg，Wind，华泰研究

图表2：代工厂股价相对涨跌幅



注：截至 2 月 14 日收盘价，2022 年 1 月 1 日日收盘价记作 100
资料来源：Factset，华泰研究

中芯国际 4Q24 业绩回顾

4Q24 毛利率超一致预期

中芯国际 4Q24 营收为 22.1 亿美元（环比增长 1.7%，同比增长 31.5%），高于彭博一致预期。毛利率为 22.6%（环比增长 2.1pct，同比增长 6.2pct），好于其指引（18%-20%）和彭博一致预期（19.1%）。产能利用率为 85.5%（环比下降 4.9 个百分点，同比增长 8.7 个百分点）。

图表3：中芯国际季度业绩及指引

美元 百万	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	4Q24	4Q24	1Q25	1Q25
	A	A	A	A	E	CON	Guidance	CON	Guidance
8寸	329	329	329	328					
12寸-成熟制程	186	196	217	236					
12寸-先进制程	30	30	30	30					
产能总计(千片)	815	837	884	925					
	同比增长	1.1%	2.8%	5.6%	4.6%				
稼动率	80.8%	85.2%	90.4%	85.5%					
收入	1,750	1,901	2,171	2,207	2,362	2,197	2171-2214	2,132	2340-2390
	环比增长	4.3%	8.6%	14.2%	1.7%	7.0%	1.2%	0%~2%	-3.4% 6%~8%
晶圆单价	907	836	966	1,025					
	环比增长	-2.6%	-7.8%	15.5%	6.1%				
营业成本	(1,510)	(1,636)	(1,727)	(1,708)	(1,889)				
毛利	240	265	444	499	472				
EBITDA	887	1,056	1,157	1,280					
	同比增长	-12.3%	19.1%	9.6%	10.6%				
营业利润	2	87	170	214					
	同比增长	-98%	3522%	95%	26%				
税前收益	74	187	243	355					
所得税	(11)	(15)	(20)	(84)					
少数股东权益	8	(8)	(74)	(163)					
归属母公司净利	72	165	149	108					
	同比增长	-58.9%	129.2%	-9.6%	-27.7%				
		2,235	2,252	1,179	1,660				
		(746)	(797)	(831)	(849)				
		6.5%	6.9%	4.2%	2.2%				
比率 (%)									
毛利率	13.7%	13.9%	20.5%	22.6%	20.0%	19.1%	18%~20%	18.4%	19%~21%
EBITDA利润率	50.7%	55.5%	53.3%	58.0%					
营业利润率	0.1%	4.6%	7.8%	9.7%					
税前收益率	4.3%	9.8%	11.2%	16.1%					
净利率	4.1%	8.7%	6.9%	4.9%					
净资产收益率	3.7%	2.5%	2.7%	2.4%					
每股净资产	2.53	2.53	2.54	2.59					

注：图中前四行为产能指标，单位为千片/月，产能合计为 8 寸等效产能；图中晶圆单价单位为美元
资料来源：公司财报，Wind，华泰研究

4Q24 业绩说明会要点

1) 营收和毛利率: 据中芯国际, 4Q24 公司季度新增 2.8 万片 12 英寸产能, 产品组合优化, ASP 环比上升 6%, 抵消了出货下降对收入影响和折旧上升对毛利率的影响, 公司 4Q24 实现营收 22.07 亿美元(环比增长 1.7%, 同比增长 31.5%), 毛利率 22.6%(环比增长 2.1pct, 同比增长 6.2pct)。2024 年, 半导体市场整体复苏, 库存恢复健康, 主要产业向国内产业链快速切换, 公司加快产能扩充节奏, 提升了平台完备性, 国内客户新产品快速验证并上量, 实现收入 80.3 亿美元。

2) 晶圆销售均价和毛利率: 4Q24 公司销售均价环比增长 15.5%至 966 美元, 主因 12 英寸出货比例上升, 产品组合优化调整。

3) 产能和资本开支: 公司产能持续爬坡。4Q24 末其整体产能达 948kwpm (环比增长 63kwpm), 产能利用率为 85.5% (环比下降 4.9pct, 同比增长 8.7pct)。4Q24 资本支出为 16.6 亿美元。

4) 分板块业绩情况:

4Q24 中芯国际 8 英寸营收占晶圆总营收的 19.4% (同比下降 6.4 个百分点, 环比下降 2.1 个百分点), 12 英寸营收占晶圆总营收的 80.6% (同比上升 6.4 个百分点, 环比上升 2.1 个百分点)。

按应用划分, 公司 4Q24 工业和汽车/连接和物联网/消费电子/电脑和平板/智能手机营收占总营收的 8.2%/8.3%/40.2%/19.1%/24.2%。按销售地域划分, 公司 4Q24 中国地区营收占比为 89.1%, 欧亚地区 2.0%, 美国 8.9%。

图表4: 收入明细 (按技术节点划分)

(美元 百万)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
	A	A	A	A	A	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)
收入	1,750	1,901	2,171	2,207	7,273	6,322	8,030	9,733	11,511	13,177
环比增长	4.3%	8.6%	14.2%	1.7%	34%	-13%	27%	21%	18%	14%
按制程分类										
12"先进制程 (12/14nm)	291	309	475	465	858	1,074	1,429	2,427	3,520	4,390
12"成熟制程 (28-90nm)	939	991	1,134	1,181	3,655	3,199	4,356	4,987	5,672	6,467
8" (0.11um+)	397	466	441	396	2,222	1,522	1,700	1,775	1,775	1,775
% chg QoQ										
12"先进制程 (12/14nm)	317.4%	6.2%	53.5%	-2.0%	24%	25%	33%	70%	45%	25%
12"成熟制程 (28-90nm)	-13.6%	5.5%	14.5%	4.1%	38%	-12%	36%	14%	14%	14%
8" (0.11um+)	-1.3%	17.4%	-5.5%	-10.1%	19%	-32%	12%	4%	0%	0%
产能利用率										
12"先进制程 (12/14nm)					100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	105.0%
12"成熟制程 (28-90nm)					88.0%	73.0%	82.0%	80.0%	80.0%	80.0%
8" (0.11um+)					83.0%	68.0%	90.0%	95.0%	95.0%	95.0%
营收占比										
12"先进制程 (12/14nm)					11.8%	17.0%	17.8%	24.9%	30.6%	33.3%
12"成熟制程 (28-90nm)					50.3%	50.6%	54.2%	51.2%	49.3%	49.1%
8" (0.11um+)					30.5%	24.1%	21.2%	18.2%	15.4%	13.5%

资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究预测

1Q25 与 2025 年展望

1) 营收和毛利率: 中芯国际指引 1Q25 营收环比增长 6%-8%, 中位数同比+35%, 高于彭博一致预期的环比增速 (-3.4%); 毛利率指引 19%-21%, 中位数环比下降 2.6pct, 高于彭博一致预期的 18.37%。

2) 终端市场需求: 公司认为 2025 年, 除了 AI 继续高速增长外, 各领域需求持平或温和增长。公司看到: 1) 汽车等产业链向国产链转移切换, 从验证阶段进入体量阶段, 部分产品正式量产; 2) 政策刺激下消费互联手机补单急单较多, 一季度淡季不淡, 但下半年仍存在不确定性。

3) 2025 公司展望: 1) 公司预计 2025 折旧年增两成, 将以持续盈利为目标, 通过提升产能利用率对抗折旧, 丰富产品组合对抗周期; 2) 行业同质化竞争, 产能结构性过剩, 公司会增加新产品对抗降价压力, 不主动降价, 但必要时会和战略客户一起直面价格竞争, 以保持市场份额和竞争优势; 3) 汽车产品线验证中, 未来希望提升至 10% 营业额。

盈利预测调整

中芯国际 H 股: 考虑到 1Q25 公司需求指引乐观, 我们上修 2025/2026 年晶圆出货量预测, 2025/2026/2027 年营收预测为 97.3/115.1/131.8 亿美元。考虑到 2025 年资本开支高于此前预期, 下修 2025-2026 年净利润, 预计 2025/2026/2027 年归母净利润为 5.38/6.98/8.64 亿美元。

对于中芯国际 A 股: 我们预计 2025/2026/2027 年营收为 705.7/834.6/955.3 亿人民币, 2025/2026/2027 年归母净利润为 32.8/43.1/56.5 亿人民币。(基于汇率换算: 1USD=7.25RMB)

图表5: 中芯国际业绩预测调整

美元 百万	2022	2023	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2025E	2026E
	A	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	(OLD)	(OLD)	Diff.	Diff.
8寸	327	374	373	373	373	373				
12寸-成熟制程	152	172	226	266	302	352				
12寸-先进制程	20	30	30	50	70	90				
产能总计(千片)	714	828	948	1,083	1,209	1,366				
同比增长	15%	16%	14%	14%	12%	13%				
稼动率	92%	75%	78%	84%	87%	88%				
收入	7,273	6,322	8,030	9,733	11,511	13,177	9,233	10,499	5.4%	9.6%
环比增长	34%	-13%	27%	21%	18%	14%				
晶圆单价	948.9	987.7	933.2	893.3	914.4	930.9	914	911	-2.2%	0.4%
环比增长										
营业成本	(4,512)	(5,104)	(6,582)	(7,925)	(9,105)	(10,195)				
毛利	2,762	1,218	1,448	1,808	2,406	2,982				
EBITDA	4,262	3,328	3,834	4,523	5,198	5,839				
同比增长	18%	-22%	15%	18%	15%	12%				
营业利润	1,836	358	474	540	820	1,109				
同比增长	32%	-81%	32%	14%	52%	35%				
税前收益	2,214	1,187	860	938	1,218	1,507				
所得税	(16)	(63)	(130)	(141)	(184)	(227)				
少数股东权益	(380)	(222)	(237)	(259)	(336)	(416)				
归属母公司净利	1,818	903	493	538	698	864	727	1,069	-26.0%	-34.7%
同比增长	7%	-50%	-45%	9%	30%	24%				
	6,351	7,466	7,326	7,500	7,500	7,500				
	(2,271)	(2,667)	(3,223)	(3,846)	(4,241)	(4,593)				
	22%	17%	21%	19%	10%	8%				
比率 (%)										
毛利率	38.0%	19.3%	18.0%	18.6%	20.9%	22.6%	20.4%	24.0%	0.0pct	-0.3pct
EBITDA 利润率	58.6%	52.6%	47.7%	46.5%	45.2%	44.3%				
营业利润率	25.2%	5.7%	5.9%	5.5%	7.1%	8.4%				
税前收益率	30.4%	18.8%	10.7%	9.6%	10.6%	11.4%				
净利率	25.0%	14.3%	6.1%	5.5%	6.1%	6.6%				
净资产收益率	9.5%	4.5%	2.4%	2.5%	3.2%	3.8%				
每股净资产	2.42	2.54	2.60	2.68	2.81	2.81				

注: 图中前四行为产能指标, 单位为千片/月, 产能合计为 8 寸等效产能; 图中晶圆单价单位为美元

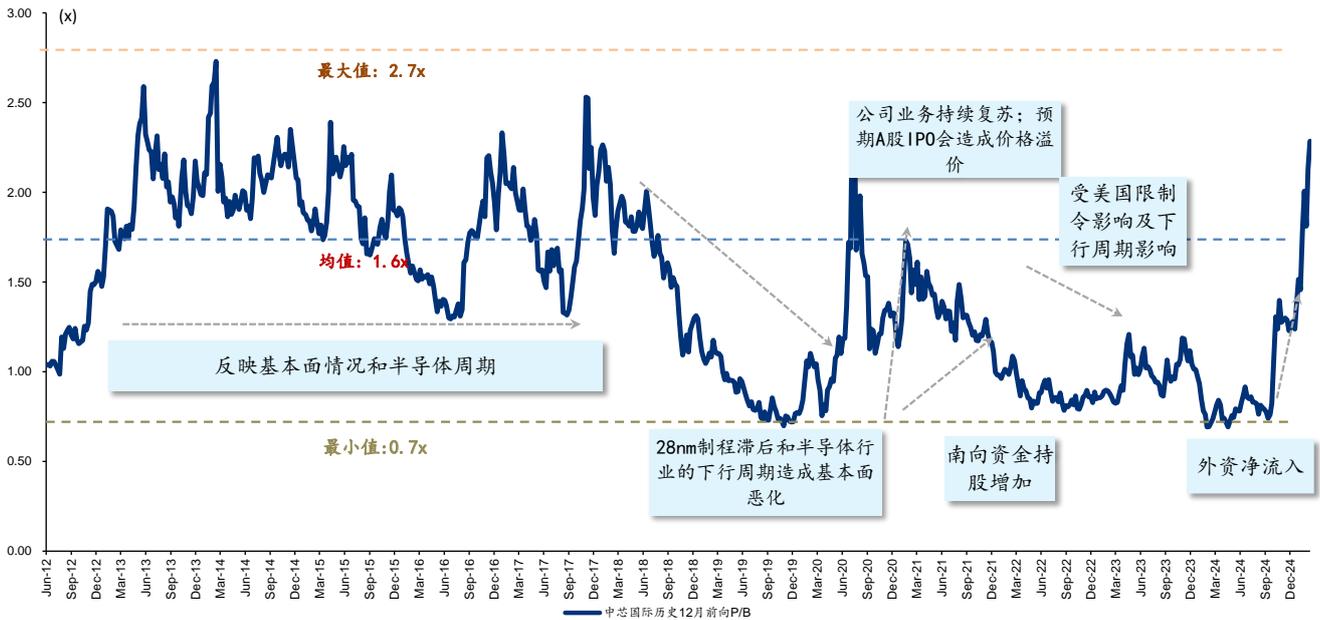
资料来源: 公司财报, Wind, 华泰研究预测

估值方法

我们认为中芯国际 H 股的估值主要取决于其基本面（例如营收增长、毛利率和 EBITDA 利润率）以及经由沪港通机制的南向资金持有量。

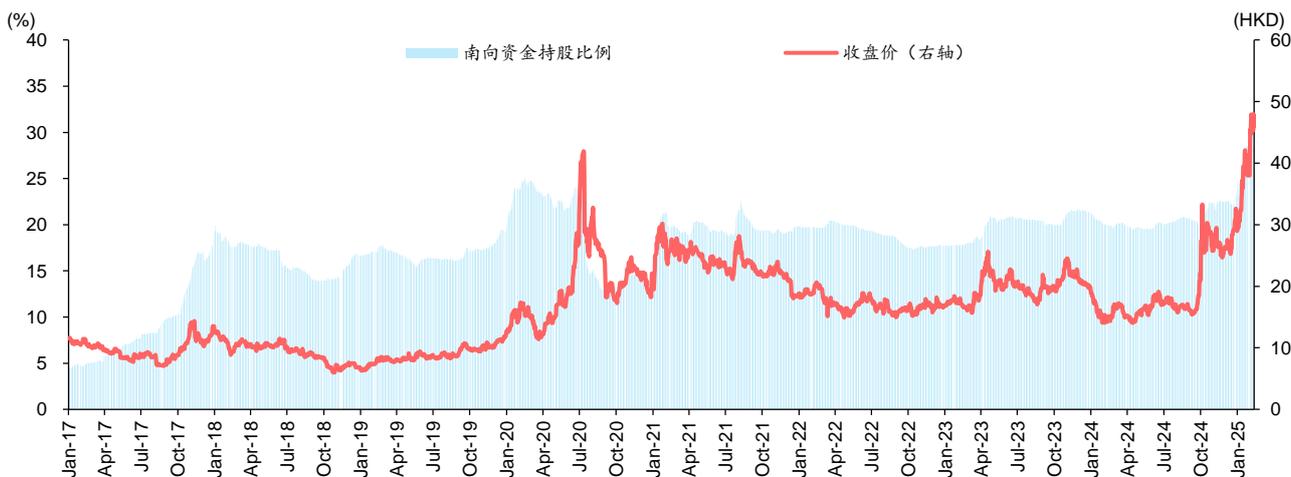
如下图所示，中芯国际 H 股的交易价格对应 0.7-2.7 倍 1 年期远期 PB（通过使用 IPO 后的股票进行标准化）。中芯国际在 2020 年 4 月上调 2Q20 指引后，公司股价持续上涨，并且投资者对 A 股 IPO 定价溢价的预期甚至导致 2020 年 6 月 H 股股价快速上涨（超过 4 倍投前 PB）。然而，2020 年 11 月中芯国际被美国商务部列入实体清单，公司在产能扩张方面面临不确定性，引发市场担忧，导致股价大幅下调。

图表6：中芯国际 H 股历史股价对应 0.7-2.7 倍 PB



资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

图表7：南向资金成为中芯国际-H 股价上涨的影响因素



资料来源：公司信息，Wind，华泰研究

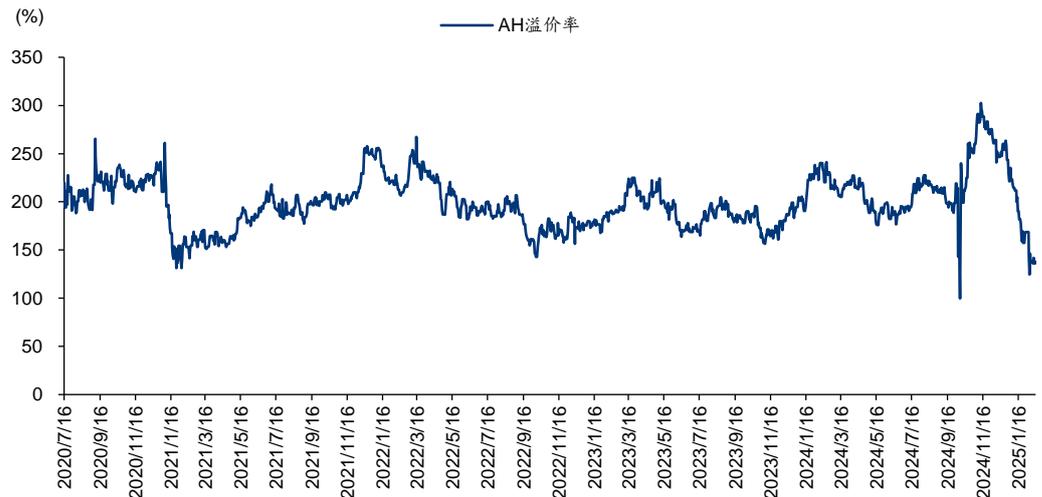
自 2020 年以来，中芯国际 H 股股价在 0.7-2.7 倍 BVPS 区间震荡。我们认为公司是全球产业链重构的主要受益者之一。看好公司通过积极投资把握 1) 中国企业在本地化生产，以及 2) DeepSeek 等产业链机会。我们估值倍数上调至 3.0 倍（前值 1.53x PB），基于 2025 年预测 BPS (2.68 美元)，上调 H 股目标价至 63 港币（前值：32.00 港币）。基于 A 股对 H 股溢价 101%（截至 2025 年 2 月 14 日收盘的三年 AH 溢价率均值），我们给予 A 股目标价人民币 119 元（前值：117.17 元）。

图表8：可比公司估值表

股票	公司	交易币种	财报币种	股价	市值 (USDmn)	PE (x)		PB (x)		ROE (%)	
						2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
2330 TT	台积电	TWD	TWD	1060.00	1,046,773.98	18.33	15.36	5.38	4.16	29.30	27.10
2303 TT	联电	TWD	TWD	41.40	14,772.64	11.68	10.04	1.33	1.27	11.40	12.70
5347 TT	世界先进	TWD	TWD	87.20	5,055.26	19.07	18.54	2.97	2.81	14.30	15.60
TSEM US	高塔半导体	USD	USD	48.21	5,351.49	22.47	17.88	na	na	11.49	10.40
GFS US	格罗方德	USD	USD	42.82	23,664.67	25.21	17.52	2.02	1.84	8.00	10.50
1347 HK	华虹半导体	HKD	USD	25.65	6,979.08	32.34	22.93	0.93	0.89	2.90	3.90
	平均					21.52	17.05	2.53	2.20	12.90	13.37
	中位数					20.77	17.70	2.02	1.84	11.45	11.60
981 HK	中芯国际	HKD	USD	45.55	62,514.36	103.01	78.47	2.18	2.08	2.16	2.72

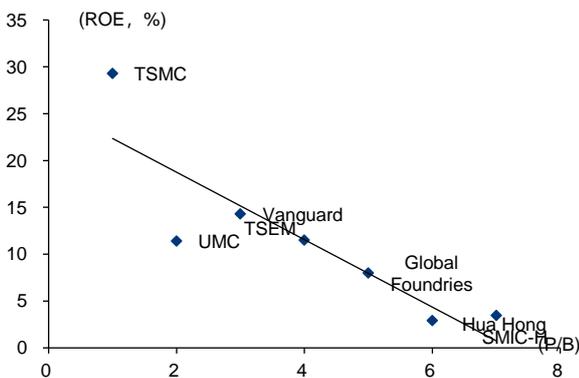
注：股价为 2025 年 2 月 14 日收盘价；可比公司预测数据来自彭博一致预期。美元港币汇率按 7.78 计，港币人民币汇率按 0.93 计
资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表9：中芯国际 A 股上市以来 A/H 溢价率 (%)



资料来源：Wind，华泰研究

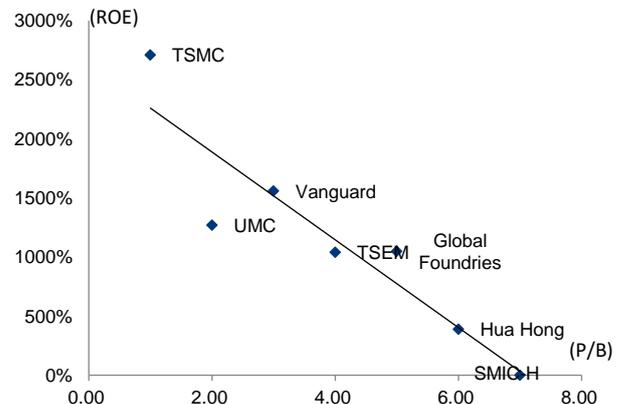
图表10：代工厂：PB vs ROE (2025E)



注：PB 和 ROE 为 2025E 预测，中芯国际为华泰预测，其余公司为彭博一致预期，截至 2 月 12 日收盘

资料来源：公司财报，彭博，华泰研究

图表11：代工厂：PB vs ROE (2026E)



注：PB 和 ROE 为 2026E 预测，中芯国际为华泰预测，其余公司为彭博一致预期，截至 2 月 12 日收盘

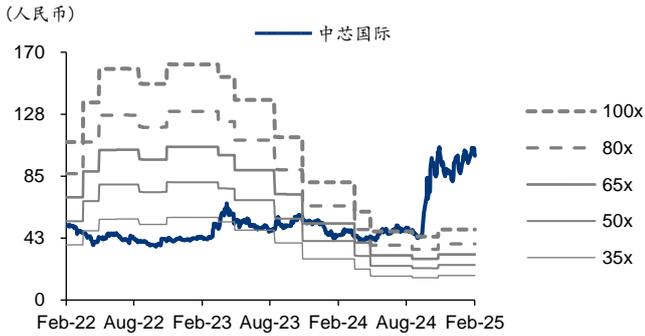
资料来源：公司财报，彭博，华泰研究

风险提示

1) 中美贸易摩擦及美国加强技术出口管制。美国在 2020 年将中芯国际列入其“实体清单”，限制对该公司的美国技术出口。我们认为，如果美国继续收紧技术出口，中芯国际的制造能力可能面临不确定性。

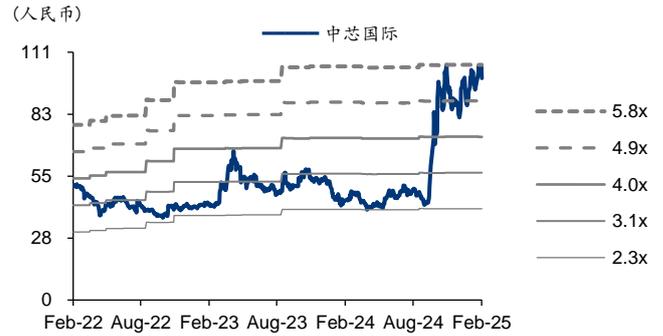
2) 成熟制程工艺（8 英寸和 12 英寸）的扩产速度不及我们的预期。美国的技术出口限制可能导致中芯国际 8 英寸和 12 英寸成熟制程的产能扩张不及我们的预期。

图表12: 中芯国际 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表13: 中芯国际 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	96,574	106,271	86,962	99,789	84,053
现金	51,235	45,748	20,818	29,075	9,789
应收账款	3,501	6,091	10,875	11,600	11,600
其他应收账款	160.06	140.59	140.59	140.59	140.59
预付账款	751.86	422.96	422.96	422.96	422.96
存货	19,378	21,266	25,826	29,671	33,220
其他流动资产	21,547	32,602	28,880	28,880	28,880
非流动资产	241,889	247,119	277,257	287,138	282,484
长期投资	14,484	9,081	10,188	10,551	10,380
固定投资	92,432	201,937	219,257	229,138	246,234
无形资产	3,344	3,133	3,133	3,133	3,133
其他非流动资产	131,629	32,969	44,679	44,316	22,737
资产总计	338,463	353,391	364,219	386,927	366,537
流动负债	52,614	62,968	57,577	64,347	63,578
短期借款	3,398	58,277	3,832	4,132	4,432
应付账款	4,940	4,388	3,000	3,000	3,000
其他流动负债	44,277	303.44	50,745	57,216	56,146
非流动负债	67,379	61,331	69,152	76,402	57,044
长期借款	59,032	57,781	65,527	72,777	53,419
其他非流动负债	8,347	3,549	3,625	3,625	3,625
负债合计	119,993	124,299	126,728	140,749	120,621
少数股东权益	75,994	80,912	82,581	83,696	84,672
股本	225.51	229.35	229.35	229.35	229.35
资本公积	102,332	103,431	101,769	102,511	102,570
留存公积	35,750	44,755	37,144	39,216	40,372
归属母公司股东权益	142,476	148,180	154,909	162,483	161,243
负债和股东权益	338,463	353,391	364,219	386,927	366,537

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	23,048	22,827	26,979	32,879	41,844
净利润	6,396	3,542	3,284	4,311	5,648
折旧摊销	18,860	23,169	25,208	26,368	19,155
财务费用	(519.51)	(565.07)	206.71	75.90	294.58
投资损失	(250.09)	(302.55)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	1,922	5,252	(3,442)	(4,570)	(3,550)
其他经营现金	(3,361)	(8,268)	1,722	6,694	20,296
投资活动现金	(41,701)	(32,480)	(55,289)	(37,310)	(37,059)
资本支出	(53,828)	(54,924)	(53,114)	(36,250)	(36,250)
长期投资	0.00	0.00	(18.33)	(95.00)	(6.11)
其他投资现金	12,127	22,444	(2,157)	(965.31)	(802.72)
筹资活动现金	15,728	11,561	11,600	12,688	(24,070)
短期借款	(1,122)	54,879	(54,445)	300.00	300.00
长期借款	12,242	(1,250)	7,745	7,250	(19,358)
普通股增加	0.96	0.12	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,788	1,099	(1,662)	741.59	59.54
其他筹资现金	1,820	(43,166)	59,962	4,396	(5,072)
现金净增加额	(4,263)	1,072	(16,710)	8,257	(19,286)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	45,250	57,796	70,567	83,458	95,530
营业成本	(35,346)	(47,314)	(57,459)	(66,013)	(73,911)
营业税金及附加	(222.66)	(284.39)	(347.23)	(410.66)	(470.06)
营业费用	(254.06)	(290.00)	(283.52)	(293.58)	(307.38)
管理费用	(3,153)	(4,205)	(5,064)	(5,905)	(6,664)
财务费用	3,774	2,153	206.71	75.90	294.58
资产减值损失	(1,344)	502.34	(1,344)	(1,344)	(1,344)
公允价值变动收益	356.60	30.56	159.49	182.22	124.09
投资净收益	250.09	502.20	528.02	426.77	485.66
营业利润	6,906	6,299	5,200	6,365	7,564
营业外收入	11.72	11.26	11.29	11.42	11.33
营业外支出	(77.18)	(79.75)	(56.66)	(71.20)	(69.20)
利润总额	6,840	6,179	5,200	6,365	7,564
所得税	(444.27)	(942.50)	(939.38)	(939.38)	(939.38)
净利润	6,396	3,699	3,419	4,465	5,783
少数股东损益	(1,573)	(1,718)	134.66	153.70	134.66
归属母公司净利润	4,823	3,699	3,284	4,311	5,648
EBITDA	23,802	27,568	29,635	32,908	25,308
EPS (人民币, 基本)	0.61	0.43	0.41	0.54	0.71

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(13.09)	27.02	22.10	18.27	14.46
营业利润	(100.53)	(900.72)	(17.44)	22.40	18.84
归属母公司净利润	(50.35)	(45.40)	(11.21)	31.26	31.02
获利能力 (%)					
毛利率	19.26	18.03	18.58	20.90	22.63
净利率	14.28	6.14	4.65	5.17	5.91
ROE	4.60	2.42	2.16	2.72	3.49
ROIC	0.02	0.01	0.01	0.02	0.01
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.45	35.17	34.79	36.38	32.91
净负债比率 (%)	19.56	25.25	46.79	45.33	46.98
流动比率	1.79	1.69	1.51	1.55	1.32
速动比率	1.43	1.35	1.06	1.09	0.80
营运能力					
总资产周转率	0.14	0.17	0.20	0.22	0.25
应收账款周转率	4.83	6.25	6.71	7.43	8.24
应付账款周转率	1.77	2.03	2.75	3.04	3.40
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.46	0.41	0.54	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	3.05	2.89	3.38	4.12	5.24
每股净资产(最新摊薄)	18.28	18.73	19.42	20.37	20.21
估值比率					
PE (倍)	163.90	213.72	240.69	183.37	139.95
PB (倍)	5.42	5.29	5.10	4.87	4.90
EV EBITDA (倍)	24.64	22.23	20.83	18.97	24.67

免责声明

分析师声明

本人, 黄乐平、谢春生、陈旭东, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中芯国际（688981 CH）、中芯国际（981 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师黄乐平、谢春生、陈旭东本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中芯国际（688981 CH）、中芯国际（981 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。
- 本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽，亦不试图促进购买或销售该等证券。如任何投资者为美国公民、取得美国永久居留权的外国人、根据美国法律所设立的实体（包括外国实体在美国的分支机构）、任何位于美国的个人，该等投资者应当充分考虑自身特定状况，不以任何形式直接或间接地投资本报告涉及的投资者所在国相关适用的法律法规所限制的企业的公开交易的证券、其衍生证券及用于为该等证券提供投资机会的证券的任何交易。该等投资者对依据或者使用本报告内容所造成的一切后果，华泰证券股份有限公司、华泰金融控股（香港）有限公司、华泰证券（美国）有限公司及作者均不承担任何法律责任。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(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, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数), 具体如下:

行业评级

增持: 预计行业股票指数超越基准
中性: 预计行业股票指数基本与基准持平
减持: 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入: 预计股价超越基准 15% 以上
增持: 预计股价超越基准 5%~15%
持有: 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出: 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级: 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策
无评级: 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 营业业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019
电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521
电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017
电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062
电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123
电子邮件: research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)
电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话: +65 68603600
传真: +65 65091183

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码: 100032
电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275
电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120
电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068
电子邮件: ht-rd@htsc.com