

短期波动不改成长趋势，产能释放驱动营收提升

2025 年 05 月 09 日

➤ **事件:** 5 月 8 日, 中芯国际发布 2025 年一季报, 1Q25 公司实现营收 163.01 亿元, 同比增长 29.44%; 归母净利润 13.56 亿元, 同比增长 166.50%; 销售毛利率 23.10%, 同比+8.91pct; 销售净利率为 14.24%, 同比+10.67pct。

➤ **ASP 短压, 产能出货稳增。** 公司 2025 年 Q1 营收环比指引为 6%~8%, 实际环比增长 1.8%, 略低于预期。短期波动来源于公司年度维修突发状况以及新引进设备适配带来的良率问题, 影响产品 ASP 下跌, 25Q1 公司折合 8 英寸 ASP 为 933.25 美元/片, 环比-8.95%。在非市场竞争性因素影响下, 后续随公司工艺调整, 产品 ASP 有望在下半年逐步修复。25Q1 公司月产能折合 8 英寸共计 97.33 万片, 同比增长 19.47%; 晶圆产能提升带动产能利用率升至 89.6%, 同比+8.8pct。产能效率的释放推动晶圆总出货量达到 229.21 万片, 同比大幅增长 27.70%。同时, 公司本季度资本开支为 101.57 亿元, 仍保持大力度投入。

➤ **25 年 Q1 业绩多重领域实现高效营收效益。** 消费电子端政府消费补贴拉动大宗电子产品需求, 拉动领域占比达 40.6%, 较去年+9.7pct; 汽车行业经过库存调整后进入补库周期, 收入占比实现 9.6%, 较 24 年同期+2.4pct; 电脑平板领域当期阶段已完成必要的库存储备, 营收占比平稳, 实现 17.3%, 同比-0.2pct; 智能手机、互联与可穿戴设备营收占比稍有回落, 分别达 24.2% & 8.3%, 同比-7.0pct&-4.9pct。按晶圆尺寸划分, 12 英寸产品占比提升至 78.1%, 同比+2.5pct, 产品结构持续向中高端倾斜。地区结构方面, 受益于产业链本地化趋势, 中国区营收占比升至 84.3%, 同比+2.7pct; 受地缘政治扰动影响, 美国与欧亚区占比分别下滑至 12.6%和 3.1%, 同比-2.3pct 与-0.4pct。当前关税扰动影响有限, 公司预计对行业直接影响不超 1%。总体来看, 受益于终端智能化与国产替代趋势, 相关下游需求有望持续改善, 驱动产业链回暖。

➤ **少数股东当期损益同比大幅改善, 先进制程盈利逐步释放。** 2025 年 Q1 公司少数股东损益 1.35 亿美元, 24Q4 1.63 亿美元, 环比下滑 17.12%, 但较 2024 年 Q1 -0.08 亿美元大幅改善并维持高位。其中, 公司持有中芯南方 38.52%股权, 剩余股份为中芯国际重要的少数股东权益。中芯南方主要负责先进制程工艺产线, 而盈利释放凸显公司先进制程工艺进展明显。展望未来, 在地缘政治推动算力自主可控的背景下, 先进制程需求有望在 Q2 进一步放量, 公司依托先进工艺发展核心逻辑, 成长前景依旧向好。

➤ **投资建议:** 公司 25 年 Q1 业绩表现略低指引, 考虑到晶圆价格及市场短期波动, 我们下调公司 25/26/27 年归母净利润预测至 664.07/759.03/862.26 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 134/103/91 倍。但考虑到公司产品在晶圆代工领域具备较强竞争力, 长期成长逻辑明确, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 研发与技术升级迭代风险, 供应链风险, 业绩波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	57,796	66,407	75,903	86,226
增长率 (%)	27.7	14.9	14.3	13.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,699	5,097	6,635	7,501
增长率 (%)	-23.3	37.8	30.2	13.1
每股收益 (元)	0.46	0.64	0.83	0.94
PE	185	134	103	91
PB	4.6	4.5	4.3	4.1

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 05 月 09 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

85.83 元


分析师 方竞

执业证书: S0100521120004

邮箱: fangjing@mszq.com

分析师 李萌

执业证书: S0100522080001

邮箱: limeng@mszq.com

相关研究

1. 中芯国际 (688981.SH) 2023 年第四季度业绩快报点评: 业绩符合预期, 24Q1 环比有望持续增长-2024/02/08

2. 中芯国际 (688981.SH) 深度报告: 国产替代中军, 先进工艺之光-2024/02/03

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	57,796	66,407	75,903	86,226
营业成本	47,051	53,215	59,601	67,408
营业税金及附加	276	279	307	345
销售费用	282	332	380	336
管理费用	3,835	4,316	4,858	5,260
研发费用	5,447	5,711	6,679	7,415
EBIT	3,238	5,871	8,022	9,855
财务费用	-1,833	-1,462	-1,452	-1,268
资产减值损失	-524	-846	-947	-1,049
投资收益	1,100	664	835	948
营业利润	6,299	7,151	9,362	11,049
营业外收支	-7	3	3	3
利润总额	6,292	7,154	9,365	11,052
所得税	919	358	459	486
净利润	5,373	6,796	8,906	10,565
归属于母公司净利润	3,699	5,097	6,635	7,501
EBITDA	26,394	32,737	41,774	49,265

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	48,029	47,537	38,359	41,980
应收账款及票据	3,288	4,239	4,845	5,026
预付款项	405	745	775	870
存货	21,267	20,293	22,728	25,166
其他流动资产	33,289	33,363	33,408	33,457
流动资产合计	106,279	106,178	100,115	106,498
长期股权投资	9,004	9,004	9,004	9,004
固定资产	113,545	150,637	182,365	207,183
无形资产	3,225	3,275	3,325	3,375
非流动资产合计	247,137	268,187	289,237	300,287
资产合计	353,415	374,364	389,352	406,785
短期借款	1,070	1,070	1,070	1,070
应付账款及票据	5,658	6,800	7,450	8,052
其他流动负债	54,816	67,827	73,259	79,525
流动负债合计	61,544	75,697	81,779	88,647
长期借款	57,785	57,785	57,785	57,785
其他长期负债	4,978	4,978	4,978	4,978
非流动负债合计	62,763	62,763	62,763	62,763
负债合计	124,308	138,460	144,542	151,410
股本	226	227	227	227
少数股东权益	80,917	82,616	84,887	87,951
股东权益合计	229,108	235,904	244,810	255,375
负债和股东权益合计	353,415	374,364	389,352	406,785

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	27.72	14.90	14.30	13.60
EBIT 增长率	28.17	81.32	36.65	22.85
净利润增长率	-23.31	37.80	30.17	13.06
盈利能力 (%)				
毛利率	18.59	19.87	21.48	21.82
净利润率	6.40	7.68	8.74	8.70
总资产收益率 ROA	1.05	1.36	1.70	1.84
净资产收益率 ROE	2.50	3.33	4.15	4.48
偿债能力				
流动比率	1.73	1.40	1.22	1.20
速动比率	0.87	0.71	0.56	0.56
现金比率	0.78	0.63	0.47	0.47
资产负债率 (%)	35.17	36.99	37.12	37.22
经营效率				
应收账款周转天数	20.01	17.41	17.79	16.85
存货周转天数	155.49	140.58	129.93	127.89
总资产周转率	0.17	0.18	0.20	0.22
每股指标 (元)				
每股收益	0.46	0.64	0.83	0.94
每股净资产	18.56	19.20	20.03	20.97
每股经营现金流	2.84	6.29	6.05	7.09
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	185	134	103	91
PB	4.6	4.5	4.3	4.1
EV/EBITDA	27.31	22.02	17.25	14.63
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	5,373	6,796	8,906	10,565
折旧和摊销	23,156	26,867	33,752	39,410
营运资金变动	-4,129	12,913	2,015	3,053
经营活动现金流	22,659	50,257	48,285	56,603
资本开支	-54,347	-47,687	-54,572	-50,204
投资	21,401	0	0	0
投资活动现金流	-30,669	-47,023	-53,737	-49,256
股权募资	2,384	0	0	0
债务募资	10,986	0	0	0
筹资活动现金流	9,999	-3,726	-3,726	-3,726
现金净流量	1,732	-492	-9,178	3,621

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048