

中芯国际 (688981.SH)

增持 (维持)

25Q1 客户提前拉货效果显现, 生产波动等影响 Q2 收入表现

中芯国际港股发布 2025 第一季度未经审核业绩, 25Q1 收入 22.47 亿美元, 同比+28.4%/环比+1.8%, 低于指引; 毛利率 22.5%, 同比+8.8pcts/环比持平, 超指引上限。公司表示一季度客户基于国际形势和消费补贴等提前拉货, 但谨慎看待后续备货需求, 同时厂务检修和设备验证导致部分产品良率和 ASP 波动, 公司指引 25Q2 收入环比有所下滑。维持“增持”投资评级。

□ 客户提前拉货等带动 25Q1 收入环比增长, 毛利率超指引上限。25Q1 收入 22.47 亿美元, 同比+28.4%/环比+1.8%, 主要系国际形势变化引起客户提前拉货, 叠加国内以旧换新带动需求增加, 以及工业和汽车客户的补货; 但 25Q1 收入环比增长未达预期 (+6-8%), 主要系 ASP 下滑影响; 25Q1 毛利率 22.5%, 同比+8.8pcts/环比持平, 超指引上限 (19-21%); 归母净利润 1.88 亿美元, 同比+161%/环比+74%。

□ 25Q1 产能利用率提升明显, 但 ASP 环比有所承压。折合 8 英寸晶圆出货量 229.2 万片, 同比+27.7%/环比+15%; 产能利用率 89.6%, 环比+4.1pcts, 其中 12 英寸产能利用率保持稳健, 8 英寸产能利用率上升至 12 英寸平均水平; 折合 8 英寸晶圆 ASP 933 美元, 环比-8.9%, 主要系产线生产性波动导致一季度后半部售价下滑。

□ 公司表示关税影响较为有限, 相对谨慎看待手机、PC 等市场后续备货需求。
1) 按下游: 25Q1 手机类收入 5.44 亿美元, 同比-0.4%/环比+1.8%; 电脑和平板类收入 3.89 亿美元, 同比+27%/环比-7.8%; 消费电子类收入 9.12 亿美元, 同比+68.7%/环比+2.8%; 互联和 IoT 类收入 1.87 亿美元, 同比-19%/环比+1.8%; 工业和汽车类收入 2.16 亿美元, 同比+71%/环比+19%; 2) 按地区: 25Q1 中国地区收入占比 84.3%, 同比+2.7pcts/环比-4.8pcts; 美国收入占比 12.6%, 同比-2.3pcts/环比+3.7pcts; 3) 行业指引: 公司表示关税影响有限, 产线和采购层面可以消化影响, 同时关税也增加了一些订单但增量不大; 公司表示手机出货量可能因需求不及预期而向下修正, PC 销量平稳但未显著增长, 消费电子市场因产能增加和部分需求不及预期, 行业价格面临下行压力。

□ 产线年度维修、设备改进等造成部分产品良率和 ASP 波动, 公司指引 25Q2 收入环比下滑。1) 收入指引: 25Q2 指引收入环比下滑 4-6%, 中值约 21.3 亿美元, 主要系①厂务年度维修出现突发情况, 影响部分产品的工艺精度和成品率; ②设备验证过程中, 改进设备性能及工艺表现也造成了产品良率的波动, 也导致价格短期下降, 但出货量未受影响, 单位成本保持稳定。公司预计产生的影响会持续 3-5 个月, 主要影响 25Q2 收入表现; 2) 毛利率指引: 25Q2 预计 18-20%, 中值环比-3.5pcts, 主要系折旧继续增加。

□ 投资建议。客户提前拉货带来 25Q1 收入环比增长, 但产线检修、设备验证等对部分产品良率和 ASP 造成短期影响, 25Q2 收入和 ASP 指引环比下滑, 同时毛利率受折旧影响可能环比承压。我们预计 2025/2026/2027 年收入为 673.3/754.1/848.4 亿元, 预计归母净利润为 46.2/56.4/65.1 亿元, 对应 PE 为 148.3/121.6/105.3 倍, 维持“增持”投资评级。

□ 风险提示: 下游需求复苏不及预期, ASP 短期波动, 产能供过于求, 设备交付不及预期, 先进制程受制裁, 折旧增加, 产能扩张不及预期的风险。

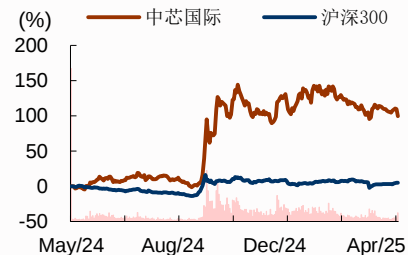
TMT 及中小盘/电子
当前股价: 85.83 元

基础数据

总股本 (百万股)	7986
已上市流通股 (百万股)	1988
总市值 (十亿元)	685.4
流通市值 (十亿元)	170.7
每股净资产 (MRQ)	18.7
ROE (TTM)	3.0
资产负债率	32.8%
主要股东 国家集成电路产业投资基金	
主要股东持股比例	1.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	-12	111
相对表现	2	-6	105



相关报告

- 1、《中芯国际 (688981) — 客户加速备货带来急单需求, 2025 年 Capex 预计同比持平》2025-02-12
- 2、《中芯国际 (688981) — 24Q3 收入创历史新高, 指引 2025 年行业温和成长》2024-11-10
- 3、《中芯国际 (688981) — 24Q2 消费类客户持续备货, 24Q3 收入和毛利率指引环比向好》2024-08-10

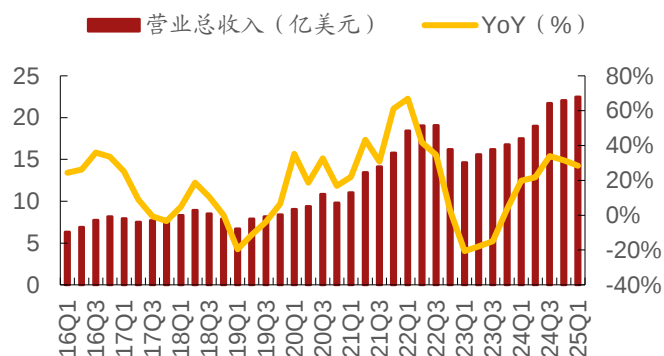
鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
谌薇 S1090524070008
shenwei3@cmschina.com.cn
王虹宇 研究助理
wanghongyu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	45250	57796	67332	75412	84838
同比增长	-9%	28%	17%	12%	13%
营业利润(百万元)	6906	6299	7208	8795	10154
同比增长	-53%	-9%	14%	22%	15%
归母净利润(百万元)	4823	3699	4623	5639	6509
同比增长	-60%	-23%	25%	22%	15%
每股收益(元)	0.60	0.46	0.58	0.71	0.82
PE	142.1	185.3	148.3	121.6	105.3
PB	4.8	4.6	4.5	4.3	4.2

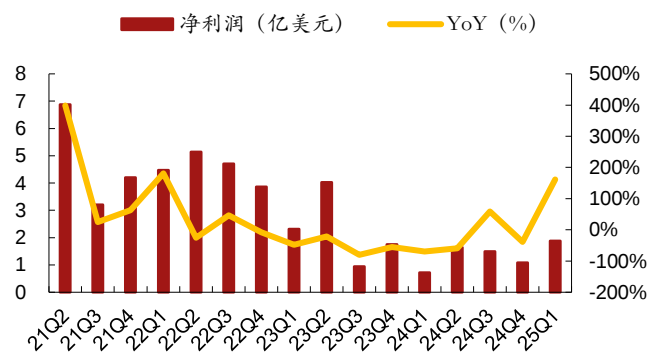
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 分季度营收及 YoY (亿美元)



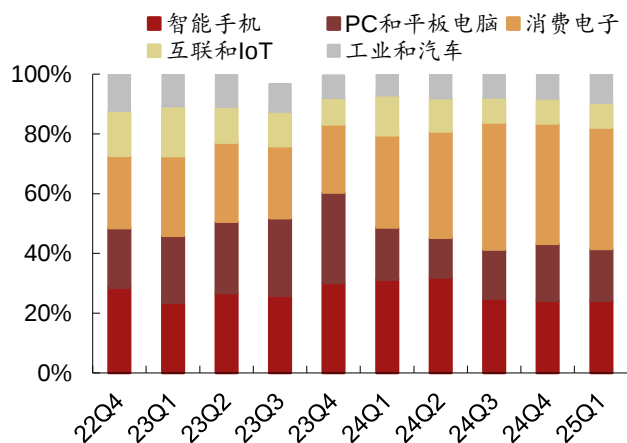
资料来源：中芯国际，招商证券

图 2: 分季度净利润及 YoY (亿美元)



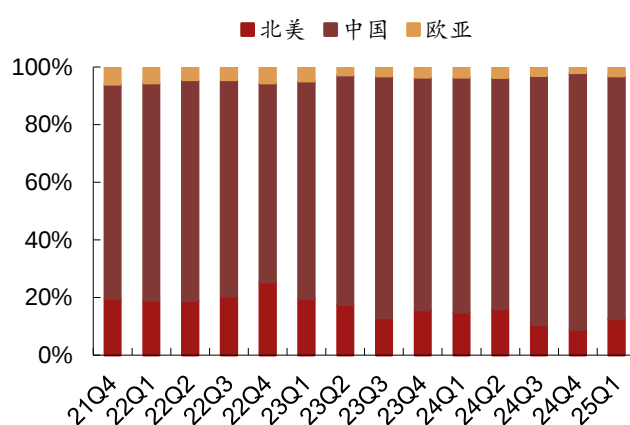
资料来源：中芯国际，招商证券

图 3: 按应用领域晶圆营收拆分



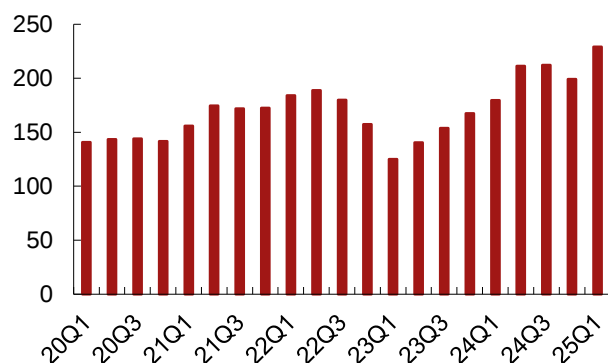
资料来源：中芯国际，招商证券

图 4: 按地域营收拆分



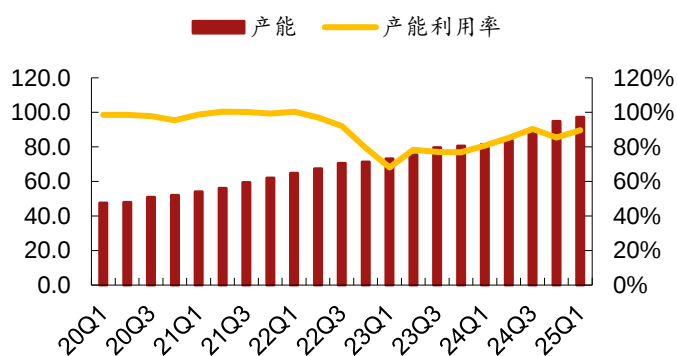
资料来源：中芯国际，招商证券

图 5: 分季度出货量 (约当 8 英寸/万片)



资料来源：中芯国际，招商证券

图 6: 分季度产能 (等价 8 英寸/万片) 及产能利用率



资料来源：中芯国际，招商证券

(后附 2025Q1 业绩说明会纪要全文)

附录：中芯国际（港股）2025Q1 业绩说明会纪要

时间：2025 年 5 月 9 日

出席：联席首席执行官 赵海军

资深副总裁、财务负责人 吴俊峰

董事会秘书 郭光莉

会议纪要根据公开信息整理如下：

2025Q1 财务情况

销售收入：22.47 亿美元，环比增长 1.8%。

毛利率：22.5%，环比下降 0.1 个百分点。

经营利润：为 3.1 亿美元息，税折旧及摊销前利润为 12.92 亿美元，息税折旧及摊销前利润率为 57.5%，归属于本公司的应占利润为 1.88 亿美元。

公司总资产：480 亿美元，其中库存资金 127 亿美元。

总负债：157 亿美元，其中有息负债为 113 亿美元，总权益为 322 亿美元，有息债务权益比为 34.9%，净债务权益比为负的 4.5%。

现金流：经营活动所用现金净额为支出 1.6 亿美元，投资活动所用现金净额为支出 13.28 亿美元。融资活动所用现金净额为支出 3.54 亿美元。

2025Q2 指引

销售收入：预计环比下降 4%-6%。

毛利率：预计在 18%-20%之间。

运营情况

销售收入：一季度公司整体实现销售收入 22.47 亿美元，环比增长 1.8%。从服务类型来看，收入分为晶圆收入和其他收入，分别占比为 95.2%和 4.8%。从金额来看，晶圆收入环比增长近 5%，其中 8 英寸和 12 英寸晶圆收入环比增长了 18%和 2%，主要受益于国际形势变化引起的客户提拉出货，国内以旧换新消费补贴等政策推动的大宗类产品需求的上升，以及工业与汽车产业的触底补货。

出货数量：公司折合 8 英寸整体出货数量达到 229 万片。出货量环比增长 15%。但由于产线生产性波动，一季度后半部平均销售单价下降，导致收入未能达到预期，这个影响会延续到二季度。

分地区：中国美国欧亚占比分别为 84%、13%和 3%。从金额来看，中国区收入保持稳定，海外客户收入环比增长。以应用分类看智能手机、电脑与平板，消费电子，互联与可穿戴收入额相对稳定，分别占比为 24%、17%、41%和 8%，工业与汽车收入环比增长超过两成，占比从 8%上升至 10%，尤其是汽车电子，得

益于主要客户在汽车领域取得的进展，公司过去几年加大对汽车电子平台的投入和重点布局，在 BCD、CIS、MCU、域控制器等领域与产业链紧密合作，公司车规产品的出货量稳步提升。如果关注集成电路各细分行业龙头的财报，这些客户往往选择中芯国际作为新产品的首发合作伙伴，新能源车在国内走出了一条不一样的发展道路，我们的客户取得了突飞猛进的进展，我们也抓住机会带动了公司在汽车领域的收入增长。

平台方面：公司持续推进工艺迭代和产品性能升级，积极响应客户需求，在广泛温和复苏的市场环境下，BCD、MCU 以及特殊存储器需求旺盛，总体收入环比增长两成左右。在高压驱动 CMOS 领域受限于产能，应用在 40 纳米和 28 纳米的 AMOLED 小屏显示驱动平台供不应求。此外，公司协同战略客户及合作伙伴，首推 40 纳米 ReRAM 高附加值及高性价比显示驱动芯片，实现量产及终端行业应用。

图像传感器 CIS 及图像信号处理器 ISP 方面：为了更好地满足新产品的要求，公司持续加大了技术平台部署和产能建设，以赢得更多的订单。

毛利率：22.5%，环比持平，产能利用率为 89.6%，环比增长了 4.1 个百分点。其中 12 英寸利用率保持稳健，8 英寸利用率也上升至 12 英寸的平均水平，抵消了平均销售单价下降和折旧上升对毛利率的影响。

2025Q2 指引

营收：预计环比下降 4%-6%，其中出货数量预计相对稳健，平均销售单价预计下降。

毛利率：预计为 18-20%，比一季度指引降了一个百分点。公司通过降本增效来抵抗价格波动的压力，但二季度设备折旧继续上升，导致毛利率指引在一季度的基础上有所下降。

目前市场虽然有很多新的因素加进来，但大多是原来就知道的，所以基本盘面跟一季度比起来没有太大的变化，客户也都在沉着应对，公司产能利用率也继续保持饱满状态。我们已经看到各行业，包括工业和汽车领域触底反弹的积极信号，产业链在地化转换也继续走强，更多的晶圆代工需求回流本土，市场在经历关税政策变化等引发的焦虑。

接下来关税政策是否硬着陆，市场刺激和基建库存是否透支未来的需求，以及大宗商品需求是否在新关税引起的价格上涨后衰退，都值得我们密切关注。对于下半年，特别是三季度后半部到年尾的能见度还不高，到 8 月份业绩说明会再向大家进一步汇报，我们认为是机遇与挑战并存，中芯国际遇到的问题也是大家都要面对的问题。我们要提升应变和抵抗风险的能力，最主要还是保持定力，做好本业，做好当下。

Q&A

Q：4 月 2 号美国的新关税政策出来之后，对公司本身的设备采购需求，中国和国际客户需求和他们在中芯国际下单的意愿有什么影响？您怎么看二季度需求的可持续性，在新的形势下公司怎么运转？

A: 关于关税影响, 我们做了内部测算, 和供应商及客户 (包括国外客户) 进行了深入交流。实际上对于实施的政策, 政府与工业界有密切交流, 对工业界的直接影响小过一个百分点。接下来还有谈判, 对谈判持积极态度, 预计情形好转。如果属实, 半导体行业及代工行业面临的关税影响, 在工厂层面和采购层面可以被完全吸收。其次还有多元化供应, 但直接影响很小。

关于第二个问题, 关税增加了一些订单, 但影响不大。关于海外拉货, 中芯国际在 24Q4 的需求很饱满, 现在没有太多增量。另一方面海运、空运没有足够的产能把所有的东西都运到目的地, 所以拉货维持并增加了订单, 但并不是营业额最主要的部分。

手机和 PC 的备货数量需要等八九月份评估, 因为主要影响不在关税。和往年类似, 年初行业持乐观态度, 预计手机、PC 消费会有双位数的成长 (12%、15%), 但到八九月份时, 会根据现实情况预测全年销售数据。与此同时, 企业还会审视自身已有的库存以及已下的订单, 判断到年底时库存是否能满足到来年的需求, 以及 Q1 和 Q2 是否还需要持续下单。若不需要持续下单, 企业会对备货计划进行相应的修正。也正因如此, 每年八九月份行业内都会出现一些调整。这也是业界 Q4 是淡季的一个原因, 原因不仅在于手机一般一年发布两次, 也和八九月份对全年销售的修正调整所带来的影响有关起伏。

手机业务在营业额中的占比现已降至 30% 以下, 其中存在一个重要原因: 行业在年初制定的目标通常偏高, 到了八九月份便会根据实际情况进行调整, 多退少补, 对目标进行修正。这种修正往往集中在第四季度。以中芯国际为例, 截至三季度底, 业务表现良好。然而, 25Q3 所生产的产品, 涉及到 25Q4 以及 26Q1 的情况, 目前还不是很明朗。刚才提到, 在 8 月份的业绩说明会上, 届时我们应该能够了解到 25Q4 以及 26Q1 的出货情况, 从而明确业务的具体走向。

Q: Q2 收入 4-6% 的下降, 主要是来自于 ASP 的下降。从 23Q3 开始, 单价环比一直在上升, 但这次环比下降, 原因如何? 这次您提了“保持定力, 做好本业, 做好当下”这 12 个字, 应该怎么解读这 12 个字和公司未来的定价、资本开支、投入等策略, 将来会怎么反映到 ASP 出货量和资本开支?

A: 在上次业绩说明会之后, 厂务年度维修出现了突发情况, 影响了整个产线释放, 进而影响部分产品的工艺精度和成品率。我们在设备验证过程中, 决定改进设备性能及工艺表现。改进结果也导致了产品良率等方面的波动性, 所以有一个多月的时间受到了影响, 主要是影响 Q2, 产生的影响会延续 3-5 个月。

市场总体的 ASP, 没有发生根本性变化, 这是单一事件。另外它有一定的连续性, 因为设备验证改进是一个过程, 把整个产线的晶圆质量、成品率各方面都交付到最高标准, 需要时间, 这件事有一定必然性。但它存在偶然性, 像产物年度维护等突发事情, 是偶然性的, 但设备改善过程有一个学习过程。业界知道设备问题、供应商问题、改进过程是有目标的, 但这个过程需要一两轮的时间。我们 12 寸厂的生产周期较长, 影响到第二季度和第三季度的前半部分。

其次, 中芯国际面对复杂的环境和挑战, 要保持定力, 做好本业, 做好单项。主要说同行做了很多事情, 包括国外设厂, 国外设仓库等, 最后因为政策变量, 几年的功夫白费。中芯国际坚信, 面对行业的种种变化, 要明确关键所在。事实上, 我们所面临的这些变化, 同行们也同样会遭遇。这意味着我们不能寄希望于一些取巧的办法去做多余的尝试, 尤其是那些没有成功经验的事情。

更重要的是，我们的目标是成为业界佼佼者，成为引领行业发展的龙头企业。为了实现目标，在每一项工作中，我们都要比竞争对手更早取得成功，产品和服务的质量也要更优，具备更强的市场竞争力。同时，我们要给予客户更好的支持，与客户建立更为紧密的合作关系。这就是我们的定力所在，不盲目去做那些缺乏成功经验的多余之事。

第二个就是我们觉得属于中国代工业和中芯国际的机会很多，只要能够更紧密地绑定客户，进一步扩充产能，让产品平台更加完备，实现更高质量的交付，并且在价格上展现出更强的竞争力，那么就有十足的把握取得成功。在这个过程中，我们无需费尽心思去寻找取巧的捷径。下半年以及未来的情况，毕竟政策层面以及国际政治因素存在诸多不确定性。但对于中芯国际而言，去针对每一种可能性进行对冲和配置是不现实的。我们应该将精力放在与客户充分沟通上，与客户共同确定未来的平台发展方向和时间节点，提前做好产能储备，精心打磨工艺产品平台，同时做好价位成本控制。只要把这些工作做好，中芯国际未来的成长是可持续的，也是有一定保证的。

Q: Q1 研发开支是 1.5 亿美元，同环比均出现下滑。是否因为之前的高强度研发已经把工艺研发到极致，还是其他原因？

A: 中芯国际多年来始终保持将营收的 8%-10% 投入到研发当中。如今正致力于开发更多的平台。与此同时，公司积极引进大量优秀人才，组建起了规模庞大的研发团队。在第一季度，中芯国际引入大量设备。在此期间，相关人员忙于设备的安装与调试工作。并且客户的紧急订单数量也较多。鉴于此，公司将部分原本的产能进行重新规划，归入生产产能，以助力能够快速满足客户的出货需求。产能利用率提升了 4.1%，无论是 12 英寸的产能利用率，还是 8 英寸的产能利用率都有所提高。在这样的背景下，第一季度我们研发晶圆的速度以及测试单片利润产出的速度，都受到了一定程度的限制。随着产能的持续增长，目前每年投入已经达到约 75 亿美元，大量新增产能逐步释放，研发工作也会恢复到应有的节奏。

Q: 公司人均创收增速很快，高于国内同业，可能与研发效率以及行政人员减少有关，请否说说提升人均创收及公司经营效率的方法？

A: 一个在于本业，比如说工厂产能利用率提高，人均创收随之提高。拿产能利用率来说，之前 8 英寸的产能利用率只有 80% 多，现在已经提升到了 90% 多。随着产能利用率的提升，平均到每个人的利润率也随之提高，营业额增长，利润也有所增加，工厂的自动化程度更高，原本简单的劳动由自动化设备或者机器人来完成，比如原本的操作工岗位，以 4-8-2 轮的工作量为例，多一个人就意味着 4 个班次需要多 4 个人，这在人力成本上的放大效应相当显著。

中芯国际目前正在大力推进工厂的自动化和数字化进程，拿 8 英寸厂来说，自动化达到了一定的比例。8 英寸的产能利用率提高，月出片量增加，仅第一季度就增加了 18%，但人力并没有增加，依靠自动化填补了产能增长带来的人力需求。

再谈谈另一个方面，中芯国际最初是白手起家，在张江从事集成电路代工业务时，很多基础设施自己建设，比如宿舍和学校等。设施相关的工作人员很多算在中芯国际的员工人数里。目前公司正在与相关部门协商，对于与制造运营毫无关系的业务，会让其独立出去。像学校、宿舍的管理等部分，后续会进一步对这部分进

行优化改进。毕竟中芯国际作为一家制造公司，在与行业龙头对比时，一些诸如学校、宿舍管理等岗位的人员，在其他公司可能并不包含在企业内部人员范畴内，所以也会将这部分进行合理的剥离。

Q: 鉴于当前复杂的国际形势，如何理解中芯国际全球运营的发展蓝图？是更侧重于服务海外客户，遵循 local for local 的策略，还是有其他考量？

中芯国际在当前阶段，会专注于自身的主营业务，保持足够的定力。我们目前没有那种在全球各地广泛布局工厂、全面开展制造的计划。当然也会对各种规划进行分析与尝试。

关于全球运营，我们更大的想法是服务于全球客户，满足全球市场的需求。比如，从第二季度的数据来看，中芯国际在欧亚区的产值实现了增长，来自美国客户的产值同样有所增加。这其中一部分原因是这些客户在中国有市场份额，需要在中国进行销售，所以我们尽可能利用中国的制造能力，实现“local for local”。而且他们的很多产品也会销往世界各地。我们希望在保证产能、确保质量的同时，在价格上也具备强大的竞争力，助力我们的客户在全球市场上获得更大的份额，取得更大的成功，同时也保证中芯国际未来的订单量充足。

随着季节性的需求，有时候国内客户的需求会来的快去的快。当国内客户需求快速增长时，虽然会面临一些压力，但我们不会因此取消对其他国际市场客户的承诺。我们会兼顾所有客户，与大家共同发展，不会因为某个市场发展迅速、需求旺盛，就只专注于单一市场。所以，大家可以预期，到今年年底，中芯国际在包括美国市场在内的国际市场上，营业额会在去年的基础上实现进一步增长。

Q: 公司未来 3-5 年在产能扩充方面，目前是否已有初步规划，是否会保持此前 4-5 年的节奏？在成熟支撑节点的扩产上，重点是否仍以 28 纳米或 40/45 纳米为主？

A: 关于未来 3-5 年的产能规划，可从历史发展轨迹观察：2020-2022 年中芯国际陆续宣布在北京、深圳、临港、天津等地的扩建项目，目前这些项目仍处于推进过程中。基于自身财力、折旧压力及市场开拓速度，公司并非一次性推进所有已规划项目，而是按年度节奏实施。从历史数据看，2020 年以来，公司大致以每年 5 万片 12 英寸晶圆的产能增速匀速发展，这与年度约 75 亿美元投资规模相匹配，其中 82%-85% 用于设备购置，其余用于土地、厂房及基建。

当前公司产能利用率维持在 90% 以上（含新增产能）。设备到厂后，国内客户产品因周边配套成熟，约 16 个月可实现规模量产；国外客户产品则需约 26 个月。新增设备从投产到满产存在时间间隔，客观上会拉低产能利用率，能维持 90% 以上利用率，表明订单储备与市场开拓速度合理。

在当前每年约 1.5 万片 12 英寸晶圆的增长规模下，发展节奏被认定为合理，未来拟延续这一规模。公司坚守 20% 毛利率底线，因年度过快扩张会推高折旧，影响该底线。综合订单增量、市场开拓速度、产能扩张对价格的潜在冲击及折旧压力等因素，通过多元预测模型测算得出当前发展速度。

尽管国内产业链转换提速带来发展机遇，但同业竞争加剧与价格下行构成挑战。中芯国际将审慎考量这些因素，在发展模型中综合求解。公司核心策略仍是夯实

产能基础、提升技术竞争力、强化客户绑定并保持市场价格竞争力，在此前提下延续现有发展速度。

Q: 生产波动是否主要影响成本端及毛利率？当前毛利率高于预期，推测与出货量增长相关，但一季度价格明显下滑，能否拆解价格、出货量、毛利率之间的关系？

A: 公司 ASP 与同业基本相当，既未显著高于也未低于行业水平，价格走势与同行一致，全年加权平均降幅最高约 5%。

一季度收入波动主要受单一事件影响：年度设备维护中发现潜在问题时，部分晶圆已完成制程并受影响。与客户协商出货方案过程中对营业额产生冲击，该影响在二季度较为明显，三季度将逐步减弱。此事件导致价格短期下降，但出货量未减少，单位成本保持稳定。

事件根源在于设备稳定性问题，公司正通过产线轮换、工艺菜单优化及实时控制报警系统改进予以解决。尽管需要一定时间，但中芯国际价格竞争力优于同业，降价幅度相对更小，不存在为获取订单而大规模降价的情况。

Q: ASP 端的影响是否为短期非竞争性因素？此外，公司对后续晶圆代工价格竞争及价格走势有何看法？

A: 一季度沟通会后发生的孤立事件对当季及二季度业绩产生影响，随着该影响逐步消除，公司 ASP 将回归健康可持续的长期水平。中芯国际 ASP 始终维持行业合理区间，既不显著高于同业，也不低于可比公司，系客户可接受的市场化定价，不存在因扩产而通过降价换取份额的情况。

公司长期看好本土供应链重新分配带来的增长空间。当前中国本地代工在手机、汽车、工业、消费电子及 PC 等产业链中的份额仍低于初期设定的 30% 目标，若技术、质量、价格及平台完整性等竞争力持续提升，部分产品目标份额可进一步提升至 50%。尽管同业可能加大投入，但中芯国际将通过提前交付能力、产品组合完整性、价格竞争力、质量稳定性及深度客户绑定构建差异化优势，确保产能扩张与价格体系的良性可持续性，而非依赖低价策略获取市场份额。

Q: 关于一季度平板及电脑品类收入显著下降的原因如何理解？后续不同产品种类的需求哪些会较强、哪些较弱？

A: 年初市场对手机和电脑出货量增长预期乐观，客户大量备货。但目前手机出货量目标因需求不及预期将向下修正，导致相关需求减少，价格可能下行。电脑方面，当前销量平稳但未显著增长，客户库存已接近饱和，只有价格进一步下降才可能增加备货，否则订单量将减少。平板及 PC 等消费电子产品市场整体呈现供过于求态势，价格持续下行。

中芯国际坚持客户导向原则，若客户面临市场份额流失，公司将配合参与价格竞争，但不会主动降价抢占市场份额。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	96574	106279	71888	79782	89127
现金	51235	48029	4588	5219	5743
交易性投资	1824	2432	2432	2432	2432
应收票据	442	365	425	476	536
应收款项	3501	2923	3382	3788	4261
其它应收款	160	239	279	312	351
存货	19378	21267	24642	27088	30283
其他	20033	31023	36140	40467	45521
非流动资产	241889	247137	265599	279956	291116
长期股权投资	14484	9004	9004	9004	9004
固定资产	92432	113545	132330	146978	158399
无形资产商誉	3344	3225	2903	2613	2351
其他	131629	121362	121362	121362	121362
资产总计	338463	353415	337487	359738	380243
流动负债	52614	61544	38901	52960	64011
短期借款	3398	1070	343	12570	21227
应付账款	4940	5658	6558	7209	8059
预收账款	14692	8642	10017	11011	12310
其他	29584	46174	21983	22170	22415
长期负债	67379	62763	62763	62763	62763
长期借款	59032	57785	57785	57785	57785
其他	8347	4978	4978	4978	4978
负债合计	119993	124308	101664	115723	126774
股本	226	226	226	226	226
资本公积金	102332	102906	102906	102906	102906
留存收益	39918	45058	49681	55320	61828
少数股东权益	75994	80917	83010	85563	88509
归属于母公司所有者权益	142476	148191	152813	158452	164960
负债及权益合计	338463	353415	337487	359738	380243

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	23048	22659	20538	28205	32668
净利润	6396	5373	6715	8191	9455
折旧摊销	18516	22929	25336	29442	32639
财务费用	(520)	(1055)	(2000)	(1200)	(400)
投资收益	(250)	(1100)	(3000)	(2800)	(2600)
营运资金变动	(1095)	(3489)	(6520)	(5434)	(6432)
其它	0	0	7	6	6
投资活动现金流	(41701)	(30669)	(40801)	(41001)	(41201)
资本支出	(53865)	(54559)	(43801)	(43801)	(43801)
其他投资	12165	23890	3000	2800	2600
筹资活动现金流	15728	9999	(23178)	13427	9057
借款变动	9604	11215	(25178)	12227	8657
普通股增加	1	1	0	0	0
资本公积增加	2788	574	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	3335	(1791)	2000	1200	400
现金净增加额	(2925)	1988	(43441)	630	524

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	45250	57796	67332	75412	84838
营业成本	35346	47051	54539	59952	67022
营业税金及附加	223	276	322	360	405
营业费用	254	282	337	377	424
管理费用	3153	3835	4040	4148	4242
研发费用	4992	5447	5387	5279	5090
财务费用	(3774)	(1833)	(2000)	(1200)	(400)
资产减值损失	(1335)	(401)	(500)	(500)	(500)
公允价值变动收益	357	4	0	0	0
其他收益	2577	2858	2700	2500	2300
投资收益	250	1100	300	300	300
营业利润	6906	6299	7208	8795	10154
营业外收入	12	17	10	10	10
营业外支出	77	23	20	20	20
利润总额	6840	6292	7198	8785	10144
所得税	444	919	483	594	689
少数股东损益	1573	1674	2093	2553	2947
归属于母公司净利润	4823	3699	4623	5639	6509

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-9%	28%	17%	12%	13%
营业利润	-53%	-9%	14%	22%	15%
归母净利润	-60%	-23%	25%	22%	15%
获利能力					
毛利率	21.9%	18.6%	19.0%	20.5%	21.0%
净利率	10.7%	6.4%	6.9%	7.5%	7.7%
ROE	3.5%	2.5%	3.1%	3.6%	4.0%
ROIC	1.1%	1.2%	1.6%	2.3%	2.8%
偿债能力					
资产负债率	35.5%	35.2%	30.1%	32.2%	33.3%
净负债比率	20.1%	23.6%	17.2%	19.6%	20.8%
流动比率	1.8	1.7	1.8	1.5	1.4
速动比率	1.5	1.4	1.2	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	2.2	2.3	2.4	2.3	2.3
应收账款周转率	9.8	16.0	19.0	18.7	18.7
应付账款周转率	7.9	8.9	8.9	8.7	8.8
每股资料(元)					
EPS	0.60	0.46	0.58	0.71	0.82
每股经营净现金	2.84	2.84	2.57	3.53	4.09
每股净资产	17.84	18.56	19.14	19.84	20.66
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	142.1	185.3	148.3	121.6	105.3
PB	4.8	4.6	4.5	4.3	4.2
EV/EBITDA	4.5	4.3	3.8	3.1	2.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。