

ASP 短期波动不影响国产化长期逻辑

华泰研究

2025 年 5 月 12 日 | 中国内地/中国香港

季报点评

半导体

中芯国际 1Q25 收入 22.5 亿美元，环比+1.8%，不及公司此前指引的 6%~8%。Q1 呈现量增价减趋势，晶圆出货量环比+15%，产能利用率环比+4.1pct 至 89.6%，但 ASP 环比-9%。盈利能力方面，毛利率 22.5%，环比基本持平。公司指引 2Q25 收入环比下滑 4%-6%，毛利率指引为 18%-20%，均低于彭博一致预期。我们认为 Q1 业绩和 Q2 指引主要受到厂务一次性突发事件和设备验证问题影响。展望全年，国产化需求强劲，看好公司受益模拟等领域国产份额提升。维持港股目标价 63 港币，A 股目标价 119 人民币，重申买入评级。

观点#1: ASP 出现一次性影响，问题有望在下半年逐步解决

公司 1Q ASP 环比下滑 9%，公司预计 2Q ASP 继续下滑（华泰预测 5%左右）。我们认为，本次 ASP 下滑，是由于个别合资工厂厂务和设备验证问题中出现的一次性事件所导致。随着技术迭代，该问题有望在下半年得到逐步解决。

观点#2: 国产化需求增长强劲，公司主力工厂接近满载

公司 1Q25 出货量环比增长 15%，公司预计 2Q 出货量环比稳健。公司指出，公司主要的 8 寸/12 寸工厂的产能利用率当前都接近满产。我们认为：1) 模拟等芯片国产化需求有显著上升，2) 海外 IDM 客户的 China For China 需求都在不断扩大，成为公司长期增长动能。

观点#3: 关税影响有限，工控汽车触底反弹

公司认为关税对工业界整体收入规模影响在 1%以内。需求方面，当前能见度到 Q3 末，公司预计产能持续饱满，Q4 需求仍待观察。分下游看，电脑与平板/工业与汽车收入占比环比分别-1.8/+1.4pct。我们认为：1) 手机/PC 年初备货较多，后续订单或面临修正；2) 汽车/工控行业需求有所回温，公司汽车电子客户稳步取得进展。

估值：维持港股目标价 63 港币，A 股 119 人民币

考虑到 Q1 厂务问题一次性影响，下调 2025/2026/2027 年营收预测 7.4%/2.7%/0.2% 至 90.2/112.0/131.5 亿美元。对于 A 股报表，预计 2025/2026/2027 年收入为 653.7/812.1/953.1 亿人民币。基于 3.0x 2025PB，维持港股目标价 HKD63，基于 2025 BVPS 2.65 美元。维持 A 股目标价 119 人民币，对应 A/H 溢价 103%。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地化生产及 DeepSeek 等产业链机会。

风险提示：中美贸易摩擦加剧；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	65,366	81,207	95,310
+/-%	(13.09)	27.02	13.10	24.23	17.37
归属母公司净利润 (人民币百万)	4,823	3,699	3,806	4,978	6,235
+/-%	(50.35)	(45.40)	2.91	30.79	25.25
EPS (人民币，最新摊薄)	0.60	0.46	0.48	0.62	0.78
ROE (%)	4.60	2.42	2.51	3.20	3.86
PE (倍)	142.12	185.31	180.08	137.69	109.93
PB (倍)	4.70	4.59	4.47	4.33	4.17
EV EBITDA (倍)	23.01	21.18	20.20	18.20	23.20

资料来源：公司公告、华泰研究预测

	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	陈旭东
SAC No. S0570521070004	chenxudong@htsc.com
SFC No. BPH392	+(86) 21 2897 2228
研究员	于可熠
SAC No. S0570525030001	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 5 月 9 日)	43.00	85.83
市值 (百万)	343,388	685,418
6 个月平均日成交额 (百万)	5,489	5,573
52 周价格范围	15.24-59.70	41.03-104.98
BVPS	2.61	18.72

股价走势图



资料来源：Wind

代工行业 1Q25 业绩回顾与 2Q25 指引

中芯国际指引 2Q25 营收环比下滑 4%-6%，主要受到 Q1 厂务一次性突发事件和设备验证问题的影响。华虹指引 2025 年二季度营收指引 5.5-5.7 亿美元（中值环比+3.5%），指引毛利率 7-9%。产能利用率方面，世界先进指引 Q2 UTR 环比+5pct 至 75%，联电 Q2 UTR 环比+1pct 至 70%。

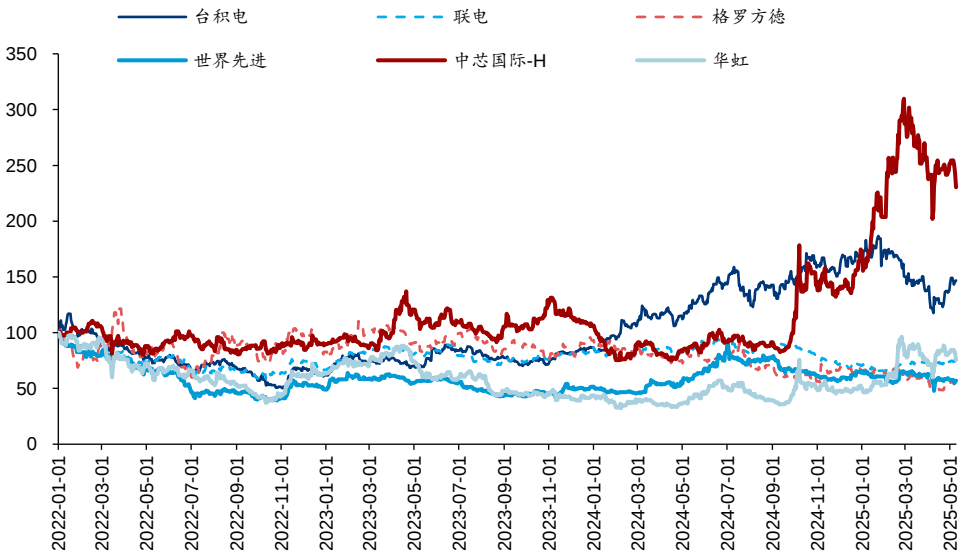
图表1：全球代工业绩及指引

公司	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2025全年
	A	A	A	A	A	A	指引	指引
收入环比增速								
2330 TT 台积电	13.6%	-3.8%	10.3%	12.9%	14.2%	-5.1%	+11%~15%	25.0%
2303 TT 联电	3.7%	-0.6%	4.0%	6.5%	-0.1%	-4.2%	+5%~7%	N.A.
5347 TT 世界先进	-8.4%	-0.4%	14.9%	6.7%	-2.1%	3.4%	+3%~7%	N.A.
GFS US 格罗方德	0.1%	-16.5%	5.4%	6.6%	5.2%	-13.4%	+4%~7%	N.A.
981 HK 中芯国际*	3.6%	4.3%	8.6%	14.2%	1.7%	1.8%	-6%~-4%	N.A.
1347 HK 华虹半导体*	-19.9%	1.0%	4.0%	10.0%	2.4%	0.3%	1.7%~5.4%	N.A.
毛利率								
2330 TT 台积电	53.0%	53.1%	53.2%	57.8%	59.0%	58.8%	57%~59%	N.A.
2303 TT 联电	32.4%	30.9%	35.2%	33.8%	30.4%	26.7%	~30%	N.A.
5347 TT 世界先进	23.0%	24.0%	26.0%	29.0%	28.7%	30.1%	27%~29%	N.A.
GFS US 格罗方德	29.0%	25.4%	24.2%	23.8%	24.5%	23.1%	23.1%~25.1%	N.A.
981 HK 中芯国际*	16.4%	13.7%	13.9%	20.5%	22.6%	19.0%	18%~20%	N.A.
1347 HK 华虹半导体*	4.0%	6.4%	10.5%	12.2%	11.4%	9.2%	7%~9%	N.A.
产能利用率								
2330 TT 台积电	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.		N.A.
2303 TT 联电	66.0%	65.0%	68.0%	71.0%	70.0%	~70%	mid-70%	N.A.
5347 TT 世界先进	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.		N.A.
GFS US 格罗方德	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.		N.A.
981 HK 中芯国际*	76.8%	80.8%	85.2%	90.4%	85.5%	89.6%		N.A.
1347 HK 华虹半导体*	84.1%	91.7%	97.9%	105.3%	103.2%	102.7%		N.A.
ASP (USD,等效8寸)								
2330 TT 台积电	2949	2768	2961	3129	3,495	3,481		N.A.
2303 TT 联电	1,026	937	937	935	901	852	持平	N.A.
5347 TT 世界先进	644	642	668	600	636	593	+0~2%	N.A.
GFS US 格罗方德	1315	1320	1273	1267	1253	1143		下降mid-single digit
981 HK 中芯国际*	931	907	836	966	1025	933		N.A.
1347 HK 华虹半导体*	459	426	410	415	423	419		N.A.

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5月9日收盘价，2022年1月1日收盘价记作100

资料来源：Factset，华泰研究

中芯国际 1Q25 业绩回顾

1Q25：量增价减趋势明显，ASP 下滑导致收入增长不及预期

中芯国际 1Q25 收入 22.5 亿美元，同比+28%，环比+1.8%，不及公司此前指引的 6%~8%。Q1 呈现量增价减趋势，晶圆出货量环比+15%，产能利用率环比+4.1pct 至 89.6%，但 ASP 环比-9%，从而 wafer revenue 环比+4.8%。盈利能力方面，毛利率 22.5%，环比基本持平。

图表3：中芯国际季度业绩及指引

美元 百万		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	1Q25	1Q25	2Q25	2Q25
		A	A	A	A	A	E	CON	Guidance	CON	Guidance
8寸		329	329	329	328	331	331				
12寸-成熟制程		186	196	217	246	256	262				
12寸-先进制程		30	30	30	30	30	40				
产能总计(千片)		815	837	884	948	973	1,010				
	环比增长	1.1%	2.8%	5.6%	7.2%	2.7%	3.8%				
稼动率		80.8%	85.2%	90.4%	85.5%	89.6%	89.6%				
收入		1,750	1,901	2,171	2,207	2,247	2,139	2,357	2340-2390	2,432	2112~2157
	环比增长	4.3%	8.6%	14.2%	1.7%	1.8%	-4.8%	6.8%	6%~8%	3.2%	-4%~-6%
晶圆单价		907	836	966	1,025	933	887				
	环比增长	-2.6%	-7.8%	15.5%	6.1%	-9.0%	-5.0%				
	同比增长	-15.7%	-16.9%	0.5%	10.1%	2.9%	6.0%				
营业成本		(1,510)	(1,636)	(1,727)	(1,708)	(1,741)	(1,733)				
毛利		240	265	444	499	506	406				
EBITDA		887	1,056	1,157	1,280	1,292	1,191				
	环比增长	-12.3%	19.1%	9.6%	10.6%	0.9%					
营业利润		2	87	170	214	310	160				
	环比增长	-98%	3522%	95%	26%	44%	-48%				
税前收益		74	187	243	355	349	248				
所得税		(11)	(15)	(20)	(84)	(26)	(18)				
少数股东权益		8	(8)	(74)	(163)	(135)	(115)				
归属母公司净利		72	165	149	108	188	115	218		235	
	环比增长	-58.9%	129.2%	-9.6%	-27.7%	74.8%	-39.0%				
比率 (%)											
毛利率		13.7%	13.9%	20.5%	22.6%	22.5%	19.0%	19.1%	19%~21%	18.4%	18%~20%
EBITDA利润率		50.7%	55.5%	53.3%	58.0%	57.5%	55.7%				
营业利润率		0.1%	4.6%	7.8%	9.7%	13.8%	7.5%				
税前收益率		4.3%	9.8%	11.2%	16.1%	15.5%	11.6%				
净利率		4.1%	8.7%	6.9%	4.9%	8.4%	5.4%				
净资产收益率		3.7%	2.5%	2.7%	2.4%	2.9%	2.7%				
每股净资产		2.53	2.53	2.54	2.59	2.58	2.61				

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

1Q25 业绩说明会要点

1) 营收和毛利率: 1Q25 公司收入 22.47 亿美元, 环比增长 1.8 个百分点, 毛利率 22.5%, 环比下降 0.1 pct。

2) 晶圆销售均价和毛利率: 1Q25 公司销售均价环比-9%至 933 美元, 主要由个别合资工厂厂务一次性事件和设备验证问题所导致。

3) 产能和资本开支: 公司产能持续爬坡。1Q25 末其整体产能达 973kwpm (环比增长 26kwpm), 产能利用率为 89.6% (环比+4.1pct, 同比+8.8pct)。1Q25 资本支出为 14.16 亿美元, 公司维持全年资本开支指引, 即与 2024 年基本持平。

4) 分板块业绩情况:

1Q25 中芯国际 8 英寸营收占晶圆总营收的 21.9%, 12 英寸营收占晶圆总营收的 78.1% (同比上升 2.5 个百分点, 环比下降 2.5 个百分点)。

按应用划分, 公司 1Q25 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 9.6%/8.3%/40.6%/17.3%/24.2%。按销售地域划分, 公司 1Q25 中国地区营收占比为 84.3%, 欧亚地区 3.1%, 美国 12.6%。

2Q25 与 2025 年展望

1) 营收和毛利率: 公司指引 2Q25 收入环比下滑 4%-6%, 环比增速低于彭博一致预期的 3.2%, 毛利率指引为 18%-20%, 中值高于彭博一致预期的 18.4%。

2) 终端市场需求: 当前能见度到 Q3 末, 公司预计产能持续饱满, Q4 需求仍待观察。Q1 分下游看, 电脑与平板/工业与汽车收入占比环比分别-1.8/+1.4pct。我们认为手机/PC 年初备货较多, 后续订单或面临修正; 汽车/工控行业需求有所回温, 公司汽车电子客户稳步取得进展。

盈利预测调整

中芯国际 H 股: 考虑到 1Q25 公司厂务突发事件的影响, 以及行业成熟制程价格仍然承压, 我们下修 2025/2026/2027 年 ASP 预测 7.7%/3.2%/0.6%, 下修 2025/2026/2027 年营收预测 7.4%/2.7%/0.2% 至 90.2/112.0/131.5 亿美元。下修 2025/2026/2027 年归母净利润 2.4%/1.6%/0.5% 至 5.25/6.87/8.60 亿美元。

中芯国际 A 股: 预计 2025/2026/2027 年收入为 653.7/812.1/953.1 亿人民币, 2025/2026/2027 年归母净利润为 38.1/49.8/62.3 亿人民币。(基于汇率换算: 1USD=7.25RMB)

图表4：中芯国际业绩预测调整

美元 百万	2023	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	(OLD)	(OLD)	(OLD)	Diff.	Diff.	Diff.
8寸	374	328	331	331	331						
12寸-成熟制程	172	246	290	326	376						
12寸-先进制程	30	30	50	70	90						
产能总计(千片)	828	948	1,096	1,222	1,379						
稼动率	16%	14%	16%	11%	13%						
稼动率	75%	78%	84%	87%	87%						
收入	6,322	8,030	9,016	11,201	13,146	9,733	11,511	13,177	-7.4%	-2.7%	-0.2%
环比增长	-13%	27%	12%	24%	17%						
晶圆单价	987.7	933.2	824.7	884.7	925.1	893.3	914.4	930.9	-7.7%	-3.2%	-0.6%
环比增长											
同比增长	4.1%	-5.5%	-11.6%	7.3%	4.6%						
营业成本	(5,104)	(6,582)	(7,354)	(8,869)	(10,176)						
毛利	1,218	1,448	1,662	2,332	2,970						
EBITDA	3,328	3,834	4,232	5,074	5,827						
同比增长	-22%	15%	10%	20%	15%						
营业利润	358	474	518	800	1,102						
同比增长	-81%	32%	9%	54%	38%						
税前收益	1,187	860	916	1,198	1,500						
所得税	(63)	(130)	(138)	(181)	(226)						
少数股东权益	(222)	(237)	(253)	(331)	(414)						
归属母公司净利	903	493	525	687	860	538	698	864	-2.4%	-1.6%	-0.5%
同比增长	-50%	-45%	7%	31%	25%						
比率 (%)											
毛利率	19.3%	18.0%	18.4%	20.8%	22.6%	18.6%	20.9%	22.6%	-0.2pct	-0.1pct	0pct
EBITDA利润率	52.6%	47.7%	46.9%	45.3%	44.3%						
营业利润率	5.7%	5.9%	5.7%	7.1%	8.4%						
税前收益率	18.8%	10.7%	10.2%	10.7%	11.4%						
净利率	14.3%	6.1%	5.8%	6.1%	6.5%						
净资产收益率	4.5%	2.4%	2.5%	3.1%	3.8%						
每股净资产	2.53	2.58	2.65	2.74	2.84						

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。

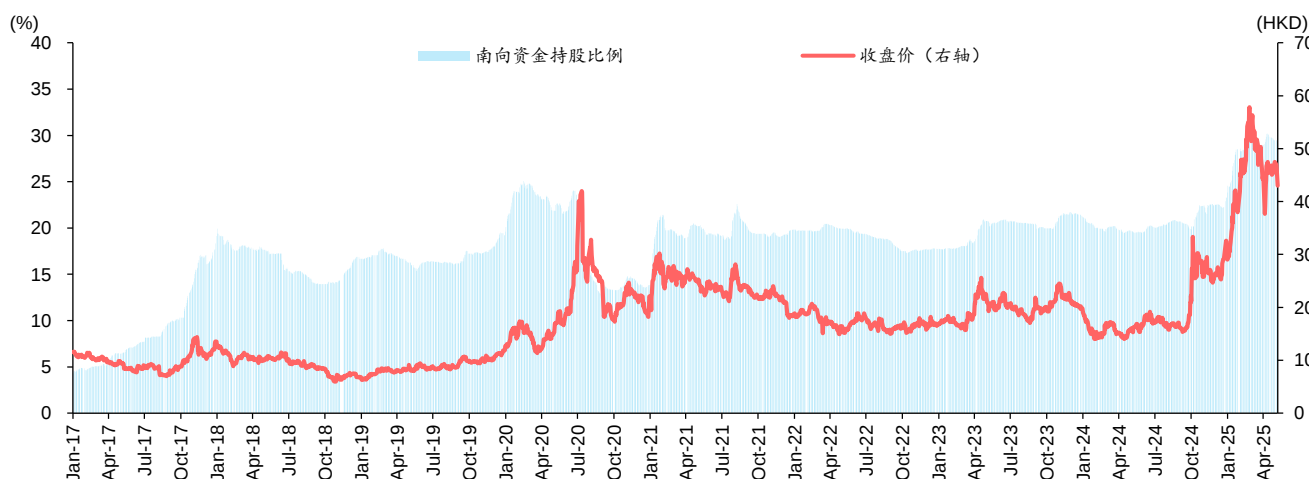
如下图所示，中芯国际 H 股的交易价格对应 0.7-2.7 倍 1 年期远期 PB（通过使用 IPO 后的股票进行标准化）。中芯国际在 2020 年 4 月上调 2Q20 指引后，公司股价持续上涨，并且投资者对 A 股 IPO 定价溢价的预期甚至导致 2020 年 6 月 H 股股价快速上涨（超过 4 倍投前 PB）。然而，2020 年 11 月中芯国际被美国商务部列入实体清单，公司在产能扩张方面面临不确定性，引发市场担忧，导致股价大幅下调。

图表5：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6：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。基于 3.0 倍 2025E PB (2012 年至今历史区间的 98%分位)，基于 2025 年预测 BPS (2.65 美元)，维持 H 股目标价 63 港币。基于 A 股对 H 股溢价 103% (过去三年均值)，维持 A 股目标价人民币 119 元。

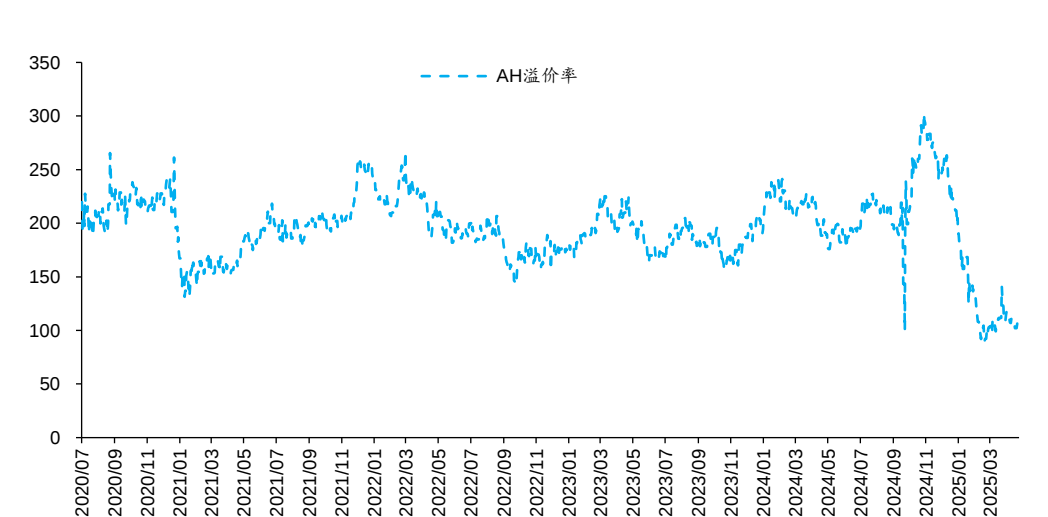
图表7：可比公司估值表

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	949.00	915,529.21	15.93	13.70	4.57	3.67	30.80	29.30
2303 TT	联电	TWD	TWD	45.55	17,469.23	13.43	11.50	1.48	1.41	11.69	13.03
5347 TT	世界先进	TWD	TWD	88.90	5,501.83	19.37	19.29	2.45	2.37	12.66	12.49
TSEM US	高塔半导体	USD	USD	37.50	8,259.40	18.26	14.44	na	na	na	na
GFS US	格罗方德	USD	USD	36.38	20,114.97	22.48	16.53	1.71	1.57	7.66	9.82
1347 HK	华虹半导体	HKD	USD	32.45	8,171.35	53.94	33.80	1.13	1.09	1.97	3.32
	平均					23.90	18.21	2.27	2.02	12.96	13.59
	中位数					18.82	15.48	1.71	1.57	11.69	12.49
981 HK	中芯国际	HKD	USD	43.00	56,853.96	83.87	64.13	2.08	2.02	2.51	3.20

注：股价为 2025 年 5 月 9 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 7.9 计，港币人民币汇率按 0.93

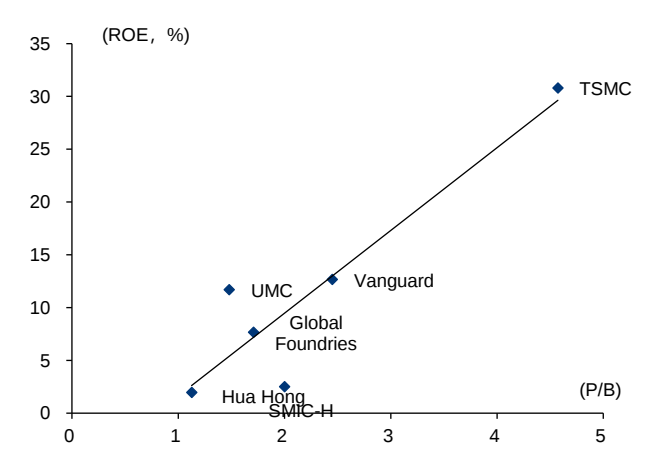
资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表8：中芯国际 A 股上市以来 A/H 溢价率 (%)



资料来源：Wind，华泰研究

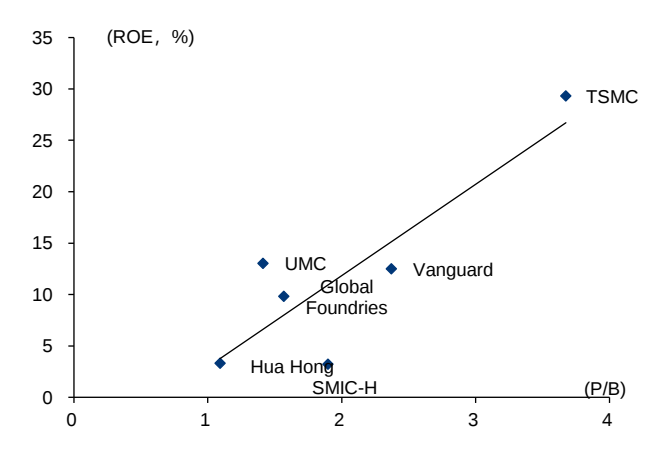
图表9：代工厂：PB vs ROE (2025E)



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 5 月 9 日收盘

资料来源：公司财报，彭博，华泰研究

图表10：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 5 月 9 日收盘

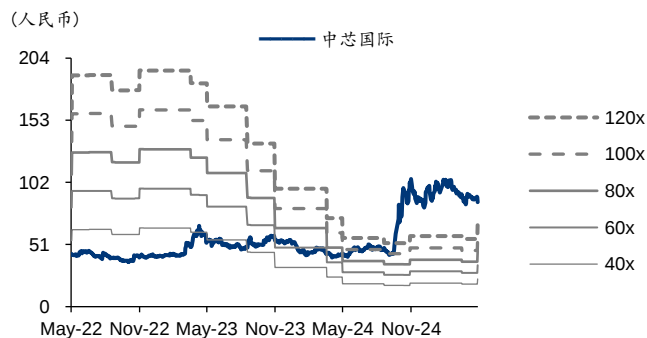
资料来源：公司财报，彭博，华泰研究

风险提示

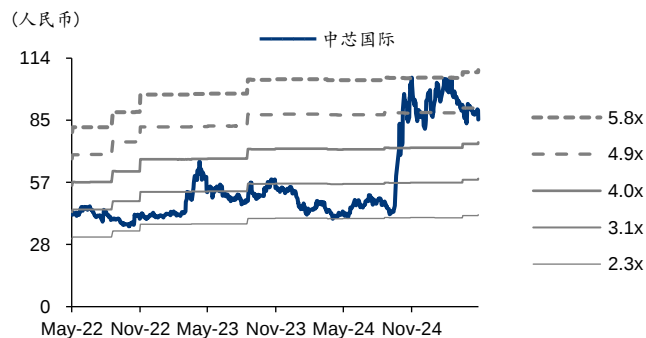
1) 中美贸易摩擦加剧。美国在 2020 年将中芯国际列入其“实体清单”，我们认为，如果中美贸易摩擦加剧，中芯国际的制造能力可能面临不确定性。

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11: 中芯国际 PE-Bands



图表12: 中芯国际 PB-Bands



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	110,490	117,196	123,031
现金	51,235	45,748	18,220	19,253	3,598
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	23,964	28,925	32,340
其他流动资产	21,547	32,602	56,869	56,854	74,929
非流动资产	241,889	247,119	277,679	302,061	323,173
长期投资	14,484	9,081	10,204	11,100	11,875
固定投资	92,432	201,937	232,109	256,491	277,603
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	32,233	31,337	30,562
资产总计	338,463	353,391	388,169	419,256	446,203
流动负债	52,614	62,968	76,398	94,683	107,559
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	69,566	87,551	100,128
非流动负债	67,379	61,331	78,741	88,962	99,800
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	13,215	16,186	46,381
负债合计	119,993	124,299	155,139	183,645	207,359
少数股东权益	75,994	80,912	79,772	77,376	74,374
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	153,258	158,236	164,471
负债和股东权益	338,463	353,391	388,169	419,256	446,203

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	26,554	28,918	38,587
净利润	6,396	3,542	3,806	4,978	6,235
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	(1,580)	(5,687)	(3,415)
其他经营现金	(3,361)	(8,268)	(1,087)	3,183	16,318
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	9,425	9,425	(17,183)
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)	57,787	1,133	1,815
现金净增加额	(4,263)	1,072	(19,310)	1,033	(15,655)

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	65,366	81,207	95,310
营业成本	(35,346)	(47,314)	(53,316)	(64,298)	(73,776)
营业税金及附加	(222.66)	(284.39)	(321.64)	(399.59)	(468.98)
营业费用	(254.06)	(290.00)	(262.62)	(285.66)	(306.68)
管理费用	(3,153)	(4,205)	(4,690)	(5,746)	(6,648)
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	6,640	8,684	10,876
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	6,640	8,684	10,876
所得税	(444.27)	(942.50)	(1,001)	(1,309)	(1,639)
净利润	6,396	3,699	3,553	4,647	5,821
少数股东损益	(1,573)	(1,718)	(252.77)	(330.59)	(414.07)
归属母公司净利润	4,823	3,699	3,806	4,978	6,235
EBITDA	23,802	27,568	31,074	35,227	28,620
EPS (人民币, 基本)	0.61	0.43	0.48	0.62	0.78

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	13.10	24.23	17.37
营业利润	(80.52)	32.47	5.41	30.79	25.25
归属母公司净利润	(50.35)	(45.40)	2.91	30.79	25.25
获利能力 (%)					
毛利率	19.26	18.03	18.44	20.82	22.59
净利率	14.28	6.14	5.82	6.13	6.54
ROE	4.60	2.42	2.51	3.20	3.86
ROIC	0.02	0.01	0.01	0.02	0.02
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.45	35.17	39.97	43.80	46.47
净负债比率 (%)	19.56	25.25	48.99	52.76	49.83
流动比率	1.79	1.69	1.45	1.24	1.14
速动比率	1.43	1.35	1.13	0.93	0.84
营运能力					
总资产周转率	0.14	0.17	0.18	0.20	0.22
应收账款周转率	4.83	6.25	6.22	7.23	8.22
应付账款周转率	1.77	2.03	2.55	2.96	3.39
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.46	0.48	0.62	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	3.05	2.88	3.33	3.62	4.83
每股净资产(最新摊薄)	18.26	18.71	19.19	19.81	20.60
估值比率					
PE (倍)	142.12	185.31	180.08	137.69	109.93
PB (倍)	4.70	4.59	4.47	4.33	4.17
EV EBITDA (倍)	23.01	21.18	20.20	18.20	23.20

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平、陈旭东、于可熠，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、陈旭东、于可熠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，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，了解来自或所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，德国市场基准为 DAX 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，经营业务许可编号为：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

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

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