中芯国际(688981)

匠芯筑梦，智造未来

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现

资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价（元）	82.96
总股本/流通股本（亿股）	79.86 / 19.88
总市值/流通市值（亿元）	6,625 / 1,650
52 周内最高/最低价	104.98 / 42.40
资产负债率(%)	35.2%
市盈率	180.35
第一大股东	HKSCC NOMINEES LIMITED

研究所

分析师:吴文吉
SAC 登记编号:S1340523050004
Email:wuwenji@cnpsec.com

- **投资要点**

产能利用率稳健，工业与汽车收入额环比增长超两成。2025Q1 公司毛利率为 22.5%，环比持平；产能利用率为 89.6%，环比增长 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 英寸厂的平均水平，抵消了平均销售单价下降和折旧上升对毛利率的影响。2025Q1，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、12 英寸晶圆收入环比增长 18%和 2%。晶圆收入以应用分类看，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%，工业与汽车收入额环比增长超过两成，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和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，集成电路各细分行业龙头往往选择公司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，公司抓住机会，带动了公司在汽车领域的收入增长。

工厂生产性波动影响延续至 Q2，预计 Q2 销售收入环比下降 4%到 6%，毛利率在 18%到 20%之间。由于工厂生产性波动，一季度后半部平均销售单价下降，导致收入未能达到指引预期；这个影响会延续到二季度。二季度，公司给出的收入指引为环比下降 4%到 6%，其中，出货数量预计相对稳健，平均销售单价预计下降。第一季度影响慢慢消除之后，以后会回到健康的长期的 ASP 水平。二季度，公司给出的毛利率指引为 18%到 20%，比一季度指引降了 1 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。

local for local 需求提升，每年 5 万片 12 英寸月产能扩充满足全球需求。公司第二季度美国区、欧亚区的产值增加，一部分是因为这些客户在中国有市场份额，要在中国销售，所以尽可能利用中国制造来做 local for local，但他们很多产品也是销往全球，公司希望能够保证提供给客户的产能，保证质量，同时价格上具备竞争力，使得公司客户能够在全世界市场上取得更大份额、更大成功，亦保证公司未来订单的饱满。公司预计到年底，在国际市场的营业额会在去年的基础上进一步增长。公司预计保持大概每年 5 万片 12 英寸上下的月产能扩充速度，对应公司一年投资大概 75 亿美元里面八成用来买设备，其他用来买地、盖房子、建立基础设施等。

- **投资建议**

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 677/779/896 亿元，实现归母净利润分别为 51/62/74 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PB 分别为 4.31 倍、4.15 倍、3.96 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济波动；下游需求恢复不及预期；扩产进度不及预期；折旧致毛利率承压；市场竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	57796	67710	77908	89633
增长率(%)	27.72	17.15	15.06	15.05
EBITDA（百万元）	26393.65	41436.76	50067.49	58621.95
归属母公司净利润（百万元）	3698.67	5127.41	6157.23	7422.03
增长率(%)	-23.31	38.63	20.08	20.54
EPS(元/股)	0.46	0.64	0.77	0.93
市盈率（P/E）	179.12	129.21	107.60	89.26
市净率（P/B）	4.47	4.31	4.15	3.96
EV/EBITDA	29.93	16.86	14.09	11.90

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表				
营业收入	57796	67710	77908	89633
营业成本	47051	53507	60424	68237
税金及附加	276	325	374	430
销售费用	282	352	390	439
管理费用	3835	4401	5025	5737
研发费用	5447	5958	6700	7753
财务费用	-1833	-1667	-1564	-1426
资产减值损失	-524	-522	-652	-802
营业利润	6299	7881	9769	11887
营业外收入	17	17	18	19
营业外支出	23	20	20	20
利润总额	6292	7878	9767	11886
所得税	919	1103	1367	1664
净利润	5373	6775	8399	10222
归母净利润	3699	5127	6157	7422
每股收益（元）	0.46	0.64	0.77	0.93
资产负债表				
货币资金	48029	44270	37410	45411
交易性金融资产	1957	817	817	817
应收票据及应收账款	3288	4871	5011	6101
预付款项	405	800	712	912
存货	21267	26240	27596	31336
流动资产合计	106279	104295	98894	111965
固定资产	113545	158961	189031	207272
在建工程	88275	63879	48021	37714
无形资产	3225	3167	3100	3022
非流动资产合计	247137	268939	283108	290979
资产总计	353415	373234	382002	402943
短期借款	1070	4570	4570	4570
应付票据及应付账款	5658	6956	7560	8704
其他流动负债	54816	64523	64287	73863
流动负债合计	61544	76049	76418	87138
其他	62763	60965	60965	60965
非流动负债合计	62763	60965	60965	60965
负债合计	124308	137014	137383	148102
股本	226	227	227	227
资本公积金	102906	103030	103030	103030
未分配利润	39449	44183	49416	55725
少数股东权益	80917	82565	84807	87607
其他	5609	6215	7139	8252
所有者权益合计	229108	236220	244619	254841
负债和所有者权益总计	353415	373234	382002	402943

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	27.7%	17.2%	15.1%	15.1%
营业利润	-8.8%	25.1%	24.0%	21.7%
归属于母公司净利润	-23.3%	38.6%	20.1%	20.5%
获利能力				
毛利率	18.6%	21.0%	22.4%	23.9%
净利率	6.4%	7.6%	7.9%	8.3%
ROE	2.5%	3.3%	3.9%	4.4%
ROIC	0.9%	1.7%	2.2%	2.7%
偿债能力				
资产负债率	35.2%	36.7%	36.0%	36.8%
流动比率	1.73	1.37	1.29	1.28
营运能力				
应收账款周转率	17.99	18.68	17.75	18.16
存货周转率	2.32	2.25	2.24	2.32
总资产周转率	0.17	0.19	0.21	0.23
每股指标（元）				
每股收益	0.46	0.64	0.77	0.93
每股净资产	18.56	19.24	20.01	20.94
估值比率				
PE	179.12	129.21	107.60	89.26
PB	4.47	4.31	4.15	3.96

现金流量表				
净利润	5373	6775	8399	10222
折旧和摊销	23156	35225	41864	48162
营运资本变动	-4129	8869	-1745	4845
其他	-1742	2284	2465	2475
经营活动现金流净额	22659	53154	50984	65704
资本开支	-54347	-55848	-55909	-55839
其他	23678	4454	467	538
投资活动现金流净额	-30669	-51394	-55441	-55301
股权融资	2384	124	0	0
债务融资	10986	-2935	0	0
其他	-3372	-3084	-2402	-2402
筹资活动现金流净额	9999	-5895	-2402	-2402
现金及现金等价物净增加额	1732	-3759	-6859	8001

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

中邮证券及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048