

毛利率恢复缓慢或是“成长的烦恼”

华泰研究

2025 年 8 月 10 日 | 中国内地/中国香港

中报点评

半导体

中芯国际 2Q25 实现收入 22.09 亿美元，环比-1.7%，好于公司此前给出的环比下滑 4%-6% 的指引。毛利率为 20.4%，环比-2.1pct，超过公司指引的 18%-20% 以及彭博一致预期的 19.7%。受新厂“开办开支”大幅增加影响，归母净利润 1.32 亿美元，低于彭博一致预期的 1.67 亿美元。1Q 末发生的厂务问题开始体现到财务数字中，2Q25 公司 ASP 环比下降 6.3%，代表南方等合资 Fab 利润水平的少数股东损益环比 90% 左右下滑。量的层面，公司 2Q25 晶圆出货量环比增长 4.3%，产能利用率环比提升 2.9pct 至 92.5%，带动毛利率表现优于预期。展望全年：1) 尽管 Q3 公司指引的收入增速和毛利率不及一致预期，但我们认为这是公司高制程业务发展过程中“成长的烦恼”，或将随着良率提升而逐步改善；2) 客户的国产化机遇正在成为公司业绩增长的重要驱动，看好模拟、射频、网通、存储控制器等领域的国产替代。维持中芯国际的“买入”评级，维持港股目标价 63 港币，给予 A 股目标价 118.3 人民币（前值：119 人民币）。

ASP 和毛利率恢复缓慢或是“成长的烦恼”

展望 Q3，公司指引收入环比增长 5-7%，低于彭博一致预期的 10%；指引 3Q25 毛利率 18-20%（中位数环比-1.4pct），低于彭博一致预期的 21.1%。市场担忧未来公司 ASP 和毛利率恢复慢于预期，我们认为这是公司发展高制程业务过程中“成长中的烦恼”，随着新产品的良率提升，我们看好毛利率和 ASP 都会逐步改善。展望 Q4，虽然是传统淡季，急单和提前出货情况或将放缓，但公司表示 10 月订单依然饱满，我们看好产能利用率继续维持强劲。

国产化趋势从模拟向射频/网通/存储控制器等扩散，产能持续饱满

公司 2Q25 出货量环比增长 4%，公司预计 3Q 出货量环比继续增长。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。分下游来看，模拟需求增长显著，CIS 环比增长超两成，射频增幅也较高。我们认为下游客户的国产替代机会正在成为公司业绩的主要驱动力：1) 模拟需求增长显著，手机快充、电源管理相关领域正处在国内替代海外份额阶段，公司和国内客户深度合作，持续获得增量订单；2) 除了模拟芯片以外，CIS、射频、网通、存储控制器等品类国产化也在提速，或将成为公司长期增长动能。

盈利预测与估值

考虑下半年需求情况乐观，上调 2025/2026/2027 年营收预测 2.2%/1.3%/1.2% 至 92.2/113.5/133.1 亿美元，上调 2025/2026/2027 年归母净利润预测 18.7%/10.4%/11.6% 至 6.2/7.6/9.6 亿美元。对于 A 股报表，预计 2025/2026/2027 年收入为 663.5/817.2/958.0 亿人民币。给予 H 股估值 3.0x 2025EPB，维持港股目标价 HKD63，基于 2025 BVPS 2.675 美元（汇率：美元/港币=7.85）。基于年初以来 AH 溢价率均值 104%，港币人民币汇率 0.92，我们给予 A 股目标价人民币 118.3 元（前值：119 元，对应 A 股对 H 股溢价 103%，汇率 0.93）。

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。

	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：118.30

黄乐平, PhD

SAC No. S0570521050001
SFC No. AUZ066

研究员

leping.huang@htsc.com
+(852) 3658 6000

陈旭东

SAC No. S0570521070004
SFC No. BPH392

研究员

chenxudong@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

于可熠

SAC No. S0570525030001
SFC No. BVF938

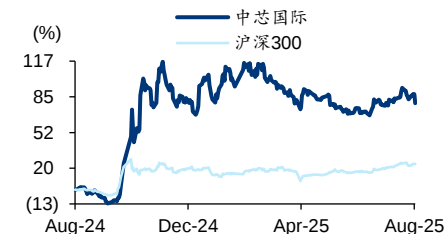
研究员

yukeyi@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

(港币/人民币)	981 HK	688981 CH
目标价	63.00	118.30
收盘价(截至 8 月 8 日)	48.66	86.66
市值(百万)	388,614	692,095
6 个月平均日成交额(百万)	5,158	3,144
52 周价格范围	15.24-59.70	42.40-104.98
BVPS	2.64	18.72

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	57,796	66,352	81,722	95,802
+/-%	27.02	14.80	23.16	17.23
归属母公司净利润(百万)	3,699	4,487	5,461	6,909
+/-%	(45.40)	21.32	21.70	26.53
EPS(最新摊薄)	0.46	0.56	0.68	0.87
ROE(%)	2.42	2.97	3.49	4.29
PE(倍)	187.12	154.24	126.74	100.17
PB(倍)	4.66	4.50	4.34	4.25
EV EBITDA(倍)	21.02	20.29	18.00	22.42
股息率(%)	NA	NA	NA	NA

资料来源：公司公告、华泰研究预测

代工行业 2Q25 业绩回顾与 3Q25 指引

中芯国际指引 3Q25 营收环比增长 5%-7%，毛利率 18%-20%。华虹指引 3Q25 收入 6.2-6.4 亿美元，中值环比增长 11.3%；毛利率 10%-12%，中值环比接近持平。联电指引收入环比低个位数增长，ASP 环比持平。世界先进指引 3Q25 收入环比增长 8-12%，毛利率 25%-27%。Global foundries 指引 3Q25 收入环比-2%+0.7%，毛利率 23.4%-25.4%。

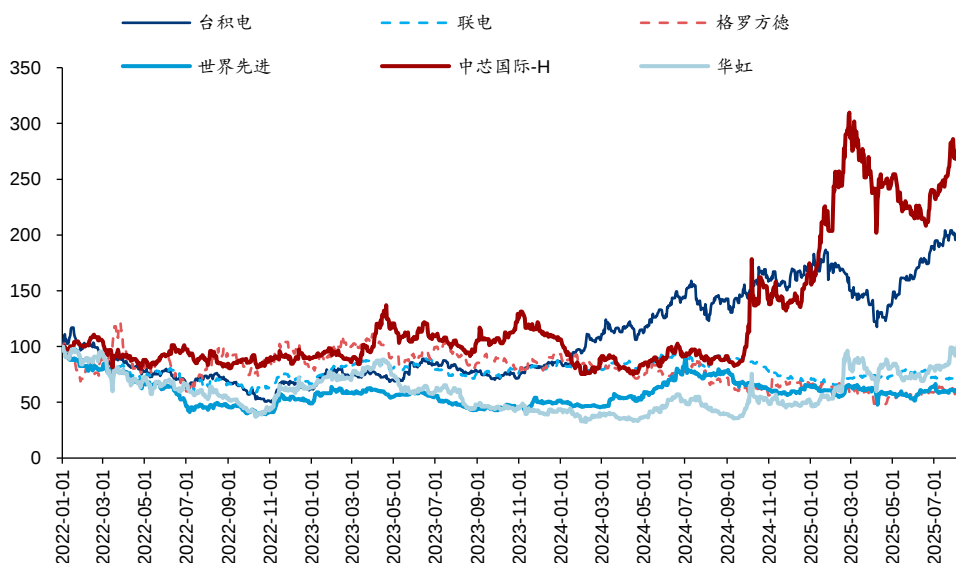
图表1：全球代工业绩及指引

公司	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
	A	A	A	A	A	A	A	指引
收入环比增速								
台积电*	13.6%	-3.8%	10.3%	12.9%	14.2%	-5.1%	18.0%	5.6%~9.6%
联电	3.7%	-0.6%	4.0%	6.5%	-0.1%	-4.2%	1.6%	+ low single digit%
世界先进	-8.4%	-0.4%	14.9%	6.7%	-2.1%	3.4%	-2.1%	+8%~12%
格罗方德	0.1%	-16.5%	5.4%	6.6%	5.2%	-13.4%	6.5%	-2%~0.7%
中芯国际*	3.6%	4.3%	8.6%	14.2%	1.7%	1.8%	-1.7%	5%~7%
华虹半导体*	-19.9%	1.0%	4.0%	10.0%	2.4%	0.3%	4.6%	9.5%~13.1%
毛利率								
台积电*	53.0%	53.1%	53.2%	57.8%	59.0%	58.8%	58.6%	55.5%~57.5%
联电	32.4%	30.9%	35.2%	33.8%	30.4%	26.7%	28.7%	approximately Q2 gross margin subject to FX effect
世界先进	23.0%	24.0%	26.0%	29.0%	28.7%	30.1%	28.0%	25%~27%
格罗方德	29.0%	25.4%	24.2%	23.8%	24.5%	22.4%	24.2%	23.4%~25.4%
中芯国际*	16.4%	13.7%	13.9%	20.5%	22.6%	19.0%	20.4%	18%~20%
华虹半导体*	4.0%	6.4%	10.5%	12.2%	11.4%	9.2%	10.9%	10%~12%
产能利用率								
台积电*	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
联电	66.0%	65.0%	68.0%	71.0%	70.0%	69.0%	76.0%	mid-70%
世界先进	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.	
中芯国际*	76.8%	80.8%	85.2%	90.4%	85.5%	89.6%	92.5%	
华虹半导体*	84.1%	91.7%	97.9%	105.3%	103.2%	102.7%	108.3%	
ASP (USD, 等效8寸)								
台积电*	2949	2768	2961	3129	3495	3481	3595	
联电	1026	937	937	935	901	852	922	持平
世界先进	644	642	668	600	636	593	637	+1%~3%
格罗方德	1315	1320	1273	1267	1253	1143	1164	
中芯国际*	931	907	836	966	1025	933	874	
华虹半导体*	459	426	410	415	423	419	415	

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：代工厂股价涨跌幅



注：非美股为截至8月8日收盘价，美股为截至8月7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 2Q25 业绩回顾

2Q25：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 2Q25 实现收入 22.09 亿美元，环比-1.7%，好于公司此前给出的环比下滑 4%~6% 的指引。毛利率为 20.4%，环比-2.1pct，超过公司指引的 18%~20% 以及彭博一致预期的 19.7%。受新厂“开办开支”大幅增加影响，归母净利润 1.32 亿美元，低于彭博一致预期的 1.67 亿美元。1Q 末发生的厂务问题开始体现到财务数字中，2Q25 公司 ASP 环比下降 6.3%，代表南方等合资 Fab 利润水平的少数股东损益环比 90% 左右下滑。量的层面，公司 2Q25 晶圆出货量环比增长 4.3%，产能利用率环比提升 2.9pct 至 92.5%，带动毛利率表现优于预期。

图表3：中芯国际季度业绩及指引

美元 百万	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2Q25	2Q25	3Q25	3Q25	2Q25E	2Q25
	A	A	A	A	E	E	CON	Guidance	CON	Guidance	(OLD)	Diff.
8寸	372	372	372	372	372	372						
12寸-成熟制程	208	231	242	250	258	266						
12寸-先进制程	20	25	25	25	25	25						
产能总计(千片)	884	948	973	991	1,009	1,027						
环比增长	5.6%	7.2%	2.7%	1.8%	1.8%	1.8%						
稼动率	90.4%	85.5%	89.6%	92.5%	92.5%	92.5%						
收入	2,171	2,207	2,247.20	2,209.07	2,340.71	2,418.56	2,156	2112~2157	2,371	2320~2364	2,139	3.3%
环比增长	14.2%	1.7%	1.8%	-1.7%	6.0%	3.3%	-4.1%	-4%~-6%	10.0%	5%~7%		
晶圆代工收入	2,171	2,207	2,247	2,209	2,341	2,419						
环比增长	14.2%	1.7%	1.8%	-1.7%	6.0%	3.3%						
晶圆单价	966	1,025	933	874	898	909						
同比增长	0.5%	10.1%	2.9%	4.5%	-7.1%	-11.3%						
营业成本	(1,727)	(1,708)	(1,741)	(1,759)	(1,873)	(1,951)						
毛利	444	499	506	450	468	468						
EBITDA	1,157	1,280	1,292	1,129	1,113	1,040						
环比增长	9.6%	10.6%	0.9%	-12.6%	-1.5%	-6.6%						
营业利润	170	214	310	151	100	51						
环比增长	95%	26%	44%	-51%	-34%	-49%						
税前收益	243	355	349	160	144	71						
所得税	(20)	(84)	(26)	(14)	(14)	(7)						
少数股东权益	(74)	(163)	(135)	(14)	(19)	129						
归属母公司净利	149	108	188	132	110	193	167		224		115	15.2%
环比增长	-9.6%	-27.7%	74.8%	-29.5%	-17.0%	75.2%						
比率 (%)												
毛利率	20.5%	22.6%	22.5%	20.4%	20.0%	19.4%	19.7%	18%~20%	21.09%	18%~20%		
EBITDA利润率	53.3%	58.0%	57.5%	51.1%	47.5%	43.0%						
营业利润率	7.8%	9.7%	13.8%	6.8%	4.3%	2.1%						
税前收益率	11.2%	16.1%	15.5%	7.3%	6.1%	2.9%						
净利率	6.9%	4.9%	8.4%	6.0%	4.7%	8.0%						
净资产收益率	2.7%	2.4%	2.9%	2.8%	2.6%	3.0%						
每股净资产	2.54	2.59	2.58	2.61	2.64	2.64						

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

2Q25 业绩说明会要点

1) 营收和毛利率: 2Q25 公司收入 USD2,209mn, 环比-1.7%, 毛利率 20.4%, 环比-2.1 pct。

2) 产能和资本开支: 公司产能持续爬坡。2Q25 末其整体产能达 991kwpm (环比增长 18kwpm), 产能利用率为 92.5% (环比+2.9pct, 同比+7.3pct)。2Q25 资本支出为 USD1,885mn, 公司维持全年资本开支指引不变, 即与 2024 年基本持平。

3) 分板块业绩情况:

2Q25 中芯国际 8 英寸营收占晶圆总营收的 23.9%, 12 英寸营收占晶圆总营收的 76.1% (同比+2.5pct, 环比-2.0pct)。

按应用划分, 公司 2Q25 工业和汽车/互联网可穿戴/消费电子/电脑和平板/智能手机营收占总营收的 10.6%/8.2%/41.0%/15.0%/25.2%。多类型车规芯片出货量保持良好势头, 2Q 实现 20% 环比增长。

按销售地域划分, 公司 2Q25 中国地区营收占比为 84.1%, 欧亚地区 3.0%, 美国 12.9%。

3Q25 与 2025 年展望

1) 营收和毛利率: 展望 Q3, 公司指引收入环比增长 5-7%, 低于彭博一致预期的 10%; 指引 3Q25 毛利率 18-20% (中位数环比-1.4pct), 低于彭博一致预期的 21.1%。

2) 终端市场需求: 下游加急备货补库存持续到 3Q, 整体产能仍处于供不应求状态。4Q 作为行业传统淡季, 客户急单及提拉出货的节奏可能边际趋缓。分下游看: 1) 手机/PC 领域, 客户市场份额提升与结构变化推动公司出货增长; 2) 汽车行业国产替代周期长, 模拟电源、CIS 等多个品类需求起量, 预计全年稳步提升, 公司中长期目标将汽车收入占比从当前的 5-6% 提升至 10%。3) 网络通信相关 (Ethernet、Wi-Fi、蓝牙) 订单增长迅速, 预计未来可实现更大程度的海外替代, 带动持续订单流入。

盈利预测调整

考虑下半年需求情况乐观, 上调 2025/2026/2027 年营收预测 2.2%/1.3%/1.2% 至 92.2/113.5/133.1 亿美元, 上调 2025/2026/2027 年归母净利润预测 18.7%/10.4%/11.6% 至 6.2/7.6/9.6 亿美元。对于 A 股报表, 预计 2025/2026/2027 年收入为 663.5/817.2/958.0 亿人民币。

图表4：中芯国际业绩预测调整

美元 百万	2022	2023	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
	A	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	(OLD)	(OLD)	(OLD)	Diff.	Diff.	Diff.
8寸	320	360	372	372	372	372						
12寸-成熟制程	160	178	231	282	333	408						
12寸-先进制程	15	20	25	25	30	35						
产能总计(千片)	714	806	948	1,062	1,188	1,368						
同比增长	15%	13%	18%	12%	12%	15%						
稼动率	92%	75%	78%	91%	93%	94%						
收入	7,273	6,322	8,030	9,216	11,350	13,306	9,016	11,201	13,146	2.2%	1.3%	1.2%
同比增长	34%	-13%	27%	15%	23%	17%						
晶圆代工收入	7,273	6,322	8,030	9,216	11,350	13,306						
同比增长	34%	-13%	27%	15%	23%	17%						
晶圆单价	949	988	933	798	865	891	825	885	925	-3.2%	-2.2%	-3.6%
同比增长	28.5%	4.1%	-5.5%	-14.5%	8.4%	3.0%						
营业成本	(4,512)	(5,104)	(6,582)	(7,324)	(8,722)	(9,999)						
	(1,633)	(2,124)	(2,807)	(3,131)	(3,558)	(3,946)						
	(2,878)	(2,980)	(3,775)	(4,193)	(5,164)	(6,053)						
毛利	2,762	1,218	1,448	1,891	2,629	3,307						
EBITDA	4,262	3,328	3,834	4,182	5,085	5,856						
同比增长	18%	-22%	15%	9%	22%	15%						
营业利润	1,836	358	474	611	954	1,275						
同比增长	32%	-81%	32%	29%	56%	34%						
税前收益	2,214	1,187	860	866	1,209	1,529						
所得税	(16)	(63)	(130)	(61)	(85)	(108)						
少数股东权益	(380)	(222)	(237)	(182)	(365)	(462)						
归属母公司净利	1,818	903	493	623	758	960	525	687	860	18.7%	10.4%	11.6%
同比增长	7%	-50%	-45%	26%	22%	27%						
比率 (%)												
毛利率	38.0%	19.3%	18.0%	20.5%	23.2%	24.9%	18.4%	20.8%	22.6%	2.1	2.4	2.3
EBITDA利润率	58.6%	52.6%	47.7%	45.4%	44.8%	44.0%						
营业利润率	25.2%	5.7%	5.9%	6.6%	8.4%	9.6%						
税前收益率	30.4%	18.8%	10.7%	9.4%	10.6%	11.5%						
净利率	25.0%	14.3%	6.1%	6.8%	6.7%	7.2%						
净资产收益率	9.5%	4.5%	2.4%	2.9%	3.4%	4.2%						

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。

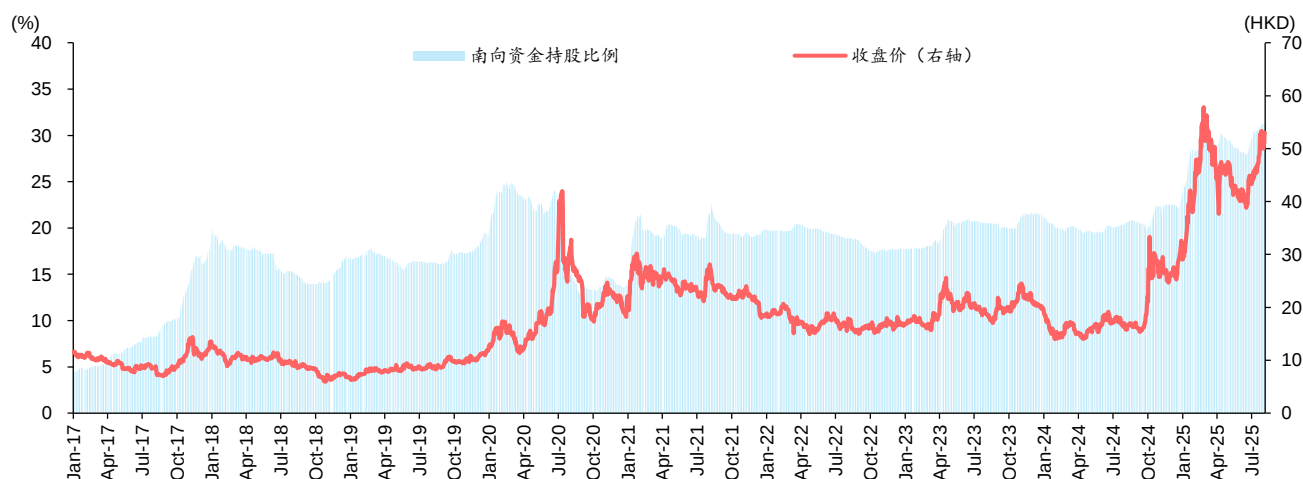
如下图所示，中芯国际 H 股的交易价格对应 0.7-2.7 倍 1 年期远期 PB（通过使用 IPO 后的股票进行标准化）。中芯国际在 2020 年 4 月上调 2Q20 指引后，公司股价持续上涨，并且投资者对 A 股 IPO 定价溢价的预期甚至导致 2020 年 6 月 H 股股价快速上涨（超过 4 倍投前 PB）。然而，2020 年 11 月中芯国际被美国商务部列入实体清单，公司在产能扩张方面面临不确定性，引发市场担忧，导致股价大幅下调。

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。考虑到产能爬坡稀释利润率，我们给予 H 股估值 3.0x 2025EPB，维持港股目标价 HKD63，基于 2025 BVPS 2.675 美元（汇率：美元/港币=7.85）。基于 A 股对 H 股溢价 104%（年初以来 AH 溢价率均值），我们给予 A 股目标价人民币 118.3 元（前值：119 元）。

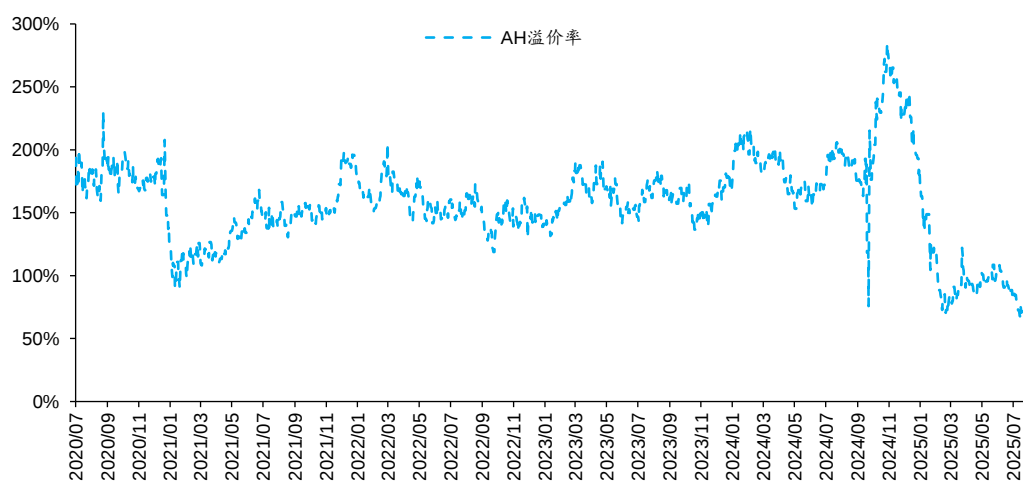
图表7：可比公司估值表

股票	公司	交易币种	财报币种	股价	市值 (USDmn)	PE (x)		PB (x)	
						2025E	2026E	2025E	2026E
2330 TT	台积电	TWD	TWD	1175.00	1,258,359.95	19.92	17.58	8.35	7.24
2303 TT	联电	TWD	TWD	40.50	15,640.24	14.23	11.90	2.19	2.08
5347 TT	世界先进	TWD	TWD	94.30	5,947.79	21.70	21.47	3.65	3.40
TSEM US	高塔半导体	USD	USD	48.84	5,458.19	22.51	18.04	3.50	3.13
GFS US	格罗方德	USD	USD	32.28	17,914.48	19.96	16.11	2.64	2.45
1347 HK	华虹半导体	HKD	USD	44.00	11,107.43	113.86	49.67	4.71	3.88
均值						35.36	22.46	4.17	3.70
中位数						20.83	17.81	3.58	3.27

注：非美股数据截至 2025 年 8 月 8 日收盘，美股数据截至 2025 年 8 月 7 日收盘；可比公司预测数据来自 Factset 一致预期。美元港币汇率按 7.85 计，港币人民币汇率按 0.92 计；A/H 溢价率=A 股价格*汇率/港股价格-1

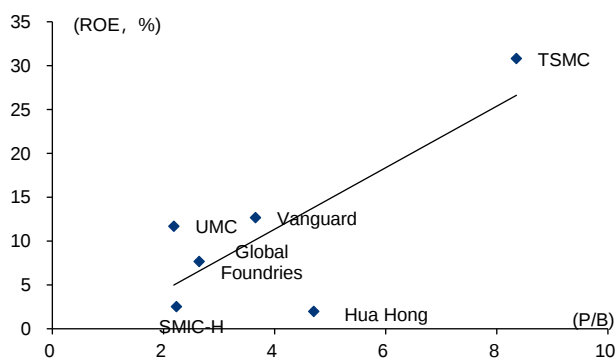
资料来源：Factset，华泰研究

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

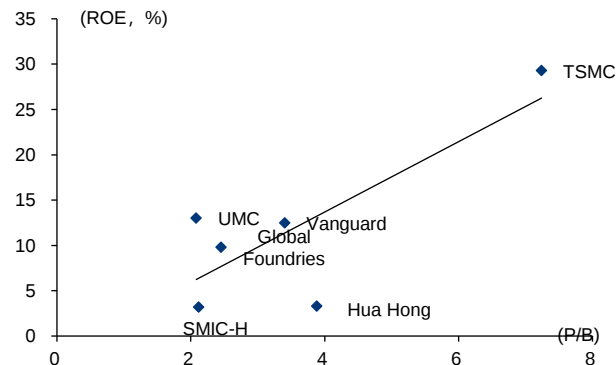
图表9：代工厂：PB vs ROE (2025E)



注：PB 和 ROE 为 2025E 预测，预测数据来自 Factset 一致预期，截至 8 月 8 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，预测数据来自 Factset 一致预期，截至 8 月 8 日收盘

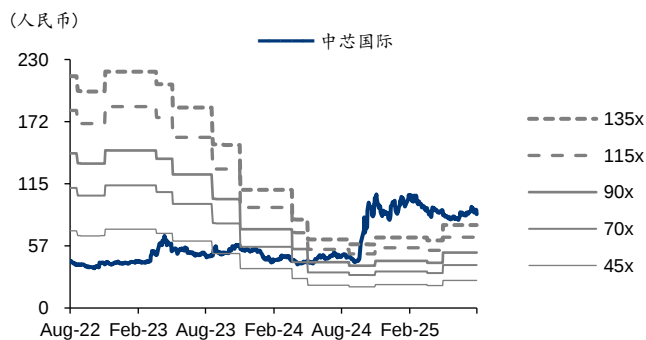
资料来源：公司财报，彭博，华泰研究

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。

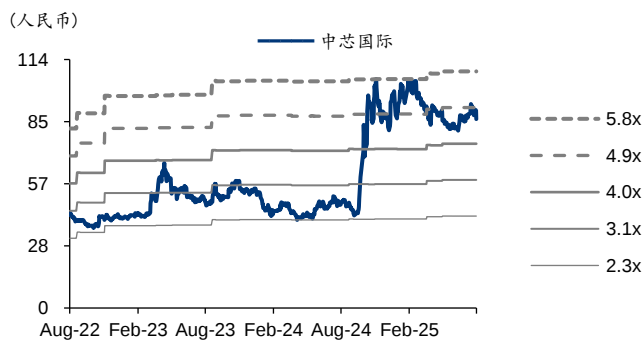
2) 成熟制程工艺（8 英寸和 12 英寸）的扩产速度不及我们的预期。美国的技术出口限制可能导致中芯国际 8 英寸和 12 英寸成熟制程的产能扩张不及我们的预期。

图表11: 中芯国际 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表12: 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	109,792	116,032	121,738
现金	51,235	45,748	16,182	15,493	7,826
应收账款	3,501	6,091	14,400	18,000	21,600
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	23,702	28,249	31,559
其他流动资产	21,547	32,602	54,945	53,726	60,190
非流动资产	241,889	247,119	275,764	299,977	320,944
长期投资	14,484	9,081	10,133	11,023	11,793
固定投资	92,432	201,937	230,508	254,722	275,688
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	31,990	31,100	30,329
资产总计	338,463	353,391	385,556	416,009	442,682
流动负债	52,614	62,968	76,276	96,188	115,552
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	69,445	89,056	108,121
非流动负债	67,379	61,331	76,266	83,459	90,558
长期借款	59,032	57,781	65,075	72,275	53,050
其他非流动负债	8,347	3,549	11,191	11,184	37,508
负债合计	119,993	124,299	152,542	179,646	206,110
少数股东权益	75,994	80,912	79,222	76,842	73,861
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	153,792	159,521	162,711
负债和股东权益	338,463	353,391	385,556	416,009	442,682

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	23,575	26,736	49,920
净利润	6,396	3,542	4,487	5,461	6,909
折旧摊销	18,860	23,169	25,034	26,186	19,022
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	(5,073)	(8,148)	(6,910)
其他经营现金	(3,361)	(8,268)	(1,081)	3,160	30,603
投资活动现金	(41,701)	(32,480)	(54,907)	(37,053)	(36,803)
资本支出	(53,828)	(54,924)	(52,747)	(36,000)	(36,000)
长期投资	0.00	0.00	(18.33)	(95.00)	(6.11)
其他投资现金	12,127	22,444	(2,142)	(958.00)	(797.14)
筹资活动现金	15,728	11,561	10,244	9,628	(20,783)
短期借款	(1,122)	54,879	(54,445)	300.00	300.00
长期借款	12,242	(1,250)	7,293	7,200	(19,224)
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)	59,058	1,386	(1,919)
现金净增加额	(4,263)	1,072	(21,089)	(689.21)	(7,667)

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	66,352	81,722	95,802
营业成本	(35,346)	(47,314)	(52,733)	(62,795)	(71,994)
营业税金及附加	(222.66)	(284.39)	(326.49)	(402.12)	(471.41)
营业费用	(254.06)	(290.00)	(266.58)	(287.47)	(308.26)
管理费用	(3,153)	(4,205)	(4,761)	(5,782)	(6,683)
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	6,235	8,703	11,012
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	6,235	8,703	11,012
所得税	(444.27)	(942.50)	72.32	(862.15)	(1,121)
净利润	6,396	3,699	4,234	5,130	6,495
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	4,487	5,461	6,909
EBITDA	23,802	27,568	30,501	35,063	28,633
EPS (人民币, 基本)	0.61	0.43	0.56	0.68	0.87

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	14.80	23.16	17.23
营业利润	(80.52)	32.47	(1.01)	39.59	26.53
归属母公司净利润	(50.35)	(45.40)	21.32	21.70	26.53
获利能力 (%)					
毛利率	19.26	18.03	20.52	23.16	24.85
净利率	14.28	6.14	6.76	6.68	7.21
ROE	4.60	2.42	2.97	3.49	4.29
ROIC	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.45	35.17	39.56	43.18	46.56
净负债比率 (%)	19.56	25.25	49.73	54.24	47.40
流动比率	1.79	1.69	1.44	1.21	1.05
速动比率	1.43	1.35	1.13	0.91	0.78
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	5.42	5.04	4.84
应付账款周转率	1.77	2.03	2.54	2.91	3.33
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.46	0.56	0.68	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	3.03	2.86	2.95	3.35	6.25
每股净资产(最新摊薄)	18.14	18.58	19.26	19.97	20.37
估值比率					
PE (倍)	143.50	187.12	154.24	126.74	100.17
PB (倍)	4.78	4.66	4.50	4.34	4.25
EV EBITDA (倍)	22.84	21.02	20.29	18.00	22.42

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或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（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）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券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。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。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）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。

华泰证券力求报告内容客观、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，华泰证券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。华泰证券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。

华泰证券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，华泰证券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。

华泰证券的销售人员、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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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证券及/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证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，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）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、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。华泰证券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华泰证券的商标、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或其关联机构制作，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证券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，经营许可证编号为：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

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司