

中芯国际(688981)

报告日期: 2025年08月21日

# 国产算力核心引擎, 先进工艺蓄势待发

## ——中芯国际推荐报告

### 投资要点

#### □ 一句话逻辑

公司是国内晶圆代工龙头企业, 国产 AI 芯片需求爆发+端侧芯片本土化趋势有望驱动公司业绩成长超预期。

#### □ 超预期逻辑

##### 市场担心

(1) 需求端: 考虑到国内 AI 服务器需求量级为数十万到百万级, 同时市场对于 AI 终端产品的放量节奏相对保守, 因此市场普遍认为 AI 对国内先进工艺晶圆消耗量的拉动弹性有限。此外, 从成熟工艺节点来看, 市场对成熟工艺景气度持续性有所担忧, 导致公司业绩增长持续性、弹性有限。

(2) 供给端: 海外持续的出口管制对本土晶圆厂在先进工艺设备材料采购端产生了持续阻碍, 市场普遍认为先进工艺扩产遇到了较大困难, 导致公司在产能供给端增长陷入瓶颈。另一方面, 国内先进工艺扩产呈现出多点开花的趋势, 也会加剧市场对于竞争格局的担忧。

##### 我们认为

(1) 需求端来看, 除 AI 云服务器行业成长本身带来的 AI 芯片需求成长外, 国内云厂对 AI 芯片国产化率的诉求也在提升, 为本土 AI 芯片需求带来了共振。端侧市场来看, 资本市场对传统消费电子出货预期增速较为保守, 若特定品牌后续预期拐点向上, 对先进工艺晶圆消耗量也有望带来弹性。

(2) 供给端来看, 部分国内半导体设备正以更适应国内工艺路线的模式进行定制化开发, 晶圆代工良率提升节奏有望超预期。竞争格局方面, 我们认为晶圆代工行业长期来看马太效应显著, 国内市场长期也有望呈现类似态势, 公司作为 AI 芯片的“铲子股”, 有望持续扩产以承接 AI 芯片行业爆发以及晶圆代工本土化的需求, 优享先进工艺本土化的红利。

#### □ 驱动因素:

- (1) 云侧、端侧 AI 芯片需求爆发为先进工艺扩产带来广阔需求。
- (2) 客户“China for China”战略助力国内成熟晶圆代工份额持续提升。
- (3) 先进工艺晶圆代工扩产提速+关键节点良率显著提升。

#### □ 检验与催化剂

检验指标: 国产 AI 芯片出货节奏; 业绩落地与指引差异情况;

催化剂: 关键产线设备下单; 关键制程良率突破; IC 设计流片本土化加速。

#### □ 研究价值

供给角度来看, 市场对于国内先进工艺供给情况了解有限, 需求端角度来看, 市场普遍认知当前短期内国内先进工艺代工需求有限, 认为云端 AI 爆发对先进工艺晶圆的需求弹性有限, 但忽略了端侧 AI 需求潜在爆发以及芯片本土化流片比例提升的可能性, 特定催化下公司成长天花板有望进一步打开。

#### □ 盈利预测与估值

公司为国内晶圆代工龙头企业, 在 AI 行业云侧端侧的需求持续成长以及客户流片本土化的大趋势下, 我们认为公司有望迎来收入、盈利弹性逐步释放的发展新阶段, 预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为: 53.52 亿、63.70 亿、74.56 亿, 同比增长 44.7%、19.0%、17.0%, 基于 2025 年 8 月 21 日收盘价计算 PB 为 4.5、4.3、4.1 倍, PE 为 135.8、114.1、97.5 倍, 维持买入评级。

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 王凌涛

执业证书号: S1230523120008

wanglingtao@stocke.com.cn

分析师: 厉秋迪

执业证书号: S1230523020001

liqiudi@stocke.com.cn

分析师: 童非

执业证书号: S1230524050005

tongfei01@stocke.com.cn

分析师: 陈诗含

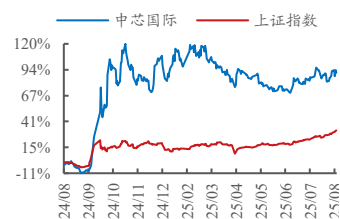
执业证书号: S1230525080003

chenshihan@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥91.05
总市值(百万元)	727,154.69
总股本(百万股)	7,986.32

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《中国晶圆代工龙头乘 AI 之势持续成长》 2025.07.24
- 2 《触底回升, 迎接新一轮增长周期》 2023.05.12
- 3 《风雨征程二十载, 回顾 SMIC 成长史》 2023.05.10

**□ 风险提示**

政策不及预期风险；下游需求不及预期风险；产品研发导入进展不及预期风险等。

**财务摘要**

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	57,796	67,573	78,360	89,721
(+/-) (%)	27.7%	16.9%	16.0%	14.5%
归母净利润	3,699	5,352	6,370	7,456
(+/-) (%)	-23.3%	44.7%	19.0%	17.0%
每股收益(元)	0.46	0.67	0.80	0.93
P/E	196.59	135.84	114.14	97.52

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	106,279	115,587	116,721	123,894
现金	48,029	58,062	52,442	52,845
交易性金融资产	1,957	2,032	1,836	1,942
应收账款	3,288	5,687	6,787	8,712
其它应收款	239	377	346	422
预付账款	405	801	718	925
存货	21,267	25,661	30,044	32,845
其他	31,093	22,967	24,548	26,203
<b>非流动资产</b>	247,137	268,487	280,157	290,650
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	9,004	12,289	11,926	11,073
固定资产	113,545	128,129	143,582	159,405
无形资产	3,225	3,082	2,802	2,540
在建工程	88,275	81,896	78,247	77,706
其他	33,086	43,090	43,601	39,926
<b>资产总计</b>	353,415	384,073	396,878	414,544
<b>流动负债</b>	61,544	71,365	73,444	79,825
短期借款	1,070	11,111	5,751	7,118
应付款项	5,658	6,993	7,932	8,787
预收账款	33	79	52	72
其他	54,784	53,181	59,709	63,849
<b>非流动负债</b>	62,763	68,645	70,680	71,696
长期借款	57,785	61,285	63,785	65,285
其他	4,978	7,360	6,895	6,411
<b>负债合计</b>	124,308	140,010	144,124	151,522
少数股东权益	80,917	82,637	84,957	87,770
归属母公司股东权益	148,191	161,426	167,797	175,253
<b>负债和股东权益</b>	353,415	384,073	396,878	414,544

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	22,659	7,654	16,344	21,232
净利润	5,373	7,073	8,690	10,269
折旧摊销	22,929	8,055	9,448	10,969
财务费用	(1,833)	(929)	(411)	(434)
投资损失	(1,100)	(727)	(692)	(840)
营运资金变动	(4,680)	9,429	5,078	1,294
其它	1,969	(15,246)	(5,768)	(27)
<b>投资活动现金流</b>	(30,669)	(9,910)	(21,332)	(26,274)
资本支出	(32,385)	(16,000)	(21,000)	(26,000)
长期投资	5,480	(3,285)	363	853
其他	(3,764)	9,375	(696)	(1,126)
<b>筹资活动现金流</b>	9,999	12,289	(632)	5,444
短期借款	(2,327)	10,041	(5,361)	1,368
长期借款	(1,246)	3,500	2,500	1,500
其他	13,572	(1,252)	2,229	2,576
<b>现金净增加额</b>	1,988	10,033	(5,620)	402

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	57,796	67,573	78,360	89,721
营业成本	47,051	53,612	60,945	69,216
营业税金及附加	276	342	386	441
营业费用	282	304	321	359
管理费用	3,835	3,919	4,310	4,755
研发费用	5,447	5,541	6,112	6,819
财务费用	(1,833)	(929)	(411)	(434)
资产减值损失	(525)	(614)	(712)	(815)
公允价值变动损益	4	151	171	109
投资净收益	1,100	727	692	840
其他经营收益	2,983	2,585	2,757	2,775
<b>营业利润</b>	6,299	7,634	9,604	11,473
营业外收支	(7)	(7)	(7)	(7)
<b>利润总额</b>	6,292	7,627	9,598	11,466
所得税	919	555	908	1,198
<b>净利润</b>	5,373	7,073	8,690	10,269
少数股东损益	1,674	1,720	2,320	2,813
<b>归属母公司净利润</b>	3,699	5,352	6,370	7,456
EBITDA	27,452	14,733	18,614	21,982
EPS (最新摊薄)	0.46	0.67	0.80	0.93

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	27.7%	16.9%	16.0%	14.5%
营业利润	-8.8%	21.2%	25.8%	19.5%
归属母公司净利润	-23.3%	44.7%	19.0%	17.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	18.6%	20.7%	22.2%	22.9%
净利率	9.3%	10.5%	11.1%	11.4%
ROE	1.7%	2.3%	2.6%	2.9%
ROIC	1.7%	2.5%	3.3%	3.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	35.2%	36.5%	36.3%	36.6%
净负债比率	67.0%	60.0%	57.9%	58.8%
流动比率	1.73	1.62	1.59	1.55
速动比率	1.38	1.26	1.18	1.14
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.17	0.18	0.20	0.22
应收账款周转率	17.99	18.65	17.79	18.08
应付账款周转率	8.88	8.48	8.17	8.28
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.46	0.67	0.80	0.93
每股经营现金	2.84	0.96	2.05	2.66
每股净资产	654.70	20.21	21.01	21.95
<b>估值比率</b>				
P/E	196.59	135.84	114.14	97.52
P/B	4.88	4.50	4.33	4.15
EV/EBITDA	17.45	56.61	45.21	38.65

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>