



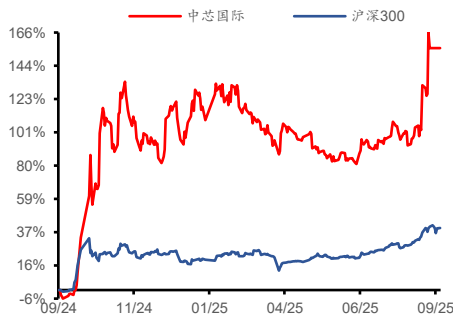
买入（维持）

行业：通信
日期：2025年09月09日
分析师：刘京昭
E-mail: liujingzhao@shzq.com
SAC 编号：S0870523040005

基本数据

最新收盘价（元）	114.76
12mth A 股价格区间（元）	42.40-119.22
总股本（百万股）	7,987.25
无限售 A 股/总股本	24.89%
流通市值（亿元）	9,166.17

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

中芯业绩稳步增长，长期成长逻辑坚实

——中芯国际 2025 年半年报点评

■ 投资摘要

事件概述

2025年8月29日，中芯国际发布2025年半年报。半年报数据显示，公司上半年实现营业收入323.48亿元，同比增长23.1%；实现归母净利润23.01亿元，同比增长39.8%。同日中芯国际发布公告称，拟以发行A股的方式收购控股子公司中芯北方的少数股权，公司股票开启停牌阶段。

核心观点

端侧 AI 与换机周期共促需求扩容，公司产能利用率持续领先。我们认为，公司上半年业绩的稳步扩张系供应/需求双层面的推动所致：**需求方面**，上半年受美国关税政策、地缘政治冲突及新兴市场持续复苏等多重因素影响，智能手机市场整体呈现稳中有升态势；同时，PC 市场迎来换机周期，叠加消费电子与智能穿戴设备在端侧 AI 应用推动下的需求增长，晶圆代工行业整体需求持续扩容。**供给方面**，公司于上半年新增近 2 万片 12 英寸标准逻辑月产能，产能利用率维持行业领先水平，并继续稳居全球纯晶圆代工企业第二位。

三费费用率整体下降，利润水平稳步提升。费用方面，25 年 H1 旭创销售、管理、研发三费费用率分别达 0.54%、7.06%、7.34%，其中研发费用率较上期大幅减少 2.64 个百分点；绝对值来看，三费费用出现分化走势，销售/管理费用分别同比增长 31.27%/24.24%，而研发费用同比下降 9.38%。**利润率方面**，三费费用率水平的整体下降对公司利润端改善做出了一定贡献，公司营业利润/净利润率于 25 年 H1 分别达到 11.24%/10.41%，较上年同期分别增加约 4.30/4.16 个百分点。

收购方案加速推进，长期看好中芯成长。我们认为，先进制程仍是全球半导体巨头竞争的战略要地，而成熟制程则是当前贡献稳定收入的重要盈利基石。我们认为，对中芯国际而言，其核心竞争力体现在能否持续保障现有产品产能的稳定供应，并逐步实现向高端技术节点的迭代与升级。我们认为，此次收购不仅有助于进一步提升公司的整体产能水平，也将对其产品结构优化与技术延伸产生积极推动作用。

■ 投资建议

公司是全球领先的晶圆代工厂商，有望依靠产能扩容&产品升级开辟新一轮成长主线。我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 705.11、789.72、908.18 亿元，实现归母净利润 50.96、61.21、71.95 亿元，同比增长 37.78%、20.12%、17.53%，对应 PE 为 179.86/149.74/127.41 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

AI 大模型商用化不及预期；北美云厂商投资不及预期；宏观经济不及预期等。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	57796	70511	78972	90818
年增长率	27.7%	22.0%	12.0%	15.0%
归母净利润	3699	5096	6121	7195
年增长率	-23.3%	37.8%	20.1%	17.5%
每股收益（元）	0.46	0.64	0.77	0.90
市盈率（X）	247.82	179.86	149.74	127.41
市净率（X）	6.19	5.65	5.48	5.28

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025 年 09 月 08 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	48029	47046	33262	21628
应收票据及应收账款	3288	5915	6000	6561
存货	21267	26834	30606	32850
其他流动资产	33694	38310	40121	42057
流动资产合计	106279	118105	109989	103097
长期股权投资	9004	10004	11004	12004
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	113545	126800	135294	143275
在建工程	88275	99547	110819	122091
无形资产	3225	2833	2192	1561
其他非流动资产	33086	26151	27075	27526
非流动资产合计	247137	265336	286384	306458
资产总计	353415	383440	396373	409555
短期借款	1070	1270	770	270
应付票据及应付账款	5658	7449	8344	9189
合同负债	8609	17723	19078	19432
其他流动负债	46207	48967	51649	54073
流动负债合计	61544	75410	79842	82965
长期借款	57785	58785	59785	60785
应付债券	0	100	200	300
其他非流动负债	4978	4419	4469	4519
非流动负债合计	62763	63305	64455	65605
负债合计	124308	138715	144297	148570
股本	226	226	226	226
资本公积	102906	102906	102906	102906
留存收益	39449	53311	58433	64627
归属母公司股东权益	148191	162171	167292	173487
少数股东权益	80917	82555	84784	87498
股东权益合计	229108	244725	252076	260985
负债和股东权益合计	353415	383440	396373	409555

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	22659	46998	39129	43768
净利润	5373	6734	8351	9909
折旧摊销	23156	25672	29023	32871
营运资金变动	-4129	12418	-584	-925
其他	-1742	2174	2339	1913
投资活动现金流量	-30669	-45678	-49806	-52221
资本支出	-54347	-49616	-48242	-51441
投资变动	21401	-2642	-2572	-2161
其他	2277	6580	1009	1380
筹资活动现金流量	9999	-11068	-2107	-2180
债权融资	10986	-7750	851	811
股权融资	2384	0	0	0
其他	-3372	-3319	-2959	-2991
现金净流量	1732	-10749	-13784	-11634

利润表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	57796	70511	78972	90818
营业成本	47051	57105	64114	72387
营业税金及附加	276	357	389	447
销售费用	282	354	408	456
管理费用	3835	4583	4738	5449
研发费用	5447	5993	5923	6357
财务费用	-1833	-976	-859	276
资产减值损失	-524	-508	-492	-486
投资收益	1100	972	1009	1380
公允价值变动损益	4	5	5	5
营业利润	6299	7287	9255	11086
营业外收支净额	-7	-25	-32	-21
利润总额	6292	7262	9223	11064
所得税	919	528	872	1156
净利润	5373	6734	8351	9909
少数股东损益	1674	1638	2229	2714
归属母公司股东净利润	3699	5096	6121	7195

主要指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	18.6%	19.0%	18.8%	20.3%
净利率	6.4%	7.2%	7.8%	7.9%
净资产收益率	2.5%	3.1%	3.7%	4.1%
资产回报率	1.6%	1.8%	2.1%	2.5%
投资回报率	0.9%	1.8%	2.3%	3.0%
成长能力指标				
营业收入增长率	27.7%	22.0%	12.0%	15.0%
EBIT 增长率	28.2%	94.1%	33.1%	35.6%
归母净利润增长率	-23.3%	37.8%	20.1%	17.5%
每股指标 (元)				
每股收益	0.46	0.64	0.77	0.90
每股净资产	18.55	20.30	20.94	21.72
每股经营现金流	2.84	5.88	4.90	5.48
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力指标				
总资产周转率	0.17	0.19	0.20	0.23
应收账款周转率	17.99	17.17	14.86	16.23
存货周转率	2.32	2.37	2.23	2.28
偿债能力指标				
资产负债率	35.2%	36.2%	36.4%	36.3%
流动比率	1.73	1.57	1.38	1.24
速动比率	0.88	0.75	0.55	0.41
估值指标				
P/E	247.82	179.86	149.74	127.41
P/B	6.19	5.65	5.48	5.28
EV/EBITDA	29.93	29.57	25.66	21.98

请务必阅读尾页重要声明

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断