

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)	128.92
总股本/流通股本(亿股)	79.99 / 20.00
总市值/流通市值(亿元)	10,313 / 2,578
52周内最高/最低价	128.92 / 44.77
资产负债率(%)	35.2%
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

中芯国际(688981)

拟收购中芯北方少数股权，盈利能力逐步增强

● 投资要点

拟收购中芯北方少数股权，盈利能力逐步增强。公司拟向国家集成电路基金、集成电路投资中心、亦庄国投、中关村发展、北京工投发行股份购买其所持有的中芯北方 49.00% 股权。本次交易完成后，公司将持有中芯北方 100.00% 的股权，中芯北方将成为公司的全资子公司。中芯北方多年来长期专注于集成电路工艺技术的开发，向全球客户提供 12 英寸晶圆代工与技术服务，应用于不同工艺技术平台，具备逻辑电路、低功耗逻辑电路、高压驱动、嵌入式非挥发性存储、混合信号/射频、图像传感器等等多个工艺平台的量产能力，可为客户提供智能手机、电脑与平板、消费电子、互联与可穿戴、工业与汽车等不同领域集成电路晶圆代工及配套服务。通过长期与境内外知名客户的合作，形成了明显的品牌效应，获得了良好的行业认知度。中芯北方成立于 2013 年 7 月，其运营的 12 英寸成熟制程产线于 2016 年年中投产，折旧高峰已过。截至 2024 年末，中芯北方的净资产为 407.58 亿元，2024 年实现营收 129.79 亿元，归母净利润 16.82 亿元。公司与中芯北方在工艺技术、客户网络、供应链、核心技术及产能布局等方面具备协同效应，本次交易有利于进一步提高公司资产质量、增强业务协同性。

Local for local 需求提升，每年 5 万片 12 英寸月产能扩充满足全球。公司第二季度美国区、欧亚区的产值增加，一部分是来自于在中国有市场份额，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，2025H1 资本开支合计 33.01 亿美元。

● 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，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	50097.49	58621.95
归属母公司净利润（百万元）	3698.67	5127.41	6157.49	7403.19
增长率(%)	-23.31	38.63	20.09	20.23
EPS（元/股）	0.46	0.64	0.77	0.93
市净率（P/B）	6.94	6.68	6.42	6.14
EV/EBITDA	29.93	25.62	21.33	18.09

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

.1 相对估值

公司是世界领先的集成电路晶圆代工企业之一，也是中国大陆集成电路制造业领导者，拥有领先的工艺制造能力、产能优势、服务配套，向全球客户提供 8 英寸和 12 英寸晶圆代工与技术服务。除集成电路晶圆代工外，公司亦致力于打造平台式的生态服务模式，为客户提供设计服务与 IP 支持、光掩模制造等一站式配套服务，并促进集成电路产业链的上下游协同，与产业链中各环节的合作伙伴一同为客户提供全方位的集成电路解决方案。

我们选取美股台积电进行相对估值分析，其 2025Q2 财报 PB 为 9.01x。受益于主要智能手机客户进入爬坡周期，AI GPU、笔记本电脑和 PC 的强劲出货，2025Q2 台积电晶圆出货量和平均售价进一步提升，2025Q2 收入环比增长 18.5%至 302.4 亿美元，同时预计未来 AI 芯片将加速推动其最新一代先进制程收入的增长。

公司作为全球第三大、中国大陆第一大晶圆代工企业，与行业第二名三星的差距逐渐缩小，同时在先进制程布局方面持续突破：一方面，受益于下游模拟等需求强劲驱动以及 local for local 需求提升，公司产能利用率维持在较高水平；同时公司拟收购中芯北方少数股权进一步增强业务协同性，强化盈利能力。另一方面，公司凭借领先的先进制程技术实力，成为国内晶圆代工行业整体水平领先的厂商，在当前国内高端芯片供给紧缺的市场环境下，其技术与产能布局形成了显著的稀缺性。展望未来，随着人工智能领域对算力需求的爆发式增长，高端芯片的市场需求将持续攀升，叠加 local for local 因素，公司在先进制程领域的产能规模优势与工艺研发领先性，将进一步巩固其行业地位，公司的竞争优势与估值支撑力有望进一步强化，维持“买入”评级。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	57796	67710	77908	89633	营业收入	27.7%	17.2%	15.1%	15.1%
营业成本	47051	53507	60424	68237	营业利润	-8.8%	25.1%	24.0%	21.4%
税金及附加	276	325	374	430	归属于母公司净利润	-23.3%	38.6%	20.1%	20.2%
销售费用	282	352	390	439	获利能力				
管理费用	3835	4401	5025	5737	毛利率	18.6%	21.0%	22.4%	23.9%
研发费用	5447	5958	6700	7753	净利率	6.4%	7.6%	7.9%	8.3%
财务费用	-1833	-1667	-1534	-1396	ROE	2.5%	3.3%	3.8%	4.4%
资产减值损失	-524	-522	-622	-802	ROIC	0.9%	1.7%	2.2%	2.7%
营业利润	6299	7881	9769	11857	偿债能力				
营业外收入	17	17	18	19	资产负债率	35.2%	36.0%	35.2%	36.1%
营业外支出	23	20	20	20	流动比率	1.73	1.50	1.42	1.39
利润总额	6292	7878	9767	11856	营运能力				
所得税	919	1103	1367	1660	应收账款周转率	17.99	18.68	17.75	18.16
净利润	5373	6775	8400	10196	存货周转率	2.32	2.25	2.24	2.31
归母净利润	3699	5127	6157	7403	总资产周转率	0.17	0.19	0.21	0.23
每股收益(元)	0.46	0.64	0.77	0.93	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.46	0.64	0.77	0.93
货币资金	48029	42791	35902	43877	每股净资产	18.53	19.24	20.01	20.94
交易性金融资产	1957	817	817	817	估值比率				
应收票据及应收账款	3288	4871	5011	6101	PE	277.93	200.49	166.95	138.86
预付款项	405	800	712	912	PB	6.94	6.68	6.42	6.14
存货	21267	26240	27626	31366	现金流量表				
流动资产合计	106279	108227	102827	115871	净利润	5373	6775	8400	10196
固定资产	113545	158961	189031	207272	折旧和摊销	23156	35225	41864	48162
在建工程	88275	63879	48021	37714	营运资本变动	-4129	8895	-1745	4845
无形资产	3225	3167	3100	3022	其他	-1742	2212	2435	2475
非流动资产合计	247137	261207	275375	283246	经营活动现金流净额	22659	53108	50954	65678
资产总计	353415	369434	378202	399118	资本开支	-54347	-55848	-55909	-55839
短期借款	1070	4570	4570	4570	其他	23678	6763	467	538
应付票据及应付账款	5658	6956	7560	8704	投资活动现金流净额	-30669	-49085	-55441	-55301
其他流动负债	54816	60476	60240	69815	股权融资	2384	0	0	0
流动负债合计	61544	72002	72371	83090	债务融资	10986	-6982	0	0
其他	62763	60929	60929	60929	其他	-3372	-2781	-2402	-2402
非流动负债合计	62763	60929	60929	60929	筹资活动现金流净额	9999	-9764	-2402	-2402
负债合计	124308	132931	133299	144019	现金及现金等价物净增加额	1732	-5238	-6889	7975
股本	226	226	226	226					
资本公积金	102906	102906	102906	102906					
未分配利润	39449	44310	49543	55836					
少数股东权益	80917	82565	84807	87600					
其他	5609	6496	7420	8530					
所有者权益合计	229108	236503	244903	255099					
负债和所有者权益总计	353415	369434	378202	399118					

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