

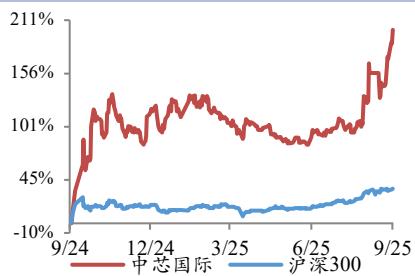
# 产能及产能利用率双增长，晶圆本土化持续受益

**投资评级：增持（维持）**

报告日期：2025-09-24

收盘价（元）	134.98
近 12 个月最高/最低（元）	137.98/44.77
总股本（百万股）	7,999
流通股本（百万股）	2,000
流通股比例（%）	25.00
总市值（亿元）	10,797
流通市值（亿元）	2,699

## 公司价格与沪深 300 走势比较


**分析师：陈耀波**

执业证书号: S0010523060001

邮箱: chenyabo@hazq.com

**分析师：李美贤**

执业证书号: S0010524020002

邮箱: limeixian@hazq.com

## 主要观点：

### ● 事件

公司 2025 年第二季度实现营业收入 22 亿美元，环比减少 2%，好于公司指引；毛利率 20%，环比下降 2 pct，略高于公司指引；归母净利润 1 亿美元。公司预计三季度收入环比上升 5%-7%，毛利率维持在 18%-20% 的区间。

2025 年上半年，公司收入 45 亿美元，同比增长 22%，毛利率 21%，同比上升 8 pct，归母净利润 3 亿美元，同比增长 36%。

### ● 产能及产能利用率双增长，验证晶圆本土化趋势

随着产业链在地化转换继续走强，更多的晶圆代工需求回流本土，公司上半年销售晶圆数量（折合 8 寸）增加至 468 万片，同比增长 20%。在晶圆本土化驱动下，公司持续扩张产能，上半年增加近 2 万片/月 12 寸标准逻辑产能。公司产能利用率继续提升，Q1 已提升至接近 90%，Q2 产能利用率 92.5%，继续环比增长。公司预期产能持续供不应求，展望四季度淡季对产能利用率影响有限。

### ● 拟购买中芯北方剩余股权，有利于增厚股东回报

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，购买中芯北方 49% 的股权（公司已有 51%）。交易完成后，中芯北方将成为公司的全资子公司。中芯北方成立于 2013 年，主要提供 12 寸晶圆代工服务，具备逻辑、高压驱动、嵌入式非挥发性存储、混合信号、图像传感器等多个工艺平台的量产能力。2024 年收入约 130 亿元，利润约 17 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，本次交易有利于增强业务协同，增厚股东回报。

### ● 投资建议

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 50、57、63 亿元，对应的 EPS 分别为 0.62、0.71、0.79 元，最新收盘价对应 PE 分别为 216x、190x、170x，对应 PB 分别为 7x、6.8x、6.5x，维持“增持”评级。

### ● 风险提示

行业复苏不及预期，地缘政治冲突加剧。

### ● 重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	57796	68445	80585	91990
收入同比（%）	27.7%	18.4%	17.7%	14.2%
归属母公司净利润	3699	4989	5674	6338
净利润同比（%）	-23.3%	34.9%	13.7%	11.7%
毛利率（%）	18.6%	19.4%	19.9%	20.1%
ROE（%）	2.5%	3.2%	3.6%	3.8%
每股收益（元）	0.46	0.62	0.71	0.79

## 相关报告

1. 中芯国际：Q1 受突发事件影响，不改晶圆本土化长期需求 2025-06-02  
2. 中芯国际：晶圆本土化需求推动收入新高，单季毛利率显著改善 2024-11-21

P/E	205.70	216.45	190.31	170.36
P/B	5.09	7.01	6.76	6.50
EV/EBITDA	29.93	29.13	24.41	21.46

资料来源：Wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	106279	87811	86712	90834	营业收入	57796	68445	80585	91990
现金	48029	23365	17122	16448	营业成本	47051	55166	64559	73508
应收账款	2923	3802	4477	5111	营业税金及附加	276	342	403	460
其他应收款	239	190	224	256	销售费用	282	342	403	460
预付账款	405	552	646	735	管理费用	3835	4312	4513	5059
存货	21267	24218	28093	31770	财务费用	-1833	-1367	201	576
其他流动资产	33415	35683	36151	36514	资产减值损失	-524	-303	-303	-303
非流动资产	247137	269947	285439	295890	公允价值变动收益	4	10	10	10
长期投资	9004	9204	9504	9704	投资净收益	1100	1369	1612	1849
固定资产	113545	140671	153152	160976	营业利润	6299	7918	9006	10060
无形资产	3225	3222	3219	3216	营业外收入	17	0	0	0
其他非流动资产	121362	116848	119564	121993	营业外支出	23	0	0	0
资产总计	353415	357757	372151	386724	利润总额	6292	7918	9006	10060
流动负债	61544	59599	66887	73407	所得税	919	792	901	1006
短期借款	1070	670	870	670	净利润	5373	7126	8105	9054
应付账款	5658	6896	8070	9189	少数股东损益	1674	2138	2432	2716
其他流动负债	54816	52032	57947	63548	归属母公司净利润	3699	4989	5674	6338
非流动负债	62763	61099	60099	59099	EBITDA	26394	38753	46471	52842
长期借款	57785	56785	55785	54785	EPS (元)	0.46	0.62	0.71	0.79
其他非流动负债	4978	4314	4314	4314					
负债合计	124308	120698	126986	132506					
少数股东权益	80917	83055	85487	88203					
股本	226	227	227	227					
资本公积	102906	103111	103111	103111					
留存收益	45058	50667	56341	62678					
归属母公司股东权益	148191	154005	159678	166016					
负债和股东权益	353415	357757	372151	386724					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	22659	43313	47545	53033	成长能力				
净利润	5373	7126	8105	9054	营业收入	27.7%	18.4%	17.7%	14.2%
折旧摊销	23156	32201	37264	42206	营业利润	-8.8%	25.7%	13.7%	11.7%
财务费用	-1055	1755	1719	1689	归属于母公司净利润	-23.3%	34.9%	13.7%	11.7%
投资损失	-1100	-1369	-1612	-1849	获利能力				
营运资金变动	-4129	3538	1944	1824	毛利率 (%)	18.6%	19.4%	19.9%	20.1%
其他经营现金流	9915	3649	6284	7339	净利率 (%)	6.4%	7.3%	7.0%	6.9%
投资活动现金流	-30669	-55751	-51268	-50817	ROE (%)	2.5%	3.2%	3.6%	3.8%
资本支出	-54347	-62213	-52280	-52266	ROIC (%)	0.9%	1.9%	2.6%	2.9%
长期投资	21401	-600	-600	-400	偿债能力				
其他投资现金流	2277	7062	1612	1849	资产负债率 (%)	35.2%	33.7%	34.1%	34.3%
筹资活动现金流	9999	-12729	-2519	-2889	净负债比率 (%)	54.3%	50.9%	51.8%	52.1%
短期借款	-2327	-400	200	-200	流动比率	1.73	1.47	1.30	1.24
长期借款	-1246	-1000	-1000	-1000	速动比率	0.88	0.51	0.38	0.35
普通股增加	1	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	574	205	0	0	总资产周转率	0.17	0.19	0.22	0.24
其他筹资现金流	12998	-11534	-1719	-1689	应收账款周转率	17.99	20.35	19.47	19.19
现金净增加额	1732	-24665	-6243	-673	应付账款周转率	8.88	8.79	8.63	8.52
					每股指标(元)				
					每股收益	0.46	0.62	0.71	0.79
					每股经营现金流(摊薄)	2.83	5.41	5.94	6.63
					每股净资产	18.58	19.25	19.96	20.75
					估值比率				
					P/E	205.70	216.45	190.31	170.36
					P/B	5.09	7.01	6.76	6.50
					EV/EBITDA	29.93	29.13	24.41	21.46

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**陈耀波**, 华安证券电子行业首席分析师。北京大学金融管理双硕士, 有工科交叉学科背景。曾就职于广发资管, 博时基金投资部等, 具有 8 年买方投研经验。

**李美贤**, 中国人民大学硕士, 2024 年 1 月加入华安证券。曾任职于东兴证券, 4 年电子及通信行业研究经验。擅长海外对标复盘, 重点覆盖模拟芯片及 SOC、FPGA、GPU 等 AI 芯片相关领域。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者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起的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;

无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。