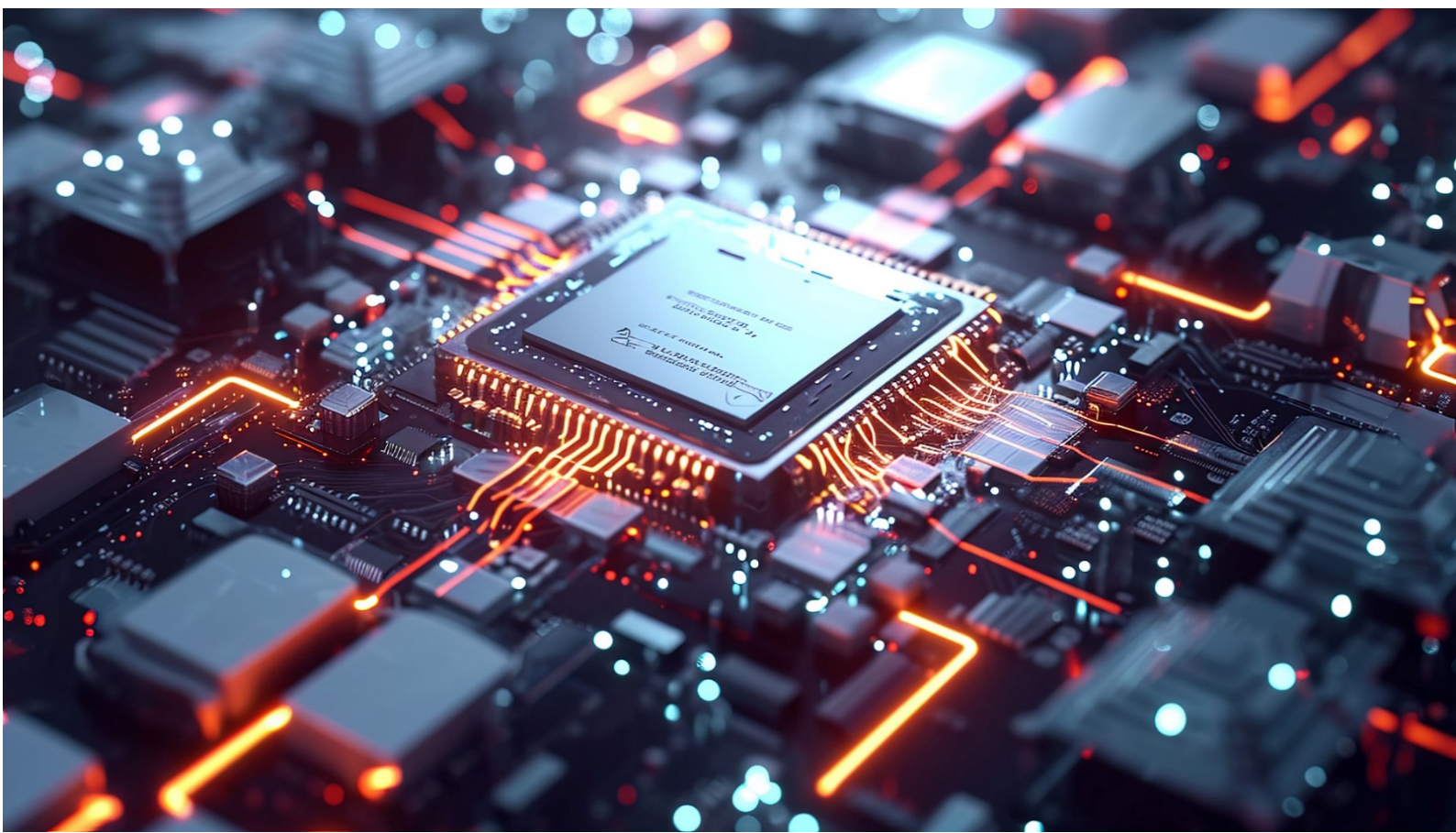




制程升级产能扩张，晶圆代工龙头更进一步

—— 中芯国际(688981.SH)深度报告

电子行业首席分析师：高峰

电子行业分析师：王子路

制程升级产能扩张，晶圆代工龙头更进一步

—— 中芯国际(688981.SH)深度报告

2025 年 9 月 29 日

核心观点

- 全球领先的晶圆代工龙头厂商。**中芯国际是中国大陆技术最先进、规模最大的晶圆代工龙头企业，历经初创期、战略调整期和技术追赶期三大发展阶段，现已成长为全球市场份额前三的集成电路制造企业。公司凭借在 14nm FinFET 工艺的量产和 N+1 等先进节点的技术突破，构建了深厚的专利壁垒，累计授权专利超 1.4 万件。尽管面临美国设备限制和行业竞争加剧的压力，2024 年仍实现营收 577.96 亿元，同比+27.7%，受折旧影响，净利润同比下滑 23.3%。公司聚焦成熟制程扩产和本土市场需求，持续受益于 AI、汽车电子的国产替代趋势，未来有望在行业复苏和产能释放中强化领先地位。
- 半导体行业复苏，晶圆代工国产替代趋势明显。**全球半导体行业复苏明显，上半年市场规模达 3460 亿美元，同比增长 18.9%，主要受 AI 基础设施投资及终端应用需求驱动。晶圆代工作业产业链核心环节，呈现“一超多强”格局，台积电主导市场，中芯国际则以约 6% 份额位居全球第三。行业资本与技术壁垒极高，设备投资占晶圆厂总成本 70%-80%，且客户认证周期长、转换成本高。中国大陆晶圆代工虽起步较晚，但在国产替代与政策驱动下快速发展，2025 年本土市场规模预计达 1026 亿元，中芯国际作为国内领先的代工厂，在成熟制程扩产与本土化供应链中扮演关键角色。
- 公司通过“制程升级与产能扩张”双轨并进策略持续提升核心竞争力。**中芯国际一方面深耕成熟制程，2024 年实现 8 英寸月产能 45 万片、12 英寸月产能 25 万片，持续巩固在汽车电子、物联网等领域的市场优势；另一方面积极研发先进制程，已完成 14nm FinFET 量产，为支持产能建设，2024 年资本开支达 73.3 亿美元，重点投向上海、北京、深圳、天津等地的 12 英寸晶圆厂扩建项目，部分新产线将于 2025 年起陆续投产。尽管扩张带来短期压力，随着产能释放和良率提升，公司经营效率和盈利能力有望持续改善。
- 投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年公司营业收入分别为 727.71/764.01/936.11 亿元，预计公司 2025-2027 年公司归母净利润分别为 49.46/58.39/83.39 亿元，增速为 33.7%/18.1%/42.8%，对应 A 股 PB 为 6.91/6.66/6.32 倍。首次评级，给予 A 股中芯国际“推荐”评级。
- 风险提示：**技术研发与外部限制的风险；财务与经营压力的风险；地缘政治与全球供应的不确定性的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	57,796	72,771	76,401	93,611
收入增速	27.7%	25.9%	5.0%	22.5%
归母净利润（百万元）	3,699	4,946	5,839	8,339
利润增速	-23.3%	33.7%	18.1%	42.8%
毛利率	18.6%	19.5%	20.8%	21.7%
摊薄 EPS(元)	0.46	0.62	0.73	1.04
PE	286.07	213.92	181.21	126.88
PB	7.14	6.91	6.66	6.32
PS	18.31	14.54	13.85	11.30

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

中芯国际（688981.SH）

推荐 首次评级

分析师

高峰

☎：010-80927671

✉：gaofeng-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522040001

王子路

☎：010-80927632

✉：wangzilu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522050001

市场数据

2025-09-26

A 股股票代码	688981.SH
A 股收盘价(元)	132.27
上证指数	3828.11
总股本(万股)	799924.90
实际流通 A 股(万股)	199956.53
流通 A 股市值(亿元)	2644.83

相对沪深 300 表现图

2025-09-26



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 全球领先的晶圆代工龙头厂商	4
（一） 精益求精，造就全球晶圆代工龙头	4
（二） 公司无实际控制人，高管团队具备多年行业经验	5
（三） 财务表现良好，行业复苏叠加国产替代	6
二、 半导体行业复苏，晶圆代工国产替代趋势明显	8
（一） 半导体行业复苏，晶圆代工逆势增长	8
（二） 晶圆代工产业具备较高进入门槛，行业相对集中	9
（三） 中国大陆晶圆代工起步较晚，国产替代大势所趋	11
三、 制程工艺升级与扩产并行	15
（一） 不断追赶制程工艺，提升自身竞争力	15
（二） 资本开支持续高增，产能不断扩充	16
四、 盈利预测与投资建议	18
（一） 盈利预测	18
（二） 相对估值分析	18
（三） 绝对估值分析	19
（四） 投资建议	20
五、 风险提示	20

一、全球领先的晶圆代工龙头厂商

（一）精益求精，造就全球晶圆代工龙头

中芯国际（SMIC）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的龙头厂商。从公司历史发展来看，公司历史发展大致分为三个时期：

初创期（2000年-2004年）：公司于2000年4月3日，张汝京博士在开曼群岛注册成立了中芯国际集成电路制造有限公司，并于同年12月在中国上海设立运营主体——中芯国际集成电路制造（上海）有限公司。发展初期，张汝京博士凭借其个人行业影响力，为公司带来了初始的技术团队、关键设备及早期工艺技术，公司最早聚焦纯晶圆代工（Foundry）模式，并迅速在上海、北京、天津等地投建多座8英寸和12英寸晶圆厂，2004年公司同时在香港联合交易所和纽约证券交易所上市，并于同年首次实现年度盈利。

战略调整期（2005-2012）：进入2005年公司遇来自行业巨头的挑战和内部管理的考验。其中关于专利权和商业机密与台积电进行了多轮诉讼，最终于2009年双方达成和解，但公司需付2亿美元赔偿金，并向台积电出让8%的股份，创始人张汝京也因此离职。这些诉讼和赔偿消耗了公司大量资金，分散了管理层精力。2011年邱慈云出任CEO后，调整了公司战略，暂缓对最先进制程的追逐，转而聚焦于成熟工艺，并更加注重中国本土市场。

技术追赶期（2012-至今）：稳定运营后公司持续加码先进制程，2017年10月，梁孟松加入中芯国际，极大加速了其先进工艺研发进程。在技术路径上，公司采取了“跳代”策略，从28nm直接进军14nm。2019年，中芯国际成功量产14纳米FinFET工艺，成为全球少数掌握该技术的晶圆代工厂之一。2020年7月，中芯国际于上交所上市，募资约234亿元，主要用于12英寸晶圆厂及先进工艺研发。但自2020年底公司遭遇美国多轮限制措施，先进工艺的研发和设备获取受到严重制约，公司已经在北京、上海、深圳、天津等地新建多条12英寸晶圆生产线。截至目前，中芯国际在全球晶圆代工市场的份额升至6%，首次超越格芯和联华电子，位列全球第三。

表1：公司历史发展和关键制程节点重要时间点

时间	里程碑事件	说明
2000年	公司成立	中芯国际集成电路制造有限公司于上海正式成立。
2001年	上海8英寸产线开工建设	标志着中国大陆现代化芯片制造的起步。
2003年	北京12英寸产线开工建设	进军更先进的12英寸晶圆制造领域。
2004年	0.18微米制程量产	实现了当时主流技术的量产能力。
2004年	于纽交所、港交所上市	成为中国大陆首家在国际主要交易所上市的芯片制造企业。
2005年	营收突破10亿美元	公司规模和市场地位迅速提升。
2006年	90纳米制程量产	制程技术迈入纳米级别。
2009年	45纳米制程开始投产	技术节点进一步微缩，接近国际先进水平。
2015年	与长电科技合作	加强产业链上下游（芯片制造与封测）的协同合作。
2015年	28纳米制程量产	迈入主流先进制程领域，成为公司长期的重要收入来源。
2019年	14纳米制程量产	实现FinFET工艺技术的重大突破，进入更先进的制程阶段。
2020年	于上交所科创板上市	完成“H+A”股两地上市，获得本土市场强有力的资金支持。

资料来源：中芯国际招股说明书，中国银河证券研究院

专利壁垒深厚，中国大陆市场居首位。截至 2025 年 6 月，中芯国际在专利方面取得了不错的成，公司累计获得授权专利 14,215 件，其中发明专利 12,342 件，此外还拥有 94 件集成电路布图设计权。

表2：中芯国际专利情况

专利类别	数量/占比/技术特点
累计授权专利	14,215 件
其中：发明专利	12,342 件 (占比约 86.8%)
集成电路布图设计	94 件
知识产权数量	截至 2024 年底，中芯国际已累计申请专利 20,108 件，累计授权 13,964 件，申请和授权专利的数量均在中国大陆半导体制造业领先。

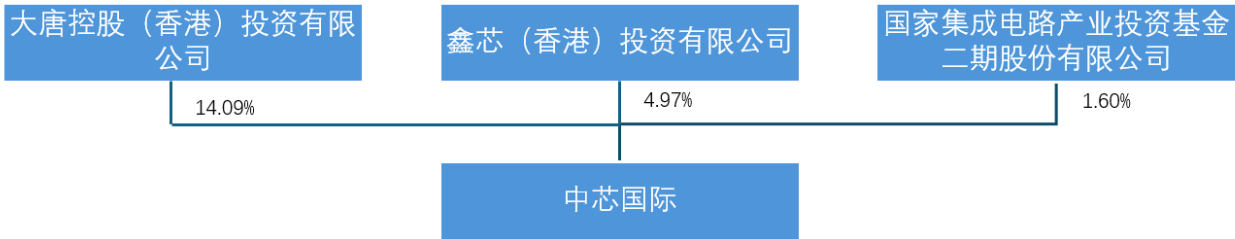
资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

(二) 公司无实际控制人， 高管团队具备多年行业经验

公司无实际控制人，股权结构兼具国家战略支持与市场化多元持股的特点。中芯国际的股权相对集中，其中，大唐控股（香港）投资有限公司持股 14.09%，国有资本股东的长期战略持股，为公司在资本密集型、技术密集型的半导体行业中持续进行高强度研发和产能扩张提供了稳定支持，体现了国家推动集成电路产业自主可控的决心。鑫芯（香港）投资有限公司（国家集成电路产业投资基金一期下属）持股 5.95%。国家集成电路产业投资基金二期直接持股 1.60%。

2025 年 9 月，中芯国通过发行 A 股（发行价 74.2 元/股）收购其控股子公司中芯北方 49%的少数股权。交易完成后，中芯国际对中芯北方的持股比例将从 51%提升至 100%，未来中芯北方利润全部并表。

图1：中芯国际股权结构



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

中芯国际的高管团队兼具深厚的行业经验、技术背景与战略眼光，为核心竞争力的构建提供了关键支撑。董事长刘训峰博士拥有逾 30 年大型产业集团管理经验。联合首席执行官赵海军博士在半导体营运和技术研发领域拥有逾 30 年经验，他成功带领中芯国际连续多年实现盈利，并前瞻性地布局产品技术平台，大幅提升了公司的制造实力。另一位联合首席执行官梁孟松博士是半导体业界的技术泰斗，拥有逾 35 年经验、450 多项专利和 350 余篇技术论文，他的加入极大地加速了公司在先进制程领域的研发突破。财务负责人吴俊峰博士拥有丰富的财务

管理及资本市场投融资项目经验。这支由技术专家、管理精英和财务专家组成的核心团队，不仅具备卓越的运营和创新能力，更能有效应对地缘政治挑战，推动中芯国际在中国半导体产业自主可控的进程中扮演着关键角色。

表3：公司管理层概况

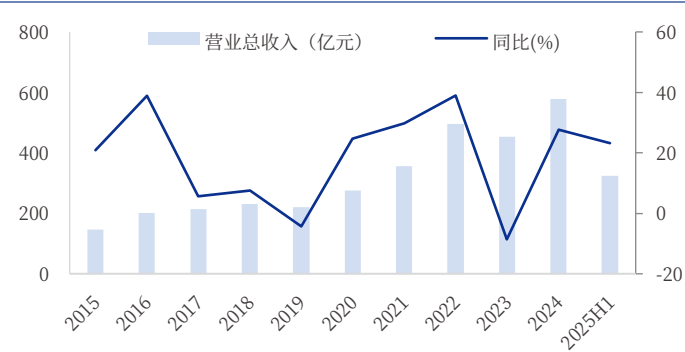
姓名	职位	主要背景与经验	教育背景
刘训峰	董事长、执行董事	拥有逾 30 年大型产业集团管理经验，曾任上海华谊集团党委书记、董事长等职，荣获上海市优秀企业家等称号。	西安交通大学管理科学与工程博士、中欧国际工商学院 MBA、华东化工学院化学工程硕士
赵海军	联合首席执行官	拥有逾 30 年半导体营运及技术研发经验，曾任中芯国际首席运营官兼执行副总裁、中芯北方总经理。	清华大学无线电电子学学士及博士、芝加哥大学商学院 MBA
梁孟松	联合首席执行官	在半导体业界有逾 35 年经验，拥有逾 450 项专利，曾发表技术论文 350 余篇。	美国加州大学伯克利分校电机工程及计算机科学博士
郭光莉	资深副总裁、董事会秘书及公司秘书	曾任大唐电信科技产业集团党委委员、总会计师，具有丰富的公司治理、财务管理及资本市场投融资项目经验。	北京航空航天大学法学学士、中央财经大学会计学硕士
吴俊峰	资深副总裁、财务负责人	曾任中国广核集团有限公司党委常委、总会计师、董事会秘书，新希望集团有限公司首席财务官，拥有丰富的财务管理及资本市场投融资项目经验。	西南财经大学博士

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）财务表现良好，行业复苏叠加国产替代

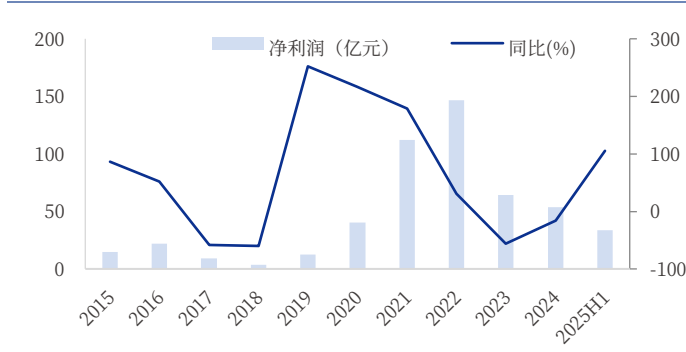
财务表现良好，收入稳健增长，利润短期承压。从长期趋势看，公司营收实现了强劲扩张，2024 年营收达到 577.96 亿元，创下历史新高，这相较于 2015 年的水平增长了数倍。推动营收增长的核心动力是晶圆销售量的快速提升，例如 2024 年其晶圆销量同比增长 36.7%至 802.1 万片，主要系全球半导体行业复苏、国产替代趋势下中国区收入占比攀升至 84.6%，以及消费电子和智能手机等领域的需求驱动。但公司利润从 2022 年的 146.54 亿元高点下滑较大，主要系晶圆平均售价（ASP）的下降（2024 年同比下滑 4.7%）叠加折旧等营业成本更快增长，行业成熟制程产能竞争激烈，价格战压力显现。

图2：中芯国际收入及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：中芯国际利润及增速

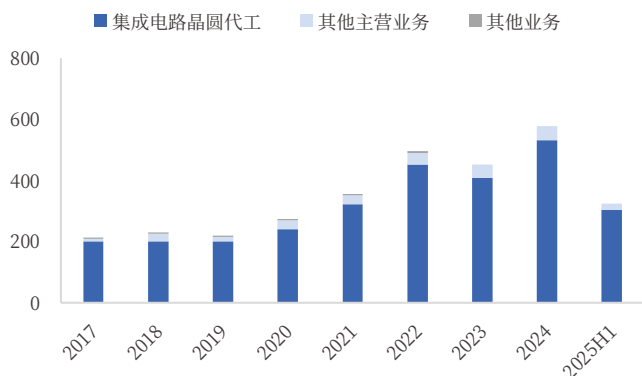


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从业务结构来看，公司收入来源高度集中，集成电路晶圆制造代工业务始终是公司的核心业务，在总营收中占比稳定维持在 90% 以上，2024 年该业务占比达到 92.13%。地域分布方面，中国大陆及香港地区业务收入占据主营业务的首要位置。中芯国际近年的盈利指标呈现出明显的周期性波动，2019 至 2022 年间，公司毛利率保持稳步上升态势，但在 2023 年和 2024 年出现连续下滑。2024 年公司毛利率为 18.59%，同比下降 3.3 个百分点，净利率也下滑至

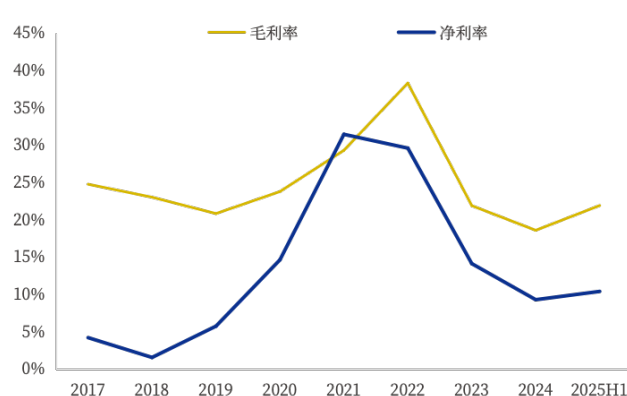
9.3%。这主要是由于公司加速产能扩张导致折旧成本增加，同时产品价格面临下行压力。尽管2024年半导体行业整体呈现复苏态势，公司通过国内客户新品快速上量推动了产能利用率提升，但价格因素仍然对盈利能力产生了较大影响。

图4：中芯国际收入分拆情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

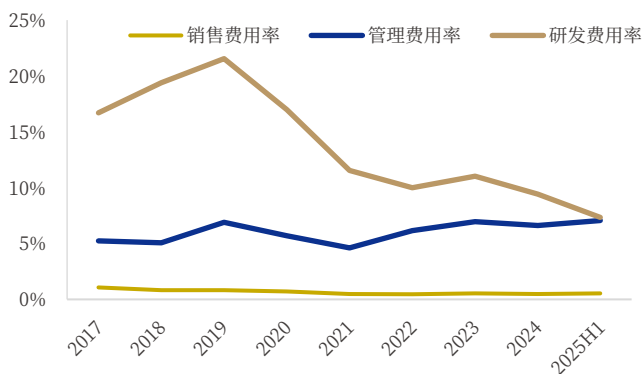
图5：中芯国际毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

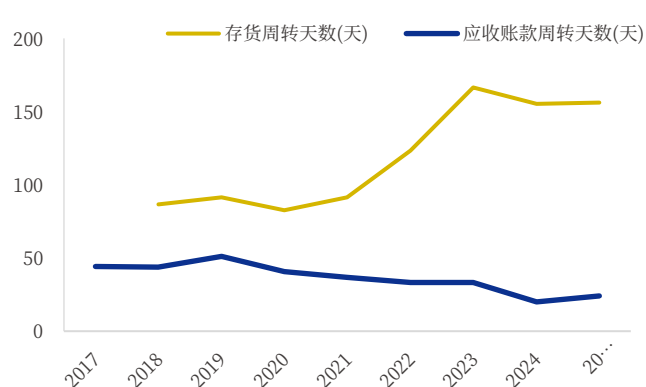
公司费用率整体稳定下降，存货周转天数提升。2025年上半年，四费合计达43.27亿元，期间费用率为13.38%，同比上升0.64个百分点，销售费用因市场拓展力度加大，2025年上半年同比增长31.27%；管理费用因新厂开办费等增加，同期增长24.24%；研发费用在2025年上半年同比减少9.38%，但绝对值仍维持高位，体现了公司在先进制程和特色工艺上的持续投入，财务费用保持稳定。公司存货周转天数经历了先降后升的过程，2021至2023年的平均存货周转天数为127天，显示出相对高效的运营。2024年存货周转天数约为157天，但存货绝对值增长较快，2023年末存货账面价值已达193.78亿元，同比增加45.56%，2024年进一步增长至212.67亿元，存货占总资产比例持续上升。

图6：公司销售、管理、研发费用率情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：存货和应收账款周转天数情况



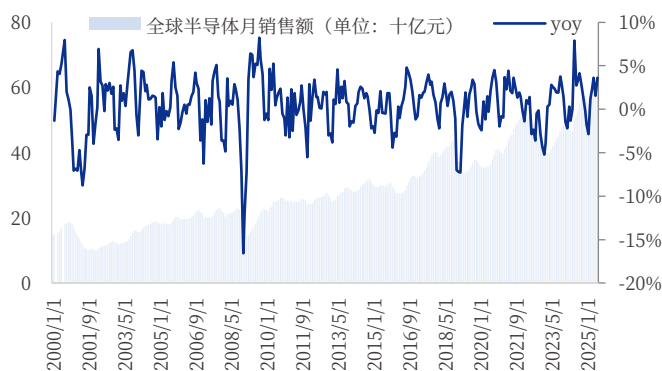
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、半导体行业复苏，晶圆代工国产替代趋势明显

（一）半导体行业复苏，晶圆代工逆势增长

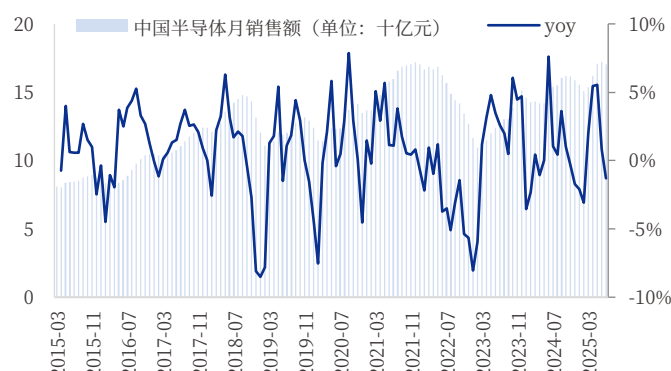
全球半导体行业复苏态势明确。2025 年全球半导体行业呈现出明确的复苏态势，结束了前两年的周期性下滑。根据世界半导体贸易统计组织（WSTS）数据显示，2025 年 1-6 月全球半导体市场规模达 3460 亿美元，同比增长 18.9%，其中第一季度市场规模约 1670 亿美元，同比增长 18.1%，第二季度约 1800 亿美元，同比增长 19.6%。工信部数据显示，2025 年上半年我国规模以上电子信息制造业增加值同比增长 11.1%，高于同期工业和高技术制造业增速。其中，集成电路产量 2395 亿块，同比增长 8.7%，出口集成电路 1678 亿个，同比增长 20.6%。

图8：全球半导体月销售额及增长



资料来源：WSTS，中国银河证券研究院

图9：中国半导体月销售额及增长



资料来源：WSTS，中国银河证券研究院

晶圆代工产业链上游主要包括半导体材料和设备，如硅片、光刻胶、掩模版、电子特气、光刻机、刻蚀机、离子注入机，中游为晶圆制造环节，涵盖清洗、光刻、刻蚀、离子注入等工艺，下游则延伸至封装测试及消费电子、汽车电子、工业控制等终端应用领域。全球晶圆代工行业呈现“一超多强”格局，台积电以超过 60% 的份额主导市场，三星、中芯国际等紧随其后。

中芯国际是中国大陆规模最大、技术最先进的集成电路晶圆代工企业，全球市场份额约 6%，位居世界第三。其制程技术覆盖 0.35 微米至 14 纳米，在成熟制程（如 28nm）领域具有显著产能优势，并积极扩产 12 英寸晶圆。作为国产芯片供应链的核心力量，中芯国际在汽车电子、工业控制等细分市场支撑本土化需求，但先进制程（如 7nm 及以下）仍面临外部技术限制。

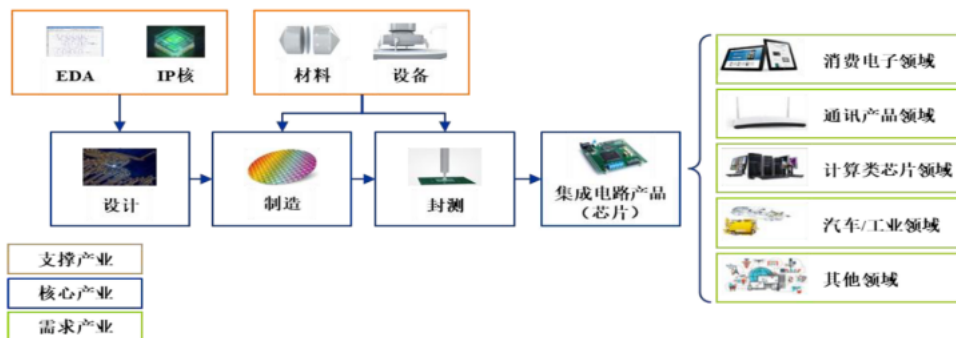
表4：全球半导体晶圆代工行业龙头

企业简称	简介
台积电	全球晶圆代工行业龙头，主营业务包括集成电路及其他半导体芯片的制造、销售、封装测试与电脑辅助设计及光罩制造等代工服务。产品广泛应用于高性能计算、智能手机、物联网、汽车电子及消费电子中。
三星电子	全球第二大晶圆代工企业，代工业务包括 FD-SOI、RF-SOI、FinFET、硅光、硅锗及 BCD 六大技术平台，持续为智能移动设备、汽车、通信基础设施、物联网等多个行业提供支持。
中芯国际	中国大陆第一、世界前列的集成电路晶圆代工龙头企业之一，主营业务为晶圆代工及配套服务，主要产品覆盖逻辑、混合信号/射频、CMOS、高压器件、闪存、CIS、电源管理 IC、MEMS 等多种工艺平台。

华虹半导体	提供包括嵌入式/独立式非易失性存储器、功率器件、模拟与电源管理、逻辑与射频等多元化特色工艺平台的晶圆代工及配套服务，产品主要应用于手机通讯、消费电子、物联网、穿戴设备及汽车电子等领域。
联华电子	在逻辑芯片、数模混合芯片、嵌入式高压解决方案、嵌入式非易失性存储芯片、RF-SOI 及 BCD 等多个领域拥有完整的制程技术及制造解决方案，服务消费电子、汽车电子、工业控制等广泛行业。
格芯	代工业务包括 FD-SOI、RF-SOI、FinFET、硅光、硅锗及 BCD 六大技术平台，持续为智能移动设备、汽车、通信基础设施、物联网等多个行业提供支持。
力积电	全球重要的晶圆代工企业，在成熟制程和特色工艺方面具有较强竞争力，提供多种工艺平台的代工服务。

资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院

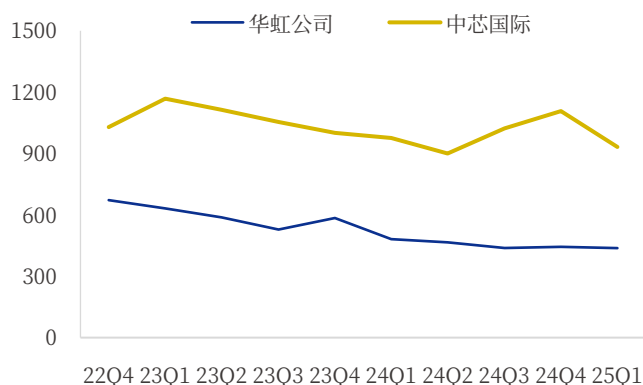
图10：半导体产业链图谱



资料来源：中芯国际招股说明书，中国银河证券研究院

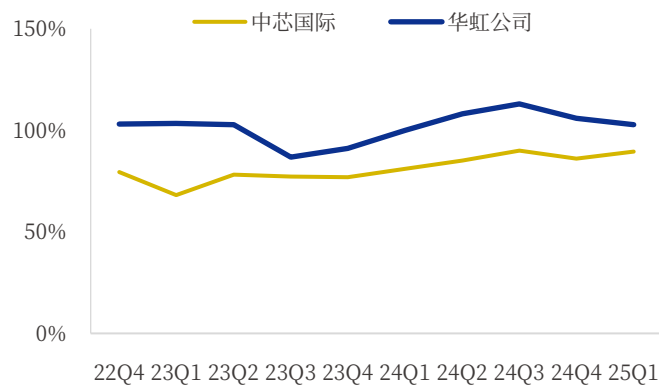
制造板块底部回升，代工产业正迎来新一轮增长周期。国内两大晶圆代工龙头中芯国际和华虹公司呈现明显的价格企稳回升态势。中芯国际晶圆代工价格（折合 8 英寸）自 23Q2 起持续下滑，至 24Q2 累计降幅达 23%，随后触底反弹；华虹公司价格自 23Q1 开始下行，24Q3 累计下滑 35% 至 438 美元/片，24Q4-25Q1 逐步反弹。稼动率方面，中芯国际 24Q3 回升至 90% 后，24Q4 受季节性因素影响回落至 86%，25Q1 提升至 89.9%；华虹公司 24Q3 达 113% 高位后，24Q4 小幅下滑至 106%。展望 25 年后续，受益于行业景气度回升、国补政策及在地化生产趋势，整体来看，行业已逐步走出调整期，中芯国际预计 25 年增速将超过行业均值，华虹公司 ASP 有望恢复性上涨，显示国内晶圆代工产业正迎来新一轮增长周期。

图11：中芯国际和华虹半导体的晶圆制造 ASP(单位：美元/片)



资料来源：中芯国际公告，华虹半导体公告，中国银河证券研究院

图12：中芯国际和华虹半导体的稼动率



资料来源：中芯国际公告，华虹半导体公告，中国银河证券研究院

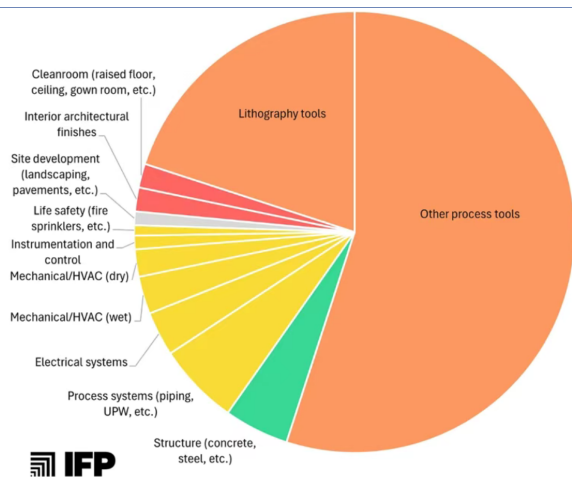
（二）晶圆代工产业具备较高进入门槛，行业相对集中

晶圆代工行业技术更新迭代快、资金投入大、研发周期长，属于资本、人才及技术密集型行业，固定资产投资的需求大、设备购置成本高。随着代工产品种类不断丰富、工艺节点不断

发展，晶圆代工企业需要长期的研发投入以实现技术突破。若没有足够的资金支持，新进入者的竞争力与已经取得资金和规模优势的企业存在较大差异。

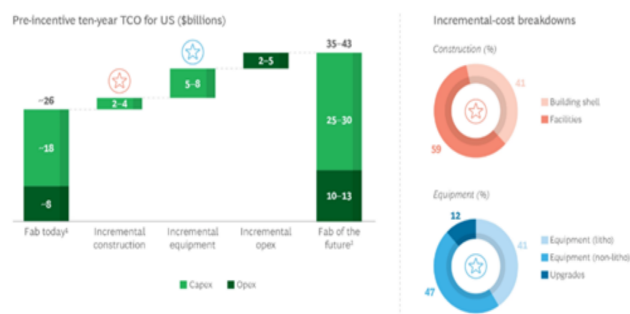
从建造成本分拆来看，晶圆厂的设备成本占到 70~80%。光刻机在设备支出中占比约 30%，占新晶圆厂总成本 20%，另外刻蚀设备占比约 20%-25%，薄膜设备占比约 15%-17%，这三者合计占比约 53%-63%，为前道制程中主要的设备投资。每个新的工艺节点都会使晶圆厂成本增加约 30%，BCG 预计 2026 年建成的晶圆厂的 10 年总拥有成本将达到 350 亿美元至 430 亿美元，比当今的成本高出 33%至 66%。

图13：建造晶圆厂的成本构成



资料来源：SEMI, IFP, 中国银河证券研究院

图14：技术进步将在未来推动制造成本增长 33%至 66%



资料来源：BCG, 半导体行业观察, 中国银河证券研究院

从今年二季度各晶圆代工厂商的营收排名情况来看，台积电晶圆出货金额虽因智能手机备货淡季而下滑，但部分影响由稳健的 AI HPC 需求和电视的关税避险急单抵销，使得其营收虽然环比下滑了 5%至 255.17 亿美元，但是仍以 67.6%的市占率稳居全球第一。

从厂商表现来看，行业龙头台积电的领先地位进一步巩固，其营收季增 18.5%，达 302.4 亿美元，市占率更是创下 70.2%的历史高位。这主要得益于其主要手机客户进入新机备货阶段，以及 AI GPU、笔电/PC 新平台开始放量出货。三星（Samsung）以营收 31.6 亿美元（季增 9.2%）、市占率 7.3%位列第二。中芯国际（SMIC）虽然营收略降至 22.1 亿美元（季减 1.7%），但仍保持全球第三的位置，其部分压力来自于晶圆出货延迟和平均销售价格（ASP）的下滑。

表5：2Q25 全球前十大晶圆代工业者营收排名(单位：百万美元)

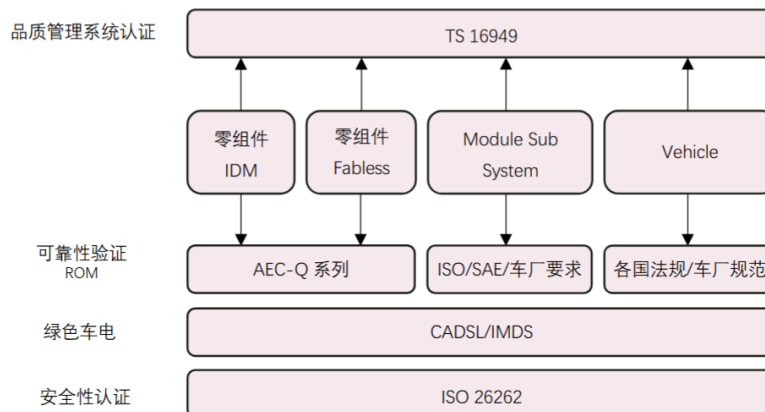
排名	公司	1Q25 营收	4Q24 营收	环比(QoQ)	1Q25 市场份额	4Q24 市场份额
1	台积电(TSMC)	30,239	25517	0.185	70.20%	67.60%
2	三星(Samsung)	3159	2893	0.092	7.30%	7.70%
3	中芯国际(SMIC)	2209	2247	-0.017	5.10%	6.00%
4	联电(UMC)	1903	1759	0.082	4.40%	4.70%
5	格芯(GlobalFoundries)	1688	1585	0.065	3.90%	4.20%
6	华虹集团(Huahong)	1061	1011	0.05	2.50%	2.70%
7	世界先进(VIS)	379	363	0.043	0.90%	1.00%
8	高塔半导体(Tower)	372	358	0.039	0.90%	0.90%
9	合肥晶合(Nexchip)	363	353	0.029	0.80%	0.90%
10	力积电(PSMC)	345	327	0.054	0.80%	0.90%

总计	Top10 合计	41,718	36,413	14.60%	97%	97%
----	----------	--------	--------	--------	-----	-----

资料来源: Trendforce, 中国银河证券研究院

同时, 芯片设计公司晶圆代工工厂之间的合作关系确实非常稳固, 认证周期长和转换成本高构成了显著的市场壁垒。例如, 芯片厂商在进入车辆领域并打入各一级 (Tier1) 车电大厂供应链通常需符合多项标准认证, 首先是北美汽车产业所推出的 AEC-Q100 (IC)、AEC-Q101 (离散元件)、AEC-Q200 (被动零件) 等可靠性标准。这些标准针对汽车电子元件的可靠性和稳定性进行了严格规定, 供应商需要通过这些标准的认证才能符合汽车行业的要求。其次, 供应商还需要符合 ISO/TS 16949 规范, 这是一项零缺陷 (Zero Defect) 的供应链品质管理标准。多项认证需要具备多项认证资质的晶圆厂才能够完成认证。

图15: 汽车芯片认证流程

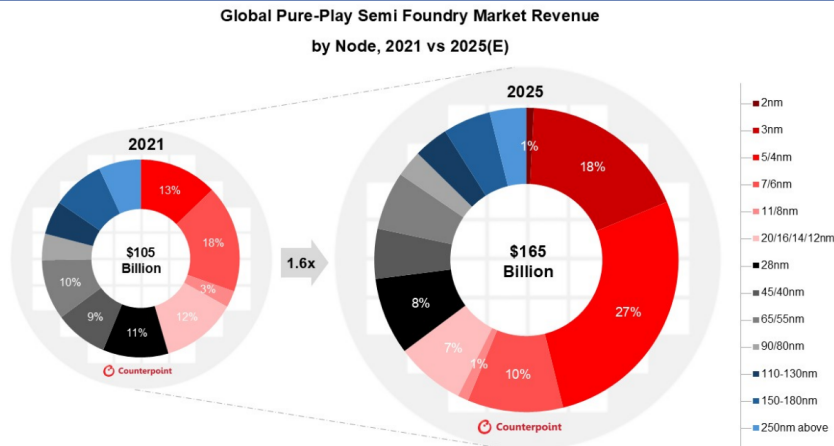


资料来源: 华测检测研究所, 中国银河证券研究院

(三) 中国大陆晶圆代工起步较晚, 国产替代大势所趋

从整体市场空间来看, 2025 年全球纯半导体代工收入将达 1650 亿美元, 同比增长 17%。根据 Counterpoint Research 数据, 全球纯半导体晶圆代工行业的收入将在 2025 年同比增长 17%, 超过 1650 亿美元, 高于 2021 年的 1050 亿美元, 并在 2021-2025 年期间实现 12% 的复合年增长率。先进的 3nm 和 5/4nm 节点在推动半导体收入增长方面发挥着关键作用。虽然预计 2025 年 3 纳米节点的收入将同比增长超过 600%, 达到约 300 亿美元, 但 5/4nm 节点仍将保持受欢迎, 在积极的节点迁移推动下, 其收入将超过 400 亿美元。总体而言, 包括 7nm 在内的这些先进节点将在 2025 年贡献纯晶圆厂总收入的一半以上。这一激增凸显了业界对尖端技术的关注, 以支持高端/旗舰 AI 智能手机的技术迁移、NPU 驱动的 AI PC 解决方案的兴起, 以及对 AI ASIC、GPU 和高性能计算 (HPC) 解决方案日益增长的需求。

图16：全球晶圆代工市场空间及增长

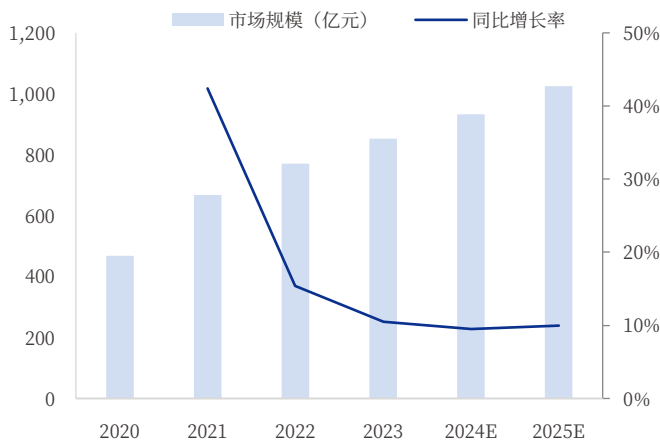


资料来源：Counterpoint Research, 集微网, 中国银河证券研究院

中国大陆晶圆代工行业起步较晚，但在国家政策的支持下，随着国内经济的发展和科学技术水平的提高，以及终端应用市场规模的扩大，国内芯片设计公司对晶圆代工服务的需求日益提升，中国大陆晶圆代工行业实现了快速的发展，市场规模不断扩大。根据中商产业研究院显示，2023 年中国大陆晶圆代工市场规模约为 852 亿元，较上年增长 10.51%。2024 年中国大陆晶圆代工市场规模将达到 933 亿元，2025 年达到 1026 亿元。

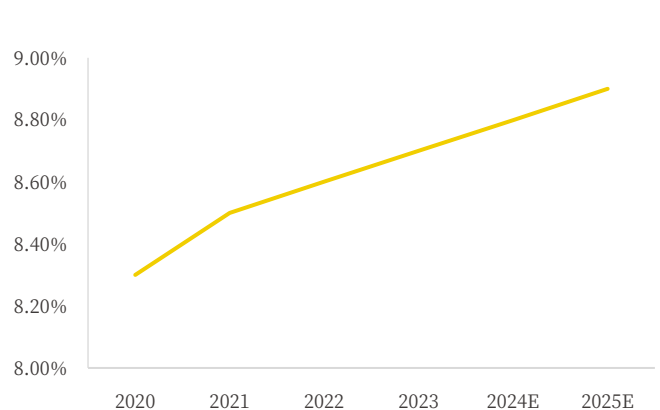
中芯国际和华虹集团的市场销售额的高速增长，带动了中国大陆在全球晶圆代工市场的份额增加，2021 年中国大陆市场占比达 8.5%，2023 年达到 8.7%。由于中国大陆在高端代工领域还缺乏一些竞争力，因此市场总份额将保持相对平稳，预计 2024 年市场份额将达到 8.8%，2025 年达到 8.9%。

图17：2020-2025 年中国大陆晶圆代工市场规模预测



资料来源：中商产业研究, 中国银河证券研究院

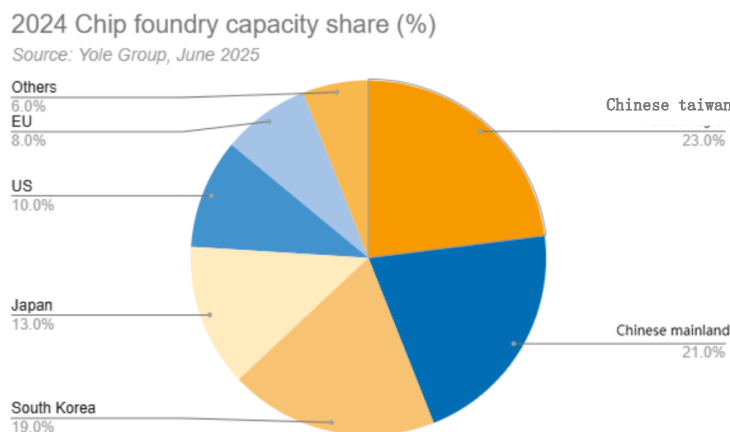
图18：2020-2025 年中国大陆纯代工全球市场占比预测



资料来源：中商产业研究, 中国银河证券研究院

从晶圆代工市场份额来看，中国大陆有望在 2030 年超越中国台湾地区。根据 Yole Group 的报告，2024 年中国大陆占全球 21% 的产能，随着本土产能的快速扩张，中国大陆的崛起凸显了在分散且充满战略博弈的芯片制造格局中，行业话语权正在发生转移，中国大陆有望在 2030 年超越中国台湾，成为全球最大的半导体晶圆代工中心，预计将占据全球总装机产能的 30%。2024 年中国大陆以 21% 的全球代工产能份额位居第二，仅次于中国台湾（23%）。韩国以 19% 的份额排名第三，日本（13%）、美国（10%）和欧洲（8%）紧随其后。

图19：2024 年按地区来分全球晶圆代工市场份额

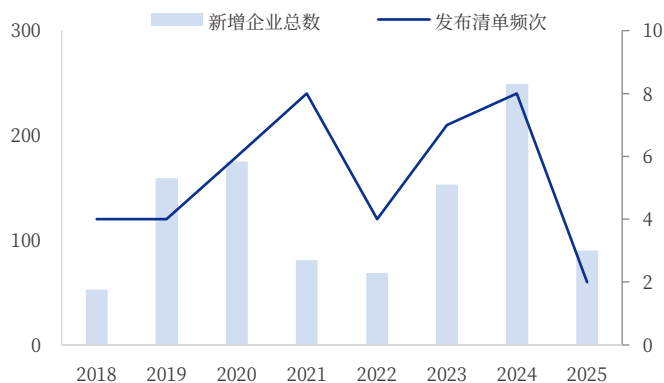


资料来源：Yole，集微网，中国银河证券研究院

在制裁和关税背景下，中芯国际作为最大具备先进制程的代工厂存在稀缺性。据美国商务部（BIS）官方网站，最新出口限制措施引入了“性能密度”概念，以双重标准细化芯片出口管理规定。截至 2025 年 9 月，受到相关限制的中国机构、企业和个人已增至 1000 余家。其中，人工智能、超算和量子计算成为制裁的“重灾区”，国内 AI 领域及上下游企业登上实体清单数量达到 460 家以上，占比超四成。

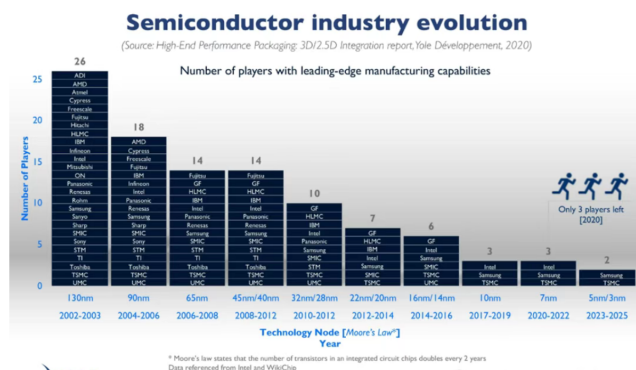
同时随着 AI 行业飞速发展，先进制程生产能力和产于玩家越来越少。根据 Yole 数据，在进入到 21 世纪后，致力于先进制程的玩家从 26 家已经降到了 3 家。在短短的 20 年间，先进制程玩家减少了近九成。中芯国际作为国内少数具备先进制程的代工厂，在 IC 国产替代背景下，稀缺性凸显。

图20：中国加入实体清单的企业数量及新增情况



资料来源：亿欧智库，中国银河证券研究院

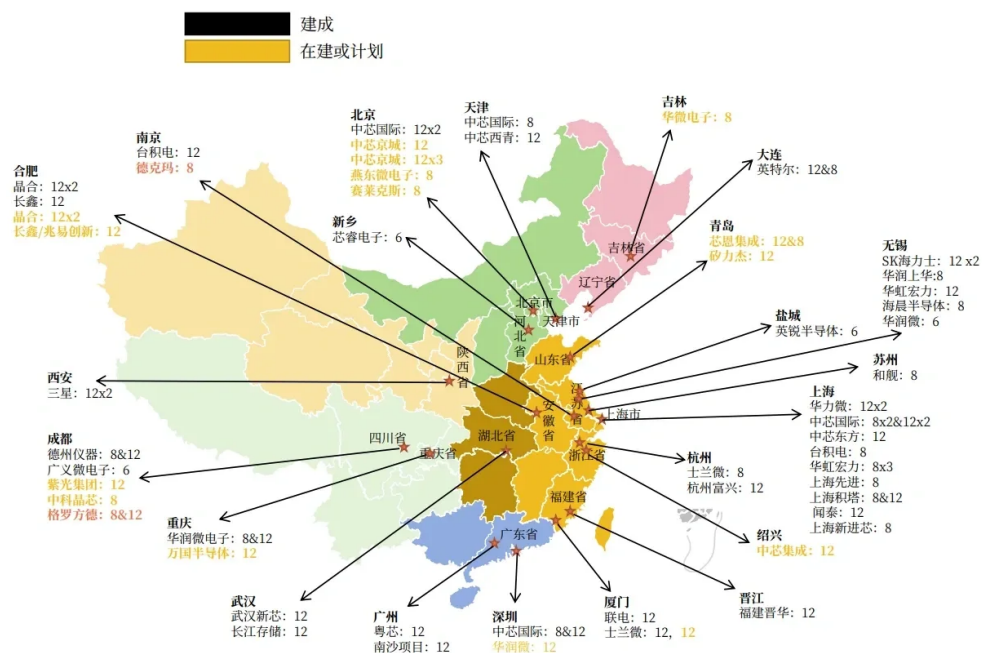
图21：先进制程仅剩下了少数关键参与者



资料来源：Yole，半导体行业观察，中国银河证券研究院

中国大陆晶圆代工本土化进程加速，各晶圆厂产能规划持续落地。以 300mm 晶圆当量计算，中国大陆季度产能预计将突破 4000 万片，继续保持全球最高增速。在全球贸易不确定的背景下，中国大陆半导体产业对自主可控的需求日益迫切，企业积极推动核心技术突破，以减少对外依赖。

图22: 中国大陆晶圆厂布局情况



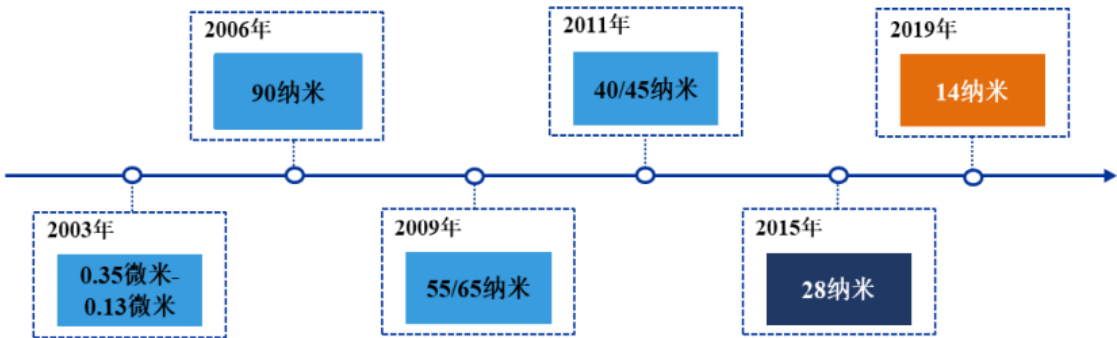
资料来源: Trendforce, 中国银河证券研究院

三、制程工艺升级与扩产并行

(一) 不断追赶制程工艺，提升自身竞争力

中芯国际的制程工艺发展历程展现了中国半导体产业从追赶到并跑的奋斗轨迹，其通过跨越式技术追赶与务实战略实现了显著突破。公司自 2015 年量产 28nm 工艺、2019 年实现 14nm FinFET 工艺量产。面对外部技术限制，中芯国际采取“双重追赶”战略：一方面持续扩大成熟制程产能，月产能达 99.13 万片 8 英寸等效晶圆，夯实 28nm 及以上技术在汽车电子、物联网等领域的优势；另一方面积极寻求先进制程自主研发，努力缩小国际代差。2025 年上半年公司营收同比增长 23.1%，展现出强劲发展势头。

图23：中芯国际关键技术节点的量产时间



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

在研储备丰富，聚焦成熟制程。依托公司在逻辑电路、电源/模拟、高压驱动、嵌入式非挥发性存储等多项技术平台的量产经验，研发中心以客户需求为导向，不断加强工艺研发创新和平台建设。截至 2024 年，多项关键工艺平台已顺利完成研发并转入批量生产阶段，主要包括 28 纳米超低漏电平台、55 纳米高压显示第二代工艺平台、65 纳米射频绝缘体上硅（RF-SOI）工艺平台以及 90 纳米 BCD 工艺平台。

表6：中芯国际在研项目情况

序号	项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
1	28 纳米超低漏电平台研发项目	已发布新一代 PDK，性能大幅提升，导入多家先导客户新产品验证	完善平台 IP 布局，拓宽应用市场；工艺迭代优化提升速度、降低漏电，实现批量生产	中国大陆领先	物联网、移动通讯；智能手机、数字电视、机顶盒、图像处理等
2	40 纳米嵌入式闪存小尺寸存储单元工艺平台研发项目	已发布 PDK，先导客户新产品通过可靠性验证，更多客户新产品设计中	完成 Flash IP 可靠性验证，持续优化提高良率，实现批量生产	中国大陆领先	金融卡、eSIM 等大容量高端卡类产品
3	65 纳米射频绝缘体上硅工艺平台持续研发项目	已发布新一代平台 PDK，进入产品导入验证阶段；上一代平台产品稳定量产中	新一代平台提升性能至业界一流水平，完成更多客户新产品导入，实现批量生产	中国大陆领先	智能手机、WIFI 等射频前端模组中的射频芯片

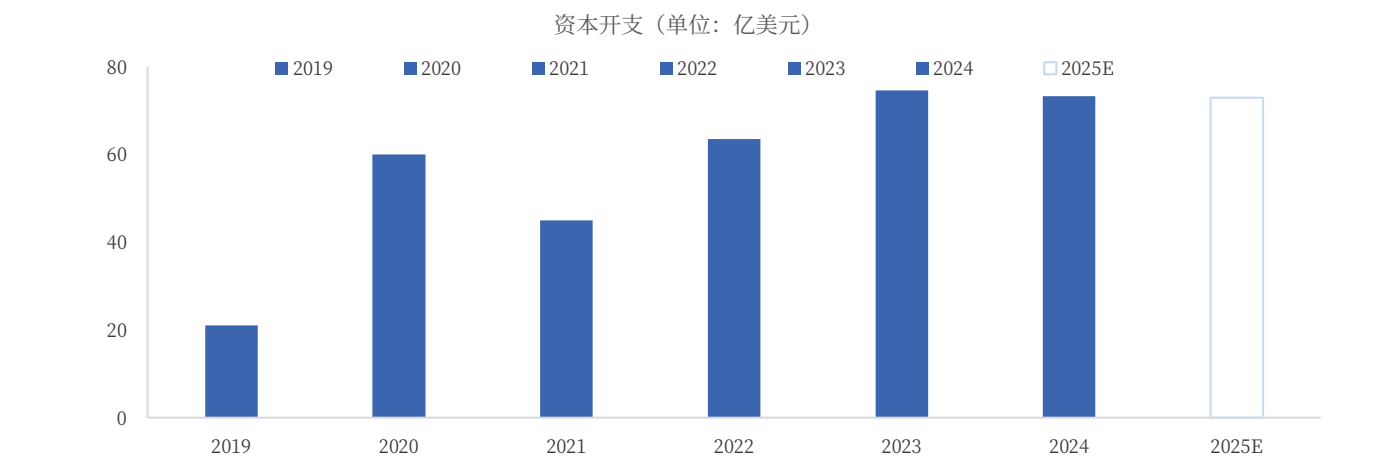
4	90 纳米 BCD 工艺平台持续研发项目	已完成 BCD 中压平台开发，PDK 制作中；低压平台开启新一代技术研发，已完成工艺开发	中压平台完成更多客户新产品导入并实现批量生产；低压平台新一代技术提升性能，丰富器件种类，提供更有竞争力技术平台	中国大陆领先	智能化电源管理、音频放大器、智能电机驱动和车用芯片
5	8 英寸 BCD 和模拟技术平台持续研发项目	已完成 110nm BCD 基础平台、新一代汽车电子系统 BCD 平台和新一代中高压 BCD 平台工艺和器件开发	持续开发新 BCD 工艺平台和迭代提升既有平台性能，推出 PDK 并实现产品导入和批量生产；提升汽车电子技术平台的广度和深度	中国大陆领先	电源管理、工业应用、车用芯片等
6	0.18 微米嵌入式存储工艺车用平台研发项目	已完成主流车用系统嵌入式存储平台工艺和器件开发，发布 PDK，平台 IP 设计完成；新一代车用系统嵌入式存储技术工艺开发中	完成平台开发和可靠性验证，推出模型和 PDK、布局 IP，导入产品并实现批量生产	中国大陆领先	工业应用、车用芯片等
7	中大尺寸高压显示驱动工艺平台持续研发项目	已完成新一代中尺寸显示驱动平台的工艺开发，已发布 PDK，客户产品导入中；新一代大尺寸显示驱动平台工艺开发中	持续开发新器件和技术平台，推出 PDK，实现产品导入和批量生产；提升在中大尺寸显示领域的市场占比	中国大陆领先	中大尺寸屏幕显示驱动芯片和车载屏幕显示驱动芯片

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

（二）资本开支持续高增，产能不断扩充

资本开支高增，扩厂成熟制程方向。中芯国际近年维持了高强度的资本开支，2024 年达到 73.3 亿美元，2025 年计划与此持平，其主要目的在于快速扩张成熟制程产能，以抓住国产替代机遇并应对潜在的外部供应链风险，尽管短期存在较大折旧压力，但未来随着前期投入产能的逐步释放和良率提升，经营效率及盈利能力或将得到改善。

图24：中芯国际最近 6 年资本开支情况以及 2025 年预期



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

中芯国际向全球客户提供 8 英寸和 12 英寸晶圆代工与技术服务，该公司总部位于上海，在上海、北京、天津、深圳建有多座 8 英寸和 12 英寸晶圆厂。公司的晶圆厂主要集中在中国大陆地区。从中芯国际 2024 年整体来看，其 8 英寸晶圆月产能为 45 万片，12 英寸晶圆月产能为 25 万片。目前，中芯国际在上海、北京、天津、深圳建有三座 8 英寸晶圆厂和四座 12 英寸晶圆厂，四地均各有一座 12 英寸晶圆厂在逐步推进中。

图25：中芯国际芯片代工厂位置分布



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

表7：中芯国际 12 英寸晶圆厂产能布局

工厂名称	所在地	制程工艺范围	产能规划/现状	状态/计划投产时间
中芯南方 (SN1)	上海	14nm FinFET	现有 1.5 万片/月	已投产
中芯南方 (SN2)	上海	7nm 及以下	计划新增 3.5 万片/月	规划中
中芯北方 (B1)	北京	0.18 μm 至 55nm	现有 5.2 万片/月	已投产
中芯北方 (B2)	北京	65nm 至 24nm	现有 6.2 万片/月，扩建后 10 万片/月	部分投产，扩建中
中芯京城 (B3P1/B3P2)	北京	45/40nm 至 38/32nm	两期各 5 万片/月，总 10 万片/月	2025 年起投产
中芯深圳 (Fab 16 A/B)	深圳	28nm 及以上	规划 4 万片/月	2024 年开始达产
中芯西青 (7B/7C)	天津	180nm 至 28nm	两期各 5 万片/月，总 10 万片/月	2025 年开始投产
中芯东方	上海临港	28nm 及以上	三阶段共 10 万片/月	建设中

资料来源：中芯国际官网及财报，国际电子商情，中国银河证券研究院

四、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

鉴于公司 8 英寸晶圆年出货超 800 万片，12 英寸产能持续扩张（年均约 5 万片），同时通过优化制程良率、改善产品结构和降本增效等措施，盈利能力将稳步提升。我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 727.71/764.01/936.11 亿元，增速分别为 25.9%/5.0%/22.5%，综合毛利率分别为 19.5%/20.8%/21.7%。分业务假设如下：

1、集成电路晶圆代工：基于全球半导体复苏态势及公司未来资本开支，我们预测 2025-2027 年该业务收入分别为 685.35/715.36/885.42 亿元，同比增长 28.7%/4.4%/23.8%，毛利率分别为 19.5%/20.5%/21.5%。

2、其他业务：预计 2025-2027 年营收分别为 42.36/48.65/50.69 亿元，同比增长 -6.9%/14.8%/4.2%，毛利率分别为 20.0%/25.0%/25.0%。

表8：公司业绩盈利预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营收总计（单位：亿元）	356.31	495.16	452.5	577.96	727.71	764.01	936.11
集成电路晶圆代工	321.34	452.93	408.75	532.46	685.35	715.36	885.42
其他	34.96	42.23	43.75	45.49	42.36	48.65	50.69
营收同比	30%	39%	-9%	28%	25.9%	5.0%	22.5%
集成电路晶圆代工同比	34%	41%	-10%	30%	28.7%	4.4%	23.8%
其他同比	0%	21%	4%	4%	-6.9%	14.8%	4.2%
毛利率	30%	39%	22%	19%	19.5%	20.8%	21.7%
晶圆代工毛利率	28%	38%	20%	19%	19.5%	20.5%	21.5%
其他毛利率	44%	49%	38%	19%	20.0%	25.0%	25.0%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）相对估值分析

公司属于半导体制造领域龙头厂商，同时晶圆代工是资本和技术密集型行业，中芯国际持续维持高强度的资本开支以扩张产能和研发技术，这会带来巨大的折旧压力，短期内严重挤压净利润表现，因此，用 PE 估值会失真，而 PB 更能反映其真实资产价值和长期投入的成果。我们根据公司主业特性，选取华虹公司、斯达半导、士兰微、华润微为可比公司，2025-2027 年可比公司 A 股 PB 平均值为 3.85/3.67/3.46（数据选取 Wind 一致预期）。

鉴于选取可比公司均为成熟制程的晶圆代工厂，设备投入支出较低，折旧压力较小，同时并不具备稀缺性，而中芯国际是国内极少数量产先进制程的代工企业，在 AI 驱动先进制程需求增长的背景下，这种稀缺性带来了议价能力和成长空间。同时，公司是中國大陸实现半导体自主可控的绝对主力，其战略价值比其他纯商业性代工厂更为稀缺。相较于国际巨头台积电，中芯国际在技术上虽是追赶者，但其成长性和在中国市场的独特地位，支撑其享有更高的估值弹性，鉴于台积电在美股 PB 为 9.47（截止 2025/9/26），同时公司作为正在重资本投入的国内稀缺先进晶圆代工厂，应该具备更高估值溢价，我们给与公司 A 股 2026 年 8-10 倍 PB，对应公司 A 股市值为 13015.48-16269.35 亿元。

表9：中芯国际与可比公司估值水平（截至 2025/9/26）

公司代码	公司名称	收盘价 (单位：元)	总市值 (单位：亿元)	每股净资产			PB		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688347.SH	华虹公司	95.77	1217.86	21.51	21.83	22.31	4.45	4.39	4.29
603290.SH	斯达半导	111.93	268.04	29.79	32.26	35.46	3.76	3.47	3.16
600460.SH	士兰微	31.23	519.69	7.66	8.12	8.75	4.08	3.85	3.57
688396.SH	华润微	54.71	726.29	17.50	18.38	19.49	3.13	2.98	2.81
平均值							3.85	3.67	3.46
688981.SH	中芯国际	132.27	10510	19.14	19.87	20.92	6.91	6.66	6.32

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(三) 绝对估值分析

我们采用二阶段 FCFC 法进行绝对估值，对永续增长率和贴现率两个参数进行敏感性分析，在以下假设条件情况下，公司 A 股合理每股价值区间为 158.16-163.84 元，对应公司 A 股市值 12707.85-13105.81 亿元。

表10：基本假设及关键参数

估值假设	参数设置
预测期年数	10
永续增长率	2.00%
贝塔值（β）	1.46
无风险利率（Rf）	1.88%
市场预期收益率（Rm）	3.60%
有效税率（T）	25%
债务资本成本 Kd	2.00%
债务资本成本比重 Wd	7.21%
股权资本成本 Ke	4.61%
加权平均资本成本 WACC	4.39%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表11：中芯国际绝对估值敏感性分析

估值区间		折现率						
		3.58%	3.78%	3.98%	4.18%	4.38%	4.58%	4.78%
永续 增长 率	1.40%	168.99	153.70	140.78	129.74	120.18	111.83	104.47
	1.60%	184.49	166.39	151.34	138.63	127.76	118.35	110.13
	1.80%	203.47	181.65	163.84	149.03	136.52	125.82	116.56
	2.00%	227.26	200.33	178.86	161.33	146.75	134.44	123.91
	2.20%	257.94	223.75	197.25	176.11	158.86	144.52	132.40
	2.40%	299.03	253.96	220.30	194.22	173.42	156.44	142.32
	2.60%	356.88	294.40	250.04	216.92	191.25	170.77	154.06

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（四）投资建议

我们认为，公司作为国内技术最先进、规模最大的晶圆代工企业，凭借在 14nm FinFET 等先进制程上的量产能力和持续扩产计划，展现出显著的技术与产能优势。随着 AI 芯片需求爆发以及国产化需求提升，公司有望在先进制程产能规模与工艺研发上进一步强化竞争力。基于其龙头地位及成长潜力。我们预计公司 2025-2027 年公司营业收入分别为 727.71/764.01/936.11 亿元，预计公司 2025-2027 年公司归母净利润分别为 49.46/58.39/83.39 亿元，增速为 33.7%/18.1%/42.8%，对应 A 股 PB 为 6.91/6.66/6.32 倍。首次评级，给予 A 股中芯国际“推荐”评级。

五、风险提示

技术研发与外部限制的风险。作为技术密集型行业，晶圆代工需要持续巨额资金投入以进行工艺迭代，但公司目前难以获取 EUV 光刻机等关键设备，这严重制约了其向 7nm 及以下先进制程的突破。与此同时，行业技术人才储备不足且争夺激烈，若出现核心技术人员大量流失，将直接影响其工艺研发进度与长期竞争力。

财务与经营压力的风险。尽管营收保持增长，但 2024 年净利润同比下滑 23.3%，毛利率降至 18.59%，这主要源于巨额的资本开支带来的高折旧摊销费以及成熟制程领域激烈的“价格战”。此外，应收账款周转下降也加剧了现金流管理的难度。

地缘政治与全球供应的不确定性的风险。公司已被美国列入“实体清单”，导致其获取部分关键设备、原材料和软件支持面临许可限制和潜在中断风险。这使得中芯国际在维持全球供应链稳定、拓展海外市场以及应对国际合规要求方面面临持续压力，任何摩擦升级都可能对其研发和生产活动产生不利影响。

图 表 目 录

图 1: 中芯国际股权结构	5
图 2: 中芯国际收入及增速	6
图 3: 中芯国际利润及增速	6
图 4: 中芯国际收入分拆情况 (单位: 亿元)	7
图 5: 中芯国际毛利率和净利率情况	7
图 6: 公司销售、管理、研发费用率情况	7
图 7: 存货和应收账款周转天数情况	7
图 8: 全球半导体月销售额及增长	8
图 9: 中国半导体月销售额及增长	8
图 10: 半导体产业链图谱	9
图 11: 中芯国际和华虹半导体的晶圆制造 ASP(单位: 美元/片)	9
图 12: 中芯国际和华虹半导体的稼动率	9
图 13: 建造晶圆厂的成本构成	10
图 14: 技术进步将在未来推动制造成本增长 33%至 66%	10
图 15: 汽车芯片认证流程	11
图 16: 全球晶圆代工市场空间及增长	12
图 17: 2020-2025 年中国大陆晶圆代工市场规模预测	12
图 18: 2020-2025 年中国大陆纯代工全球市场占比预测	12
图 19: 2024 年按地区来分全球晶圆代工市场份额	13
图 20: 中国加入实体清单的企业数量及新增情况	13
图 21: 先进制程仅剩下了少数关键参与者	13
图 22: 中国大陆晶圆厂布局情况	14
图 23: 中芯国际关键技术节点的量产时间	15
图 24: 中芯国际最近 6 年资本开支情况以及 2025 年预期	16
图 25: 中芯国际芯片代工厂位置分布	17

表 1: 公司历史发展和关键制程节点重要时间点4

表 2: 中芯国际专利情况.....5

表 3: 公司管理层概况.....6

表 4: 全球半导体晶圆代工行业龙头8

表 5: 2Q25 全球前十大晶圆代工业者营收排名(单位: 百万美元)..... 10

表 6: 中芯国际在研项目情况..... 15

表 7: 中芯国际 12 英寸晶圆厂产能布局..... 17

表 8: 公司业绩盈利预测 18

表 9: 中芯国际与可比公司估值水平（截至 2025/9/23） 19

表 10: 基本假设及关键参数 19

表 11: 中芯国际绝对估值敏感性分析 19

附录：公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	106,279	123,659	132,621	158,654
现金	48,029	54,969	62,613	82,555
应收账款	2,923	4,655	4,888	5,570
其它应收款	239	279	293	369
预付账款	405	875	904	941
存货	21,267	29,286	30,267	35,486
其他	33,415	33,594	33,657	33,733
非流动资产	247,137	257,579	258,919	251,763
长期投资	12,077	12,077	12,077	12,077
固定资产	113,545	132,644	140,912	139,303
无形资产	3,225	3,225	3,225	3,225
其他	118,289	109,633	102,705	97,158
资产总计	353,415	381,238	391,540	410,417
流动负债	61,544	82,608	84,756	91,897
短期借款	1,070	1,070	1,070	1,070
应付账款	5,658	7,613	7,867	9,291
其他	54,816	73,925	75,818	81,535
非流动负债	62,763	62,665	62,722	62,716
长期借款	57,785	57,785	57,785	57,785
其他	4,978	4,879	4,936	4,931
负债合计	124,308	145,272	147,478	154,613
少数股东权益	80,917	82,829	85,087	88,489
归属母公司股东权益	148,191	153,137	158,976	167,315
负债和股东权益	353,415	381,238	391,540	410,417

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	22,659	47,529	43,045	50,171
净利润	5,373	6,858	8,096	11,741
折旧摊销	23,156	30,873	34,975	38,471
财务费用	-1,055	0	0	0
投资损失	-1,100	-728	-764	-936
营运资金变动	-3,413	475	-41	-2,399
其它	-303	10,051	779	3,294
投资活动现金流	-30,669	-40,491	-35,459	-30,223
资本支出	-54,347	-41,219	-36,223	-31,159
长期投资	21,401	0	0	0
其他	2,277	728	764	936
筹资活动现金流	9,999	-99	57	-5
短期借款	-2,327	0	0	0
长期借款	-1,246	0	0	0
其他	13,572	-99	57	-5
现金净增加额	1,732	6,939	7,644	19,942

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	57,796	72,771	76,401	93,611
营业成本	47,051	58,559	60,520	73,307
营业税金及附加	276	153	229	281
营业费用	282	218	229	281
管理费用	3,835	4,366	4,584	4,681
研发费用	5,447	7,443	7,814	9,324
资产减值损失	-524	43	43	43
公允价值变动收益	4	0	0	0
投资净收益	4,082	4,444	4,665	5,750
营业利润	6,299	7,479	8,832	12,783
营业外收入	17	9	13	13
营业外支出	23	33	45	34
利润总额	6,292	7,455	8,800	12,762
所得税	919	596	704	1,021
净利润	5,373	6,858	8,096	11,741
少数股东损益	1,674	1,912	2,257	3,402
归属母公司净利润	3,699	4,946	5,839	8,339
EBITDA	27,615	37,367	42,676	49,981
EPS (元)	0.46	0.62	0.73	1.04

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27.7%	25.9%	5.0%	22.5%
营业利润	-8.8%	18.7%	18.1%	44.7%
归属母公司净利润	-23.3%	33.7%	18.1%	42.8%
毛利率	18.6%	19.5%	20.8%	21.7%
净利率	9.3%	9.4%	10.6%	12.5%
ROE	2.5%	3.2%	3.7%	5.0%
ROIC	1.2%	1.9%	2.2%	3.1%
资产负债率	35.2%	38.1%	37.7%	37.7%
净负债比率	54.3%	61.6%	60.4%	60.4%
流动比率	1.73	1.50	1.56	1.73
速动比率	0.88	0.76	0.84	1.00
总资产周转率	0.17	0.20	0.20	0.23
应收账款周转率	17.99	19.21	16.01	17.90
应付账款周转率	8.88	8.83	7.82	8.54
每股收益	0.46	0.62	0.73	1.04
每股经营现金	2.83	5.94	5.38	6.27
每股净资产	18.53	19.14	19.87	20.92
P/E	286.07	213.92	181.21	126.88
P/B	7.14	6.91	6.66	6.32
EV/EBITDA	39.59	29.08	25.28	21.19
P/S	18.31	14.54	13.85	11.30

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高峰：北京邮电大学电子与通信工程硕士，吉林大学工学学士。2 年电子实业工作经验，6 年证券从业经验，曾就职于渤海证券、国信证券、北京信托证券部。2022 年加入中国银河证券研究院，担任电子团队组长，主要从事硬科技方向研究。

王子路：英国布里斯托大学金融与投资学硕士，山东大学经济学学士。2020 年加入中国银河证券研究院，主要从事科技产业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn