

中芯国际 (688981.SH)

25Q3 收入和毛利率超指引，整体订单供不应求

中芯国际港股发布 2025 第三季度未经审核业绩，25Q3 收入 23.82 亿美元，同比+9.7%/环比+7.8%，超指引（环比+5~7%）；产能利用率 95.8%，同比+5.4pcts/环比+3.3pcts；毛利率 22%，同比+1.5pcts/环比+1.6pcts，超指引（18-20%）。公司 25Q3 收入和毛利率均超指引，整体订单供不应求；公司对 25Q4 收入指引相对保守，主要系客户拿货节奏等影响；公司指引未来国内整体需求增长，扩产速度有望加快。维持“增持”投资评级。

□ 25Q3 收入和毛利率均超指引，产能利用率快速提升。25Q3 收入 23.82 亿美元，同比+9.7%/环比+7.8%，超指引（环比+5~7%）；产能利用率 95.8%，同比+5.4pcts/环比+3.3pcts，公司产能利用率快速提升，订单供不应求；毛利率 22%，同比+1.5pcts/环比+1.6pcts，超指引（18-20%），主要系生产波动消除、产能利用率提升、产品结构优化；归母净利润 1.9 亿美元，同比+28.9%/环比+44.7%；少数股东损益 1.24 亿美元，同比+66%/环比+772%。

□ 25Q3 订单出货推迟以及客户需求季节性起伏影响手机领域收入表现，消费电子、电脑与平板等领域收入同环比增长。25Q3 智能手机收入 5.1 亿美元，同比-4.5%/环比-7.4%，主要系①在公司产能供不应求、存在急单的情况下，公司对产能结构做出调整，比如在本季度模拟等领域供不应求，公司主动将手机订单出货推迟；②公司看到客户和产品切换速度较快，公司手机客户份额、实际需求以及机型配置等具有季节性波动；25Q3 电脑与平板收入 3.36 亿美元，同比+2.5%/环比+9.9%；消费电子收入 8.73 亿美元，同比+12.7%/环比+14.9%，同环比增长主要系国内产品更新迭代速度加快、出口需求增长、以及新应用驱动等；互连和可穿戴收入 1.68 亿美元，同比+7.9%/环比+5.9%；工业与汽车收入 1.62 亿美元，同比+66.6%/+21.8%。

□ 公司对 25Q4 收入和毛利率指引相对保守，预计未来扩产速度加快。1) 业绩指引：公司指引 25Q4 收入环比持平至增长 2%，毛利率 18-20%；公司收入指引相对保守，主要系客户对在年底是否拿货存在考量，同时四季度为传统淡季，影响最大的是手机市场相关资源的调配。目前手机市场存储器供不应求，同时产业链正在进行价格谈判，例如存储价格涨幅较高，产业链正考虑是否对其他品类 IC 进行降价，这些均会影响目前客户下单节奏；2) 未来展望：公司看到存储器供不应求缺口持续扩大、价格向好，在模拟、消费类逻辑芯片等领域，中国客户替代速度快，产生真实需求。公司为应对下游需求增长，产能扩产速度预计持续提升。

□ 投资建议。公司 25Q3 收入和毛利率均超指引，产能利用率环比提升明显，主要系整体订单供不应求；公司对 25Q4 收入指引相对保守，主要系客户拿货节奏等影响；公司指引未来存储周期延续，模拟、消费类逻辑芯片等领域国内整体需求增长，扩产速度有望加快。我们调整 2025/2026/2027 年收入至 673.3/754.1/848.4 亿元，调整归母净利润至 51.6/56.5/65.2 亿元，对应 PE 为 191.0/174.2/151.0 倍，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：下游需求复苏不及预期，产能供过于求，设备交付不及预期，先进制程受制裁，折旧增加，产能扩张不及预期的风险。

增持（维持）

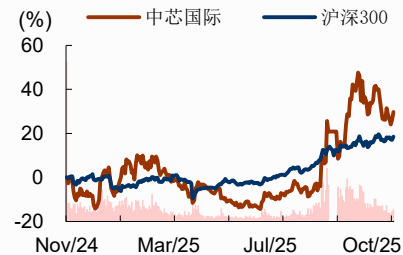
TMT 及中小盘/电子
当前股价：123.1 元

基础数据

总股本（百万股）	8000
已上市流通股（百万股）	2000
总市值（十亿元）	984.8
流通市值（十亿元）	246.1
每股净资产（MRQ）	18.9
ROE（TTM）	3.2
资产负债率	33.1%
主要股东 国家集成电路产业投资基金	
主要股东持股比例	1.59%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	43	22
相对表现	-6	22	7



相关报告

- 1、《中芯国际（688981）—25Q3 指引收入环比增长，25Q4 备货能见度降低》2025-08-09
- 2、《中芯国际（688981）—25Q1 客户提前拉货效果显现，生产波动等影响 Q2 收入表现》2025-05-10
- 3、《中芯国际（688981）—客户加速备货带来急单需求，2025 年 Capex 预计同比持平》2025-02-12

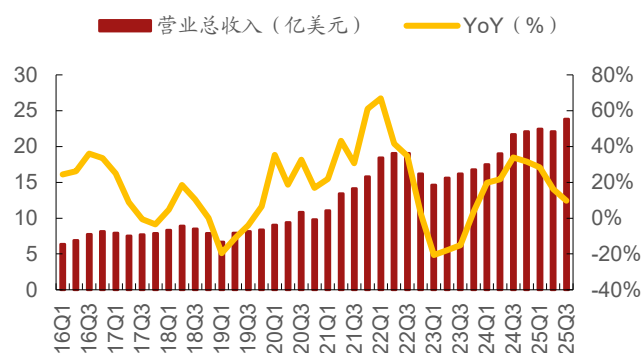
鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
湛薇 S1090524070008
shenwei3@cmschina.com.cn
王虹宇 S1090525070013
wanghongyu@cmschina.com.cn
王焱仟 研究助理
wangyanqian@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	45250	57796	67332	75412	84838
同比增长	-9%	28%	17%	12%	13%
营业利润(百万元)	6906	6299	8928	8795	10154
同比增长	-53%	-9%	42%	-1%	15%
归母净利润(百万元)	4823	3699	5155	5652	6524
同比增长	-60%	-23%	39%	10%	15%
每股收益(元)	0.60	0.46	0.64	0.71	0.82
PE	204.2	266.3	191.0	174.2	151.0
PB	6.9	6.6	6.4	6.2	5.9

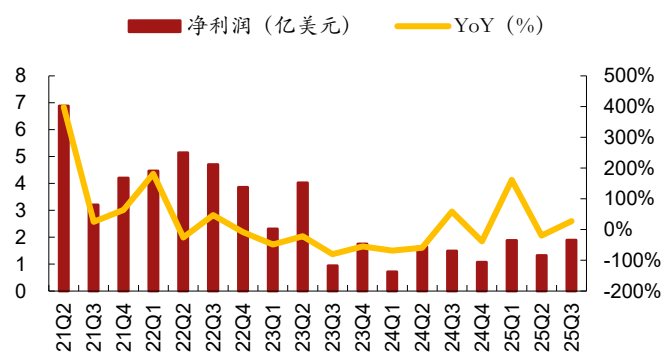
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 分季度营收及 YoY (亿美元)



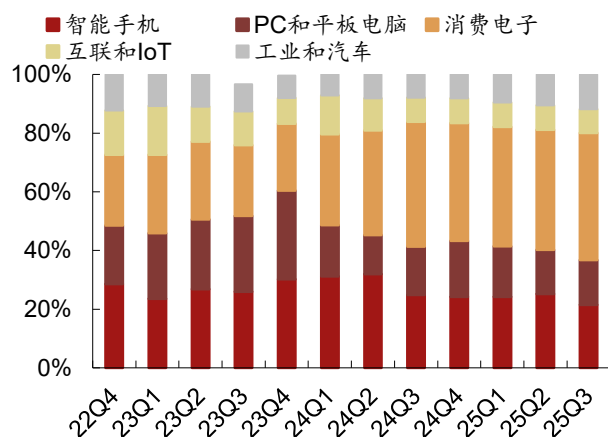
资料来源：中芯国际，招商证券

图 2: 分季度净利润及 YoY (亿美元)



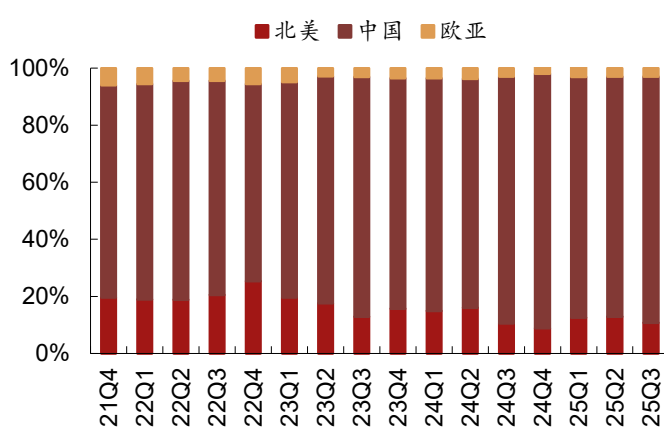
资料来源：中芯国际，招商证券

图 3: 按应用领域晶圆营收拆分



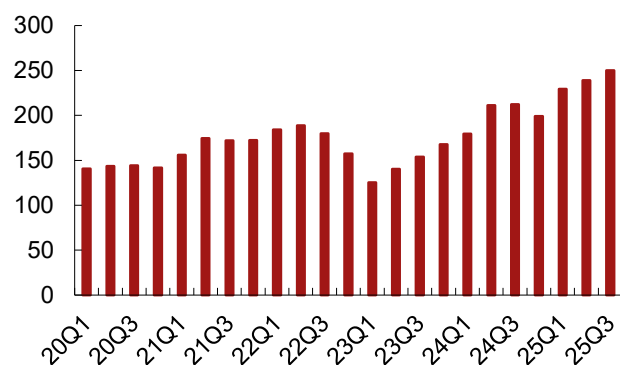
资料来源：中芯国际，招商证券

图 4: 按地域营收拆分



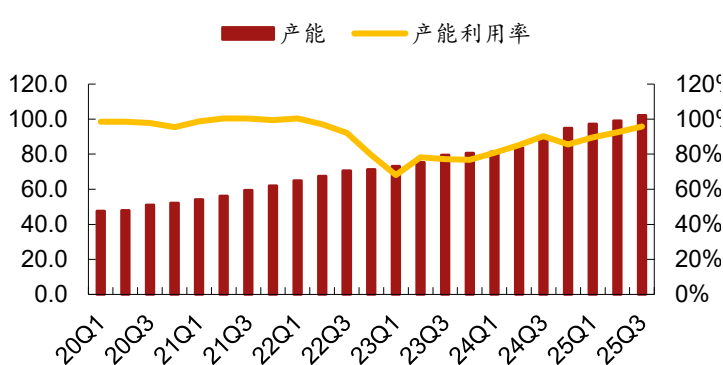
资料来源：中芯国际，招商证券

图 5: 分季度出货量 (约当 8 英寸/万片)



资料来源：中芯国际，招商证券

图 6: 分季度产能 (等价 8 英寸/万片) 及产能利用率



资料来源：中芯国际，招商证券

(后附 2025Q3 业绩说明会纪要全文)

附录：中芯国际（港股）2025Q3 业绩说明会纪要

时间：2025 年 11 月 14 日

出席：

赵海军博士（联合首席执行官）

吴俊峰博士（资深副总裁、财务负责人）

会议纪要根据公开信息整理如下：

营收

25Q3 销售收入：23.82 亿美元，环比+7.8%。

毛利率：22%，环比+1.6pct。

经营利润：3.51 亿美元。

EBITDA：14.3 亿美元，EBITDA 利润率 60%。

归母净利润：1.92 亿美元。

库存和产能

25Q3 产能利用率：95.8%。

晶圆出货量：249.9 万片，折合 8 英寸，环比+4.6%。

平均销售单价，ASP：环比+3.8%，产品组合升级导致高制程比重提升。

12 英寸与 8 英寸收入占比：77%/23%，较上一季保持平稳。

8 英寸标准逻辑月产能达 102.3 万片。

产线持续供不应求，无法满足全部客户需求。

25Q4 营收展望

销售收入：环比持平至+2%。

毛利率：18%-20%。

25Q4 分业务趋势，管理层口径

Q4 为消费电子传统淡季，但由于产业链切换效应持续，整体需求“淡季不淡”。

客户备货节奏较 Q3 放缓，但订单仍保持稳定。

25Q3 财务回顾，IFRS, USD

毛利率：22%。

经营利润：3.51 亿美元。

EBITDA：14.3 亿美元。

归母净利润：1.92 亿美元。

债务与现金

总资产：494 亿美元

现金及等价物/库存资金：114 亿美元

总负债：164 亿美元

有息负债：115 亿美元

总权益：331 亿美元

有息负债权益比：34.8%

净债务权益比：0.4%

运营资本指标

Q3 产能利用率：95.8%

产品应用结构：以应用分类来看，智能手机、电脑与平板、消费、电子互联与可穿戴、工业与汽车占比分别为 22%、15%、43%、8%和 12%

地区结构：中国：86%，美国：11%，欧亚：3%

消费电子环比+15%，国产替代加速、家电/3C 需求旺盛

经营现金流

经营活动现金流：9.41 亿美元

投资活动现金流：-20.62 亿美元

融资活动现金流：-4.9 亿美元

前三季度累计收入：68.38 亿美元，同比+17.4%

前三季度毛利率：21.6%，同比+5.3pct

年内资本开支累计：57 亿美元

25Q4 财务预期

收入环比持平约+2%

毛利率 18-20%，与 Q3 接近

公司全年收入预计突破 90 亿美元，规模再上新台阶。

重点关注领域，战略/运营**特色工艺进展：**

28nm 超低功耗逻辑进入量产

CIS/ISP 工艺持续迭代，图像质量、低噪声和多波段能力提升

嵌入式存储平台向车规 MCU 扩展，NOR/NAND 提供更高密度及更低功耗

汽车平台推出 BCD、MCU、RF、显示等特色工艺，实现系统级方案能力

需求与市场趋势：

国产替代效应持续放大

客户订单稳定可预测

当前产线仍“供不应求”

全年展望：

管理层期待 2025 年实现全年强劲收官，收入规模跨入新平台。

Q&A

Q: 公司四季度指引的问题，公司给出的营业收入同比/环比增长区间是 0%到 2%。

从“量”和“价”的角度说明四季度的具体情况是怎么样的？因为过去几个季度产能利用率在持续提升，如果本季度“量”的增长不快而产能继续释放，从计算上看四季度产能利用率似乎会回落一点。但公司又提到仍处于供不应求状态，那么这具体发生了什么？

A: 四季度我们在营业额方面给出的指引是持平或增长 2%，主要考虑到年末临近，客户会基于来年的安排对出货量规模做一定调控。我们此前所说的“供不应求”，更多是从三季度接到四季度的下线量来看；而到了今年年底，我们做的事情是在为来年的出货量做准备。今天我们不会谈太多 2026 年一季度、二季度的细节，所以四季度的产线利用率更多代表明年一二季度的表现。提到环比没有非常大的跃升，这一点没错；但我们三季度产能利用率达到 95.8%，这个很高的水平已经说明产线供不应求，订单多于产线能力。至于四季度营业额未出现很高的跳升，主要还是因为客户在年底是否拿货并投入市场有其它考量。当前我们看到，四季度作为传统淡季，影响最大的仍是手机相关市场的资源调配：一方面，手机总量大致持平或略增，但局部环节供不应求，特别是存储器——大家担心接下来拿不到足够的存储器供应，即便其他 chip side 都准备好了，也未必能形成一部完整手机；另一方面，存储器价格涨幅很大，如果维持同样的存储器用量，其他 IC 的价格是否要下降？现在产业链处在这样的谈判与预测之中：一边希望尽快多拿一些存储器把机型做出来，另一边又担心拿了其他 IC 却配不到存储器。网通行业也是一个典型：由于产业链切换和迭代速度快，部分网通公司在四季度对下线和拿货更为谨慎，担心自身拿多了但市场份额已切到对手；我们观察到网通可能是切换程度最高的行业。综合来看，在营业额层面我们对四季度并未给出很高的增长值，但从产能利用率来看，实际推进程度是高于指引所反映的。

Q: 投资人现在普遍担心明年的存储“大周期”，super cycle 会对消费电子终端需求形成挤压。公司如何看待 2026 年手机、以及提到的目前表现很好的家电等终端需求的情况？从代工企业、从 SMIC 的角度看，这一轮存储大周期对我们有哪些正面和负面影响？

A: 存储大周期对制造业环节的正面效应与对终端 OEM 的负面压力是并存的：无论汽车、手机还是各类消费品，用到存储器的终端厂商在来年都面临价格上行与供应保障的不确定性，目前市场上缺乏明确的供应承诺。我们担心因此导致来年在手机、消费类与互联类等领域出现阶段性的供不应求，产业链在制定来年生产规划时趋于保守，不敢确认整体需求与出货目标；例如手机、家电、工业在恢复，汽车也在增长，但很难断言来年出货一定上升，这正是存储大周期带来的不确定。对代工环节而言，如果在相同用量下存储器价格明显上涨，而整机价格难以上调，整机厂会期望其他 IC 降价以对冲成本，从而加剧行业竞争；当前在产客户若不降价，来年其份额可能被更低价的新供应商抢走。因此我们对来年前一两个季度保持相对保守，但这些问题具备可解性，存在重演今年节奏的可能：年初普遍保守，半年后持续上修。以中芯国际为例，我们年初给出的指引也比现在的结果更保守，当时的背景并非存储短缺，但节奏相似。

Q: ASML 预计 2026 年来自中国客户的营收占比将显著回落。但公司提到目前仍然供不应求、严重缺产。在这种情况下，如何看待 2026 年中国晶圆制造业的扩产节奏？

A: 我们一方面参考外部报告与同业公开信息，另一方面结合中芯国际自身规划评估扩产进展。总体看，新增项目在持续推进。存储器处于“大周期”，供不应求缺口大、价格向好；逻辑侧，尤其是模拟、MCU、消费类标准逻辑等领域，中国客户替代速度快，并逐步融入海外客户与供应商的供应链，需求真实存在。因此业内应对思路是一致的：持续发展、加速发展。就来年看，无论代工还是存储，产能扩充的速度只会提高，不会降低。至于你提到 ASML 对中国明年营收占比下滑的判断，我认为存在“前置/积累效应”：不少项目在早期资金与规模未完全敲定时，不会一次性下满整线设备订单，通常优先下光刻机订单（有前置效应）。不排除本轮拟在明年进一步扩张的产能，其光刻机采购已在去年或前年下单，因此统计到明年 ASML 新增订单不多；但从其他制程设备来看，明年的新增应会显著增加，只是相对光刻机会存在滞后。

Q: 三季度的一般和行政开支处于偏低水平。那么应如何展望后续趋势？

A: 三季度一般行政开支较二季度大幅下降，且低于通常水平。原因主要有二：一是我们的一般行政开支包含开办费，开办费计入经营费用。三季度因新产线投产进入初开办期之后，开办费下降，带动经营费用降低。二是一次性因素影响：开办期内部分生产相关费用计入开办费；出开办期需要一次性调整，将相关费用结转转入存货，形成一次性影响。上述因素共同导致 Q3 一般行政开支低于常态。展望后续，该一次性因素不再持续发生，一般行政开支将回归正常水平。

Q: 从 Q3 的应用拆分来看，智能手机品类占比下降到了 21.5%，消费电子提升到了 43.3%，工业和汽车也有一些提升。这个背后的变化原因是什么？看起来好像

手机部分的占比降得比较多，而消费电子占比上升更多了一些，那么这是种什么情况？

A：中芯国际整体营业额在本季度有比较大的增长，在这个前提下，手机相关业务的相对占比出现了下降，主要有两个原因。第一，手机业务的备货通常是比较大宗的，在中芯国际产能供不应求、并且存在急单的情况下，我们对产能做了结构性调整：部分手机订单在总量和价格都已事先确定的前提下，我们可以在时间上略作推迟——早出一点、晚出一点，对全年影响不大。所以在三季度，当中芯国际在模拟电路等领域供不应求时，我们将部分本该在本季度出货的手机订单推迟到需求相对缓和的时期，把产能优先保障给急单出货，这一点也得到了客户的理解和同意。这是第一点。第二点，我们看到行业竞争格局的变化，特别是在 CMOS Image Sensor, CIS 和 LCD Driver 等产品线上，客户切换和产品切换的速度非常快，具有明显的季节性。中芯国际在 LCD Driver 相关领域，包括 AMOLED Driver、OLED Driver、DDIC、Touch IC 等，并不是每一个季度在所有客户中都拿到最高的订单份额。可能在某一个季度，由于其他厂商的新机型一年两次集中发布，那些并非中芯国际供货的客户产品出货更多一些；而在下一轮新机发布周期中，我们现有客户的机型可能又会拿到更多份额。因此，手机业务本身呈现出一种季节性的起伏。由于供应商众多，终端手机 OEM 会在不同供应商之间平衡市场份额和总量配置，所以我们看到手机相关订单、尤其是 CIS 和 LCD Driver 的结构性调整，主要原因一是订单出货时间的推迟，二是随着季节变化，客户实际需求量和机型配置的调整。

Q：消费电子的提升主要原因是什么？

A：消费电子的提升是比较全面的。首先，中国这边产品迭代速度非常快，新产品多，国内本身的消费量就大，对外出口的需求也一直在增加，再叠加一些全新的应用领域带动。举个例子，比如音箱里的处理器，过去大致是：国外 IC 设计厂商和国内 IC 设计厂商各占一部分份额，中低端更多是中国 IC 供应商，中高端更多是国外 IC 供应商；现在可以看到，这块正在发生切换，中国供应商在智能音箱，尤其是高端产品中的份额在持续上升，我只是用这一项作为例子。第二类就是我们之前说的 NB-IoT、Cat.1 这类利用通信网络进行连接和定位的应用，特别是 Cat.1，现在需求非常高，比如国家规定所有电动自行车必须安装 Cat.1 定位模块，汽车的三脚架也必须装 Cat.1，这样就可以精准定位你停在什么位置，或者高速公路前方哪里出现问题，这些都属于产业链中的新增量。再加上原来做得就比较成熟的一些消费品类也在持续增长，比如 TWS 耳机、OWS 耳机、各类 WiFi 相关产品等等，整体表现都不错。接着，MCU 这一块用量也很大，目前总体是持平偏稳。我们看到，过去在国内，无论是汽车、工业还是消费领域，MCU 市场长期是由国外 IC 厂商占据很大份额的，模拟芯片年销售额是超过 300 亿美元，MCU 同样也是超过 300 亿美元，这种模拟类产品的国产替代速度非常快，而 MCU 这块虽然持续增长，但速度相对较慢。我们判断未来这里同样是向上的空间，虽然不太会出现“爆发式”增长，因为 MCU 本身属于少量多样的产品形态，和模拟芯片有点类似，但又没有像模拟那样出现特别大的公司可以迅速推动结构性切换。不过总体而言，我们对这一块还是看涨的。刚才问究竟是哪些方向的增长在推动消费电子整体占比提升，我们就通过这些例子做了一个说明。

Q: 以目前的进度来看, 全年资本开支指引是否会有所上修? 另外, 从目前产能落地的节奏来看, 三、四季度哪个季度的产能落地会更多一些?

A: 受地缘政治和相关政策的影响, 中芯国际有不少设备采购在前一阶段被搁置, 处于“悬而未决”的状态, 始终没有推进; 后来随着相关问题基本解决、局势趋于稳定, 至少在明年年底之前, 相关政策的可预见性和明确性都大幅提升, 设备出货才真正恢复。因此就会出现你看到的情况: 某一个季度资本开支相对较少, 而随后一个季度资本开支突然大幅增长——很多设备其实早已完成制造, 处于“等待发货”的状态, 只是最后一道出口批文迟迟未批复, 现在集中释放出来了。基于我们与供应商达成的共识以及他们给出的交付预期来看, 今年的资本开支 KPI 仍将与去年大致相当或略高一些, 这一点我们是有信心的。但需要强调的是, 设备到厂并不意味着产能立刻释放。产能释放需要整条产线的设备“拼齐”, 如果某一段制程机台已经到位很多, 但还缺少几台关键设备, 整线就无法形成真正的生产能力, 也就谈不上产能释放。因此我们更关注的是, 在整条产线的组合中, 哪些是“最后几台机台”、这些瓶颈设备何时到位, 那才是产能真正释放的时间点。从目前情况看, Q3 时我们累计资本开支已达 57 亿美元, 这说明产线设备的“基台排列组合”基本逐步成形, 接下来 Q4 只要瓶颈环节的机台陆续到位, 我们的产能就会按节奏逐步释放出来。

Q: 是不是四季度的产能增加可能会比三季度更多一些?

A: 应该差不多。三季度其实我们的产能也是有增加的。我们之前也和大家沟通过, 我们全年的节奏本来就是前两个季度稍慢一些, 第三、第四季度会加快, 这是确定的。原因就是前一段时间有些设备因为外部因素被搁置, 现在陆续恢复, 所以产能提升在三、四季度都会体现出来。

Q: 三季度我们看到公司的毛利率表现非常亮眼, 也超出了此前的指引和市场预期。这次毛利率改善如果按照重要性排序, 主要受哪些因素驱动? 另外, 这些因素在后续的持续性如何? 比如说对四季度以及 FY2026 的展望, 这些因素是否仍有望支撑毛利率继续超预期?

A: 这次毛利率明显好于预期、并实现提升, 主要有三个方面: 第一, 二季度出现的那些生产波动问题已经完全结束; 第二, 根据客户需求, 我们大幅增加了产能投片, 为后续多出一些做好准备, 这也使得生产周期略有拉长; 第三, 我们对产品结构进行了调整。综合来看, 生产波动消除、产能利用率提升、产品结构优化, 这些共同推动了毛利率超出原先预测。但这里面始终存在一个底层因素, 就是我们之前一直提醒大家关注的: 看中芯国际毛利率时, 要重点关注每一块钱营业额中折旧增加了百分之几, 这是影响毛利率的最大因素, 其余刚才提到的这些, 更多是管理层通过精细化管理、降本增效来对冲市场波动。实际上三季度毛利率确实明显超出我们的内部预测。你刚才问到这几个因素如何排序, 我认为首要因素还是产能利用率, UT。三季度我们的产能利用率, 刚才赵总也提到, 已经达到 90 多、超过 95%, 比原先预期高出约 3 个百分点, 这对毛利率的拉动作用是最大的。实际上三季度折旧相较二季度也有较大幅度的增长, 但 UT 的提升抵消了折旧上涨对毛利率带来的压力, 所以我认为首要影响因素还是高产能利用率。关于持续性方面, 四季度也是类似的逻辑: 随着新设备陆续投入生产, 我们的产能会继续增加, 同时也会继续承受折旧增加对毛利率的压力, 因此四季度仍需要保持

较高的产能利用率，来对冲折旧增加对毛利率的不利影响。

Q：之前在三季度时提到毛利率潜在的压力来自于价格计提的问题，那么三季度的计提是否已经实际发生？以及这一计提对毛利率的影响应如何理解？

A：三季度我们确实对在产品、存货等项目进行了减值计提，这一点在我们的通报中也有体现。计提是严格按照会计准则及公司会计制度的要求进行的，这部分减值对毛利率确实带来了压力。正如之前所说，我们内部通过降本增效、产品组合优化以及产能利用率提升来对冲了这部分影响。总体来看，减值计提对毛利率是有一定负面影响的，但通过经营改善，我们仍然实现了毛利率的超预期表现。

Q：公司现在能够保持较高产能利用率，其中是否也包含了国产替代持续推进的因素？以及未来一到两年会有很多家晶圆厂持续扩产，公司是否有信心将目前较高的产能利用率至少维持到 2026 年？

A：这个问题可以分两个层面来讲。第一部分是关于中芯国际今年成长较快、产能利用率高于行业平均水平的原因。这里面确实包含你刚才提到的产业链“互相替代”的因素：也就是说，中芯国际客户在产业链中的份额提升，带来了更多订单，而这些订单和份额在过去原本可能属于其他厂商，也就是我们的同行。从这个角度看，中芯国际拿到的是结构性转移，并不完全是纯增量。这种份额一旦在行业切换过程中形成，具有一定黏性，会在比较长的时间里持续存在，而且我们预期这一比例未来还会继续提升。举例来说，在模拟产品、MCU、存储器、CMOS Image Sensor 以及 LCD Driver 等品类上，我们明显看到中芯国际客户在 OEM 终端市场的份额在今年都有较大幅度提升，后续仍有成长空间，这是可持续的。之所以能够抓住这一产业链转移机会，与中芯国际过去 25 年来持续与客户共同成长密切相关：我们把很多“小客户”的技术能力、质量水平、产品竞争力、交付能力以及价格竞争力，都提升到了具有行业竞争力的水平，使他们在终端厂进行供应商选择和切换时能够被选中，从而也给了中芯国际分享这一机会的空间。未来我们也会持续沿着这条路径往前做。第二部分是你提到的另一点：一方面产业链正在转换，中芯国际抓住了机会；但另一方面，我们也看到同行在积极扩产，那么未来这部分机会会不会被别人分走一部分？答案是，这种情况肯定存在，行业竞争会一直存在。我们能做的是把三件事情做到位：第一，中芯国际必须持续向客户提供在性能和质量上都具备竞争力的技术与服务，产品本身要“足够好”；第二，我们与客户要保持长期合作关系，开发的是差异化、有特色、而非完全通用的平台和工艺技术；第三，在成本、响应速度以及迭代速度等方面，中芯国际要尽可能做到比竞争对手“更早一步、快半拍”，从而确保我们已经建立的客户战略伙伴关系和市场份额不会被过度稀释。当然，季节性波动始终存在，尤其是在手机类产品上，因为每一代新机型发布时终端厂都会重新招标，供应商之间此消彼长是正常现象。客户不仅追求更高质量、更高性能，在中低端市场也需要更低价格。中芯国际也已经做好这方面的应对。正如我们以前强调的，中芯国际不会主动发起降价，但当我们的客户面临市场份额流失时，我们一定会与客户一起，正面应对价格竞争。至于较高产能利用率能否持续到 2026 年，从当前国产替代的趋势和我们客户份额提升的情况来看，我们认为这种高位运行具有一定的延续性，但同时也会在行业竞争与周期波动中动态调整。

Q: 在当前存储无法保供的情况下, 为什么仍然会存在比较明确的补库需求? 如果后续存储继续出现较严重的紧缺, 是否可能压制客户真实的提货意愿, 从而带来公司实际表现与指引之间出现偏差的风险? 另外, 部分急单导致公司推迟了一些手机相关订单, 这些急单主要集中在哪些方向?

A: 先说现在仍在补货的原因, 再说存储, 再说急单。补货方面, 前一段时间大家担心地缘政治、关税等因素, 很多产品直接送到最终目的地, 终端客户希望在加税前多备一些货, 最好能覆盖未来两到三年的需求。这类客户整体规模相对较小, 但中芯国际的客户在国内替代过程中想要抢占更大市场, 如果自己没有足够库存, 就无法承接“突然需要两千万颗”的订单, 短时间内供不上货, 就错失机会。所以在争取更大市场份额的阶段, 这些客户宁可冒一定风险, 也要多备货, 特别是模拟类、功率类、大电流类等品种, 原本客户体量较小, 要放大份额, 就必须通过备货来抢占空间。第二类补库来自此前情绪较低迷的工业和汽车供应链, 之前一直在去库存, 不愿意背库存, 目前库存已经消耗到较低水平, 需要回补到“安全水位”。市场普遍预期工业和汽车在来年到后年会恢复, 因此需要为未来需求预先准备, 现在看到即便是欧洲大型 Tier 1 及其供应商也已经开始补库, 以应对后续增长, 这是当前仍有补货需求的两个主要来源。回到存储问题, 现在大家倾向于多拿一些存储, 能够配成整机的, 希望同时把其他 IC 一并拉货; 但对明年一季度, 大家普遍不敢做太多决定, 因为没有人能保证一季度有足够存储器完成整机生产。这形成一种矛盾: 当下能“配齐”的部分尽量多做, 明年不确定能配齐的部分尽量少做。当前存储带来的压力在于, 整个行业对未来状况看不清, 没有任何人可以获得对自身需求 100% 被满足的保证, 所以现在的策略是能拿到完整整机的就多备一些, 无法配成套的就少备一些, 季节性的情绪和需求节奏因此被拉开。关于急单, 目前看到的急单主要集中在模拟类和存储类, 中芯国际自身也生产存储器, 质量表现良好, NOR Flash、NAND Flash、MCU 等品类的急单都很多, 拉货力度较大, 部分订单与出口相关, 部分与当前需要立即配套的手机业务相关, 这些都是节奏较急的需求。为保障这些急单, 我们将不那么紧急的订单往后顺延, 前面已经提到, 这也是手机类整体占比下降、部分 PMAX 订单推迟的原因。整体来看, 急单的出现有其明确逻辑, 存储的影响是双向的: 当前阶段推动拉单, 明年在不确定性下则抑制下单, 行业整体大致处在这样的状态。

Q: 关于存储价格, 公司会有一个展望或预期吗?

A: 存储方面, 由于 AI 的需求把整体产能拉向高端, 使得碎片化、少量多样的市场被大型供应商逐步放弃, 这反而给中小供应商带来很大机会, 而这些中小供应商很多是中芯国际的客户。其他代工厂不太做这类产品, 因此中芯国际在存储领域的影响力相对更大。只要 AI 持续发展, 存储器价格会保持高位很多年。我过去做过分析, 存储市场如果供应减少 5%, 价格会翻倍; 如果供过于求 5%, 价格会跌一半。现在至少有接近这样的缺口, 因此高价位会持续。再加上这些少量多样的产品替代难度高, 即便现在开始建立新厂或开发同类产品, 从 tape-out 到量产至少需要 16 个月, 因此在这段周期内不会有新产品来抢占市场。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	96574	106279	72461	79613	89127
现金	51235	48029	6091	5050	5743
交易性投资	1824	2432	2432	2432	2432
应收票据	442	365	425	476	536
应收款项	3501	2923	3382	3788	4261
其它应收款	160	239	279	312	351
存货	19378	21267	23730	27088	30283
其他	20033	31023	36122	40467	45521
非流动资产	241889	247137	265599	279956	291116
长期股权投资	14484	9004	9004	9004	9004
固定资产	92432	113545	132330	146978	158399
无形资产商誉	3344	3225	2903	2613	2351
其他	131629	121362	121362	121362	121362
资产总计	338463	353415	338060	359570	380243
流动负债	52614	61544	37874	51193	62411
短期借款	3398	1070	0	10802	19627
应付账款	4940	5658	6315	7209	8059
预收账款	14692	8642	9646	11011	12310
其他	29584	46174	21913	22170	22415
长期负债	67379	62763	62763	62763	62763
长期借款	59032	57785	57785	57785	57785
其他	8347	4978	4978	4978	4978
负债合计	119993	124308	100637	113956	125174
股本	226	226	226	226	226
资本公积金	102332	102906	102906	102906	102906
留存收益	39918	45058	50213	55866	62390
少数股东权益	75994	80917	84077	86616	89547
归属于母公司所有者权益	142476	148191	153346	158998	165522
负债及权益合计	338463	353415	338060	359570	380243

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	23048	22659	22684	27958	32668
净利润	6396	5373	8315	8191	9455
折旧摊销	18516	22929	25336	29442	32639
财务费用	(520)	(1055)	(2000)	(1200)	(400)
投资收益	(250)	(1100)	(2700)	(2800)	(2600)
营运资金变动	(1095)	(3489)	(6273)	(5681)	(6432)
其它	0	0	7	6	6
投资活动现金流	(41701)	(30669)	(41101)	(41001)	(41201)
资本支出	(53865)	(54559)	(43801)	(43801)	(43801)
其他投资	12165	23890	2700	2800	2600
筹资活动现金流	15728	9999	(23521)	12002	9225
借款变动	9604	11215	(25521)	10802	8825
普通股增加	1	1	0	0	0
资本公积增加	2788	574	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	3335	(1791)	2000	1200	400
现金净增加额	(2925)	1988	(41938)	(1041)	693

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	45250	57796	67332	75412	84838
营业成本	35346	47051	52519	59952	67022
营业税金及附加	223	276	322	360	405
营业费用	254	282	337	377	424
管理费用	3153	3835	4040	4148	4242
研发费用	4992	5447	5387	5279	5090
财务费用	(3774)	(1833)	(2000)	(1200)	(400)
资产减值损失	(1335)	(401)	(500)	(500)	(500)
公允价值变动收益	357	4	0	0	0
其他收益	2577	2858	2400	2500	2300
投资收益	250	1100	300	300	300
营业利润	6906	6299	8928	8795	10154
营业外收入	12	17	10	10	10
营业外支出	77	23	20	20	20
利润总额	6840	6292	8918	8785	10144
所得税	444	919	603	594	689
少数股东损益	1573	1674	3160	2539	2931
归属于母公司净利润	4823	3699	5155	5652	6524

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-9%	28%	17%	12%	13%
营业利润	-53%	-9%	42%	-1%	15%
归母净利润	-60%	-23%	39%	10%	15%
获利能力					
毛利率	21.9%	18.6%	22.0%	20.5%	21.0%
净利率	10.7%	6.4%	7.7%	7.5%	7.7%
ROE	3.5%	2.5%	3.4%	3.6%	4.0%
ROIC	1.1%	1.2%	2.1%	2.3%	2.8%
偿债能力					
资产负债率	35.5%	35.2%	29.8%	31.7%	32.9%
净负债比率	20.1%	23.6%	17.1%	19.1%	20.4%
流动比率	1.8	1.7	1.9	1.6	1.4
速动比率	1.5	1.4	1.3	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	2.2	2.3	2.3	2.4	2.3
应收账款周转率	9.8	16.0	19.0	18.7	18.7
应付账款周转率	7.9	8.9	8.8	8.9	8.8
每股资料(元)					
EPS	0.60	0.46	0.64	0.71	0.82
每股经营净现金	2.88	2.83	2.84	3.49	4.08
每股净资产	17.81	18.52	19.17	19.87	20.69
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	204.2	266.3	191.0	174.2	151.0
PB	6.9	6.6	6.4	6.2	5.9
EV/EBITDA	4.8	4.6	3.9	3.4	2.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。