



半导体

分析师: 邹臣
登记编码: S0730523100001
zouchen@ccnew.com 021-50581991

消费电子加速国产替代, 持续推进特色工艺布局

——中芯国际(688981)季报点评

证券研究报告-季报点评

买入(维持)

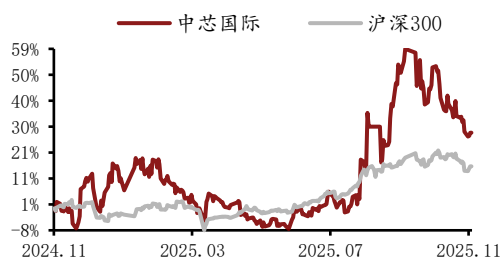
市场数据(2025-11-27)

收盘价(元)	112.71
一年内最高/最低(元)	153.00/77.80
沪深 300 指数	4,515.40
市净率(倍)	5.96
流通市值(亿元)	9,016.98

基础数据(2025-09-30)

每股净资产(元)	18.90
每股经营现金流(元)	0.80
毛利率(%)	23.15
净资产收益率_摊薄(%)	1.00
资产负债率(%)	33.08
总股本/流通股(万股)	800,015.97/800,015.97
B 股/H 股(万股)	0.00/600,059.72

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《中芯国际(688981)季报点评: 产能利用率显著提升, 持续推进工艺迭代升级》 2025-05-16

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 11 月 28 日

事件: 近日公司发布 2025 年三季度报告, 2025 年前三季度公司实现营收 495.10 亿元, 同比+18.22%; 归母净利润 38.18 亿元, 同比+41.09%; 扣非归母净利润 31.77 亿元, 同比+44.40%; 2025 年第三季度单季度公司实现营收 171.62 亿元, 同比+9.95%, 环比+6.95%; 归母净利润 15.17 亿元, 同比+43.15%, 环比+60.64%; 扣非归母净利润 12.73 亿元, 同比+39.74%, 环比+73.52%。

投资要点:

- **量价齐升推动 25Q3 营收同环比增长, 产能利用率持续提升。**由于产业链切换加速进行, 以及渠道还在备货补库存, 公司积极配合客户保证出货, 使得公司 25Q3 晶圆销售片数环比增长 4.6%至 249.9 万片 (折合八英寸); 同时由于产品组合变化, 制程复杂的产品出货增加, 公司 25Q3 晶圆平均销售单价环比增长 3.8%, 量价齐升推动公司 25Q3 营收同环比增长。由于产能利用率上升, 产出增加抵消了折旧上升带来的影响, 使得公司 25Q3 毛利率超预期, 公司 25Q3 毛利率为 25.49%, 同比提升 1.57%, 环比提升 4.79%; 公司 25Q3 净利率为 14.00%, 同比提升 3.81%, 环比提升 7.48%。公司 25Q3 产能利用率为 95.8%, 环比提升 3.3%。
- **中国区收入环比增长, 消费电子加速国产替代。**从销售收入分地区来看, 25Q3 中国、美国、欧亚占比分别为 86%、11%和 3%, 其中中国区收入绝对值环比增长 11%。从下游应用领域来看, 25Q3 智能手机收入占比 22%, 电脑与平板占比 15%, 消费电子占比 43%, 互联与可穿戴占比 8%, 工业与汽车占比 12%。在消费电子领域, 主要由于国内在加速替代海外份额的阶段, 公司长期布局和合作的客户获得产业链机会, 包括多样化的家用电器在内, 各类电子产品供应链需求都比较旺盛, 公司 25Q3 消费电子收入环比增长 15%。
- **工艺技术平台丰富, 持续推进特色工艺布局。**公司拥有丰富的工艺技术平台, 目前具备逻辑电路、电源/模拟、高压驱动、嵌入式非挥发性存储、非易失性存储、混合信号/射频、图像传感器等多个技术平台的量产能力, 并持续推进工艺迭代和产品性能升级。2025 年前三季度, 公司特色工艺在多个技术平台上的发展稳步提升; 超低功耗 28 纳米逻辑工艺进入量产阶段, 为客户提供了更低功耗、更高质量的解决方案; 图像传感器 CIS 和信号处理 ISP 工艺持续技术迭代, 提高感光能力、画面质量、信噪比, 同时开发覆盖更多波段的光学工艺平台; 嵌入式存储平台从消费市场向车

规、工业 MCU 领域拓展；在特色存储方面，NOR Flash、NAND Flash 工艺提供更高密度、更小尺寸、更低功耗的高可靠性存储平台；此外，公司抓住汽车芯片市场增长机会，推出车规级 Sensor、BCD、MCU、RF、存储、显示等多个特色工艺，为客户提供系统级解决方案。

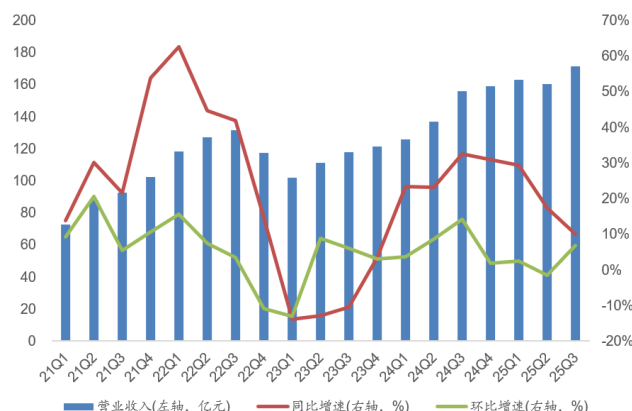
- **盈利预测与投资建议。**公司为中國大陸晶圆代工龙头企业，拥有丰富的工艺技术平台，并持续推进工艺迭代和产品性能升级，在国际地缘政治冲突加剧的背景下，晶圆制造自主可控需求迫切，公司消费电子产品加速国产替代，AI 算力需求旺盛，公司具备中国大陆最为领先的先进制程技术，有望充分受益于 AI 芯片国产化浪潮，我们预计公司 25-27 年营收为 682.04/795.07/911.10 亿元，25-27 年归母净利润为 50.75/62.28/75.42 亿元，对应的 EPS 为 0.64/0.78/0.94 元，对应 PE 为 132.85/108.24/89.38 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；国际地缘政治冲突加剧；下游需求不及预期；新产线建设进展不及预期；新工艺平台研发进展不及预期。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	45,250	57,796	68,204	79,507	91,110
增长比率（%）	-8.61	27.72	18.01	16.57	14.59
净利润（百万元）	4,823	3,699	5,075	6,228	7,542
增长比率（%）	-60.25	-23.31	37.20	22.73	21.10
每股收益(元)	0.60	0.46	0.64	0.78	0.94
市盈率(倍)	139.79	182.27	132.85	108.24	89.38

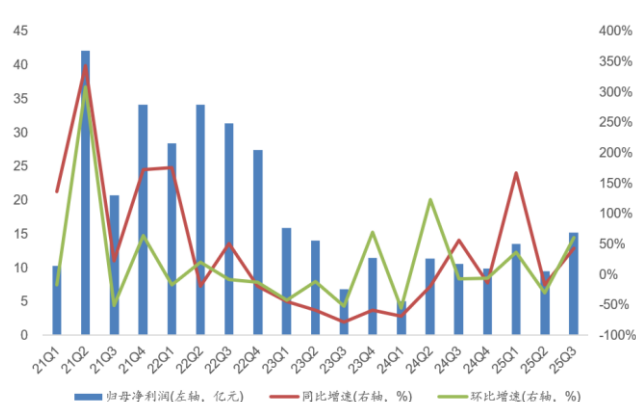
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司单季度营业收入及增速情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及增速情况



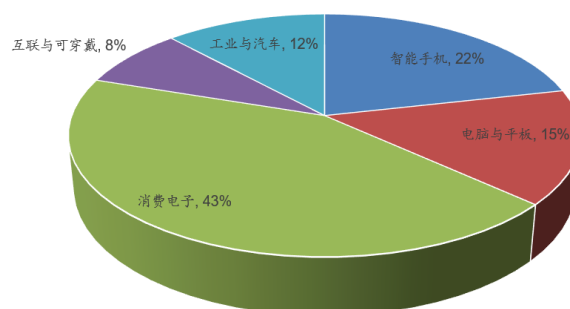
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司 25Q3 下游应用领域结构情况



资料来源：公司公告，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	96,574	106,279	99,209	109,060	116,538
现金	51,235	48,029	39,788	44,979	47,172
应收票据及应收账款	3,944	3,288	3,903	4,594	5,234
其他应收款	160	239	284	322	374
预付账款	752	405	835	879	964
存货	19,378	21,267	24,371	27,739	31,699
其他流动资产	21,105	33,050	30,028	30,546	31,095
非流动资产	241,889	247,137	268,303	293,071	312,113
长期投资	14,484	9,004	10,215	11,374	12,696
固定资产	92,432	113,545	120,893	131,807	138,543
无形资产	3,344	3,225	3,192	3,167	3,145
其他非流动资产	131,629	121,362	134,004	146,724	157,730
资产总计	338,463	353,415	367,512	402,131	428,652
流动负债	52,614	61,544	63,453	76,007	84,361
短期借款	3,398	1,070	2,271	6,419	9,100
应付票据及应付账款	4,940	5,658	7,008	7,968	8,995
其他流动负债	44,277	54,816	54,175	61,620	66,265
非流动负债	67,379	62,763	67,811	81,248	88,943
长期借款	59,032	57,785	63,406	76,843	84,537
其他非流动负债	8,347	4,978	4,405	4,405	4,405
负债合计	119,993	124,308	131,264	157,255	173,303
少数股东权益	75,994	80,917	82,761	85,160	88,091
股本	226	226	236	236	236
资本公积	102,332	102,906	102,906	102,906	102,906
留存收益	35,750	39,449	44,899	51,127	58,670
归属母公司股东权益	142,476	148,191	153,487	159,716	167,258
负债和股东权益	338,463	353,415	367,512	402,131	428,652

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	23,048	22,659	32,127	37,101	37,421
净利润	6,396	5,373	6,918	8,628	10,473
折旧摊销	18,860	23,156	24,162	24,907	26,761
财务费用	-520	-1,055	929	1,104	1,303
投资损失	-250	-1,100	-1,364	-1,431	-1,640
营运资金变动	-2,424	-4,129	1,664	4,082	742
其他经营现金流	985	413	-182	-189	-218
投资活动现金流	-41,701	-30,669	-40,718	-48,440	-44,343
资本支出	-53,828	-54,347	-43,585	-48,245	-44,197
长期投资	8,679	21,401	-1,796	-1,626	-1,786
其他投资现金流	3,449	2,277	4,663	1,431	1,640
筹资活动现金流	15,728	9,999	-26	16,530	9,115
短期借款	-1,122	-2,327	1,200	4,148	2,681
长期借款	12,242	-1,246	5,620	13,437	7,695
普通股增加	1	1	10	0	0
资本公积增加	2,788	574	0	0	0
其他筹资现金流	1,820	12,998	-6,856	-1,055	-1,261
现金净增加额	-4,263	1,732	-8,241	5,191	2,193

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	45,250	57,796	68,204	79,507	91,110
营业成本	35,346	47,051	54,495	62,413	70,975
营业税金及附加	223	276	321	366	419
营业费用	254	282	327	374	428
管理费用	3,153	3,835	4,433	5,168	5,831
研发费用	4,992	5,447	6,138	7,156	8,200
财务费用	-3,774	-1,833	-512	-90	-46
资产减值损失	-1,344	-524	-12	-10	-9
其他收益	2,577	2,858	3,428	4,064	4,606
公允价值变动收益	357	4	0	0	0
投资净收益	250	1,100	1,364	1,431	1,640
资产处置收益	-1	124	171	199	228
营业利润	6,906	6,299	7,952	9,804	11,767
营业外收入	12	17	0	0	0
营业外支出	77	23	0	0	0
利润总额	6,840	6,292	7,952	9,804	11,767
所得税	444	919	1,034	1,176	1,294
净利润	6,396	5,373	6,918	8,628	10,473
少数股东损益	1,573	1,674	1,844	2,399	2,931
归属母公司净利润	4,823	3,699	5,075	6,228	7,542
EBITDA	21,386	26,394	31,602	34,622	38,482
EPS (元)	0.60	0.46	0.64	0.78	0.94

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-8.61	27.72	18.01	16.57	14.59
营业利润 (%)	-53.22	-8.79	26.25	23.29	20.02
归属母公司净利润 (%)	-60.25	-23.31	37.20	22.73	21.10
获利能力					
毛利率 (%)	21.89	18.59	20.10	21.50	22.10
净利率 (%)	10.66	6.40	7.44	7.83	8.28
ROE (%)	3.39	2.50	3.31	3.90	4.51
ROIC (%)	0.81	0.88	2.02	2.46	2.83
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.45	35.17	35.72	39.11	40.43
净负债比率 (%)	54.92	54.26	55.56	64.22	67.87
流动比率	1.84	1.73	1.56	1.43	1.38
速动比率	1.09	0.88	0.74	0.70	0.67
营运能力					
总资产周转率	0.14	0.17	0.19	0.21	0.22
应收账款周转率	10.89	17.99	21.35	21.05	20.85
应付账款周转率	7.90	8.88	8.61	8.34	8.37
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.60	0.46	0.64	0.78	0.94
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.89	2.84	4.02	4.65	4.69
每股净资产 (最新摊薄)	17.84	18.56	19.22	20.00	20.94
估值比率					
P/E	139.79	182.27	132.85	108.24	89.38
P/B	4.73	4.55	4.39	4.22	4.03
EV/EBITDA	20.69	29.93	22.76	21.13	19.23

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。