

AI 溢出效应开始显现，看好中芯 2.0 发展机遇

华泰研究

2026 年 2 月 12 日 | 中国内地/中国香港

年报点评

半导体

中芯国际 4Q25 收入环比增长 4.5%，超越此前指引上限。产能利用率维持在 95.7% 的高位。毛利率为 19.2%，符合此前指引的 18%~20%，环比有所回落主要是受折旧增加影响。公司指引 1Q26 收入环比持平，毛利率 18%~20%，指引 2026 年全年收入增幅“高于同业平均值”，预计资本开支与 2025 年（81 亿美元）大致持平。从业绩会中，我们观察到：1) 2026 年，AI 相关需求外溢或将导致成熟工艺供需关系收紧，或推动公司 ASP 稳步提升；2) 看好公司积极布局先进封装等新业务领域，逐步形成自己的“Foundry 2.0”发展战略。给予港股目标价 91 港元（前值：100 港元），A 股目标价 170 人民币（前值：192 人民币），维持“买入”评级。

AI 需求外溢导致成熟制程供给收缩，或推动 26/27 年 ASP 稳步上升展望 2026 年，我们认为公司 ASP 将受益于两条主线的双重支撑：1) AI 相关需求量价齐升。受益于 AI 算力建设，公司看到专用存储、BCD、电源供应相关电路等产品需求旺盛。由于 AI 相关产品供不应求，公司 Q1 已在持续加价，并调配产能优先支持；2) 传统大宗产品供给收缩。受 AI 增量需求挤压，行业内部分产能转而生产 BCD、存储等，叠加海外友商退出或战略性削减成熟制程产能，全球范围内 CIS、LCD Driver、标准逻辑等“大宗产品”的有效供给减少。这一供给侧变化有利于国内厂商获取增量订单，且有望推动此类标准产品价格稳中有升。随着 AI 需求的溢出效应开始显现，我们看好公司 ASP 提升，上调 2026/2027 年 ASP 预测 14.8%/17.2%，同比分别增长 9.5%/7.4%。

成立先进封装研究院，看好“中芯国际 2.0”发展机遇

2026 年，公司指引资本开支与 2025 年大致持平，新增 12 英寸月产能约 4 万片，并预计折旧同比增长约 30%。我们认为 2026-2027 年将是扩产和折旧的高峰期，看好：1) 先进工艺需求增长。随着国内多家 AI 芯片设计公司完成或推进 IPO，本土先进制程的代工需求有望进入快速增长期；2) 先进封装布局。公司近期成立先进封装研究院，标志着在后道环节的战略补强。看好公司在封装领域构建“先进工艺+先进封装”的一体化交付能力，形成类比台积电 Foundry 2.0 的综合技术能力；3) 在地化生产。供应链安全驱动下，国内终端客户“在地化生产”意愿强烈，看好模拟、射频、CIS 等领域的国产化持续推进。

盈利预测与估值

我们认为公司 ASP 有望稳步提升，上调 2026/2027 年收入预测 1.9%/4.1%，预计 2026-2028 年收入同比+18%/+22%/+11%至 110/134/149 亿美金。同时，考虑到折旧增长对毛利率的影响，下调 2026/2027 年归母净利润预测 4.6%/14.7%，预计 2026-2028 年归母净利润同比+2%/+12%/+22%至 7.0/7.9/9.7 亿美金。我们继续看好中芯国际作为中国大陆唯一可规模化量产的先进制程平台上市公司，具备战略稀缺性，给予 H 股估值 4.2x 2026EPB，基于台积电（先进工艺代工）和联电（成熟工艺代工）、Vanguard（成熟工艺代工）估值的中位数 3.4x 2026E PB 并给予溢价。给予港股目标价 HKD91（前值：100 港币，对应 4.7x 2026E PB），基于 2026 BVPS 2.77 美元（汇率：美元/港币=7.8）。基于 2025 年初以来 AH 溢价率均值 110%，港币人民币汇率 0.89，我们给予 A 股目标价人民币 170 元（前值：192 元）。

风险提示：美国加强技术出口管制；8 英寸和 12 英寸扩产不及预期；测算假设不准确。

	688981 CH	981 HK
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	人民币：170.00	港币：91.00

黄乐平, PhD 研究员
SAC No. S0570521050001 leping.huang@htsc.com
SFC No. AUZ066 +(852) 3658 6000

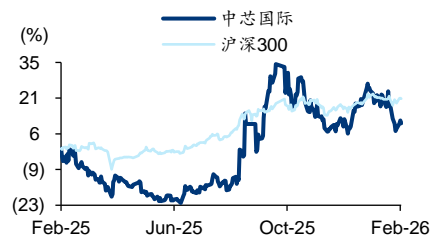
陈旭东 研究员
SAC No. S0570521070004 chenxudong@htsc.com
SFC No. BPH392 +(86) 21 2897 2228

于可熠 研究员
SAC No. S0570525030001 yukeyi@htsc.com
SFC No. BVF938 +(86) 21 2897 2228

基本数据

(人民币/港币)	688981 CH	981 HK
收盘价(截至 2 月 11 日)	115.01	70.00
市值(百万)	920,136	560,034
6 个月平均日均成交额(百万)	8,847	6,861
52 周价格范围	81.28-140.13	37.00-93.50

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	67,323	79,292	96,587	107,142
+/-%	16.15	17.78	21.81	10.93
归属母公司净利润(百万)	5,041	5,053	5,678	6,947
+/-%	39.04	0.25	12.37	22.34
EPS(最新摊薄)	0.63	0.63	0.71	0.87
ROE(%)	3.26	3.22	3.45	4.01
PE(倍)	182.54	182.09	162.04	132.45
PB(倍)	5.96	5.77	5.43	5.21
EV EBITDA(倍)	17.74	18.23	24.50	23.84
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告、华泰研究预测

代工行业 4Q25 业绩回顾与 1Q26 指引

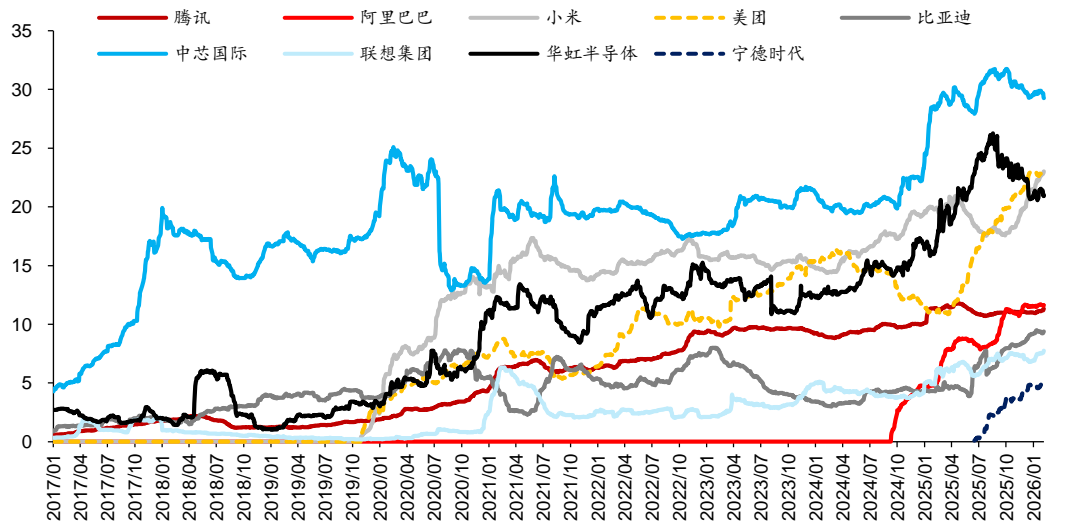
中芯国际指引 1Q26 营收环比持平, 毛利率 18%-20%。台积电指引 1Q26 收入为 346 亿-358 亿美元 (按中值口径环比约+4%), 指引毛利率 63%-65%。

图表1: 全球代工业绩及指引

公司	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	FY2026
	A	A	A	A	A	指引	指引
收入环比增速							
台积电	14.4%	-5.1%	17.8%	10.1%	1.9%	环比约+4%	预计同比增速接近30%
联电	-0.1%	-4.2%	1.6%	0.6%	4.5%	N.A.	预计 2026 将是另一个增长年
世界先进	-2.1%	3.4%	-2.1%	5.6%	2.0%	N.A.	N.A.
格罗方德	5.2%	-13.4%	6.5%	0.0%			
中芯国际	1.7%	1.8%	-1.7%	7.8%	4.5%	环比持平	收入增幅预计高于同业/行业平均
华虹半导体	2.4%	0.3%	4.6%	12.2%			
毛利率							
台积电	59.0%	58.8%	58.6%	59.5%	62.3%	63%-65%	N.A.
联电	30.4%	26.7%	28.7%	29.8%	29.8%	high-20% range	N.A.
世界先进	28.7%	30.1%	28.0%	26.8%	27.5%	28% ~ 30%	N.A.
格罗方德	24.5%	23.1%	24.2%	24.8%			
中芯国际	22.6%	22.5%	20.4%	22.0%	19.2%	18%~20%	N.A.
华虹半导体	11.4%	9.2%	10.9%	13.5%			
产能利用率							
台积电	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	全年CAPEX指引 520-560亿美元
联电	70.0%	69.0%	76.0%	78.0%	78.0%	70%中段范围	全年CAPEX指引 USD1.5bn
世界先进	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	全年CAPEX指引约新台币 600-700亿元
格罗方德	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.			
中芯国际	85.5%	89.6%	92.5%	95.8%	95.7%	N.A.	CAPEX同比大致持平
华虹半导体	103.2%	102.7%	108.3%	109.5%			
ASP (USD, 等效8寸)							
台积电	3,024	2,962	3,062	3,132	3,272	N.A.	N.A.
联电	901	852	922	862	880	保持坚挺	N.A.
世界先进	636	593	637	602	643	QoQ -3% ~ -5%	N.A.
格罗方德	1253	1143	1164	1101			
中芯国际	1025	933	874	907	914	N.A.	N.A.
华虹半导体	423	419	415	436			

注: 公司指引来自各公司公告
资料来源: 公司公告, Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表2: 主要科技公司沪港通持股



资料来源: Wind, 华泰研究

中芯国际 4Q25 业绩回顾

4Q25 收入高于指引，1Q26 收入指引环比持平

4Q25 销售收入 24.89 亿美元，环比增长 4.5%，同比增长 12.8%，好于公司此前指引上限（环比增长 0-2%）。毛利率为 19.2%，环比下降 2.8 pct，主要因为折旧增加所致。归母净利润达 1.73 亿美元，环比下滑 9.9%，少数股东损益环比下降 75.3% 至 0.31 亿美元。

图表3：中芯国际季度业绩及指引

美元百万	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	4Q25	4Q25	1Q26	1Q26
	A	A	A	A	E	E	CON	Guidance	CON	Guidance
产能总计(千片)	973	991	1,023	1,059	1,079	1,099				
环比增长	2.7%	1.8%	3.2%	3.5%	1.9%	1.9%				
稼动率	89.6%	92.5%	95.8%	95.7%	94.6%	92.0%				
收入	2,247	2,209	2,382	2,489	2,500	2,625	2,420	2382~2429	2,492	
环比增长	1.8%	-1.7%	7.8%	4.5%	0.5%	5.0%	1.6%	0%~2%	3.0%	环比持平
晶圆单价	933	874	907	914	933	985				
环比增长	-9.0%	-6.3%	3.8%	0.8%	2.0%	5.6%				
营业成本	(1,741)	(1,759)	(1,859)	(2,011)	(2,032)	(2,146)				
折旧摊销	799	751	804	927	793	924				
毛利	506	450	523	478	468	479				
EBITDA	1,169	1,029	1,331	1,329	1,131	1,342				
环比增长	-0.2%	-12.0%	29.3%	-0.1%	-14.9%	18.7%				
营业利润	310	151	351	299	284	312				
环比增长	44%	-51%	133%	-15%	-5%	10%				
税前收益	349	160	337	227	216	238				
所得税	(26)	(14)	(22)	(23)	(22)	(24)				
少数股东损益	(135)	(14)	(124)	(31)	(49)	(59)				
归属母公司净利	188	132	192	173	146	155	183		239	
环比增长	74.8%	-29.5%	44.7%	-9.9%	-15.6%	6.5%				
比率 (%)										
毛利率	22.51%	20.36%	21.95%	19.21%	18.7%	18.2%	19.98%	18%~20%	20.93%	18%~20%
EBITDA利润率	52.0%	46.6%	55.9%	53.4%	45.2%	51.1%				
营业利润率	13.8%	6.8%	14.7%	12.0%	11.4%	11.9%				
税前收益率	15.5%	7.3%	14.2%	9.1%	8.6%	9.1%				
净利率	8.4%	6.0%	8.1%	6.9%	5.8%	5.9%				
净资产收益率	2.9%	2.8%	2.9%	3.2%	3.0%	3.1%				
每股净资产	2.58	2.61	2.64	2.66	2.68	2.68				

注：图中产能指标单位为千片/月，产能合计为 8 寸等效产能；图中晶圆单价、每股净资产单位为美元
资料来源：公司财报，Wind，华泰研究预测

4Q25 业绩说明会要点

1) 营收和毛利率：4Q25 公司收入 USD2489 mn，环比+4.5%。毛利率 19.2%，环比-2.8 pct。毛利率表现相比指引符合预期（位于 18%~20% 中位区间），主要因为折旧增加所致。

2) 产能和资本开支：4Q25 产能利用率为 95.7%，环比-0.1 pct。4Q25 资本支出为 2407.5 百万美元，2025 年全年资本开支为 81 亿美元。

3) 分板块业绩情况：

按尺寸：4Q25 中芯国际 8 英寸营收占晶圆总营收的 22.8%，12 英寸营收占晶圆总营收的 77.2%。

按应用：公司 4Q25 智能手机/电脑与平板/消费电子/互联与可穿戴/工业与汽车营收占总营收的 21.5%/11.8%/47.3%/7.2%/12.2%。

按地区：公司 4Q25 中国地区营收占比为 87.6%，美国 10.3%，欧亚地区 2.1%。

1Q26 与 2026 年展望

1Q26 指引：展望 1Q26，公司指引收入环比持平。指引 1Q26 毛利率 18%至 20%。
 2026 全年：公司预测全年销售收入增幅将高于可比同业平均值。

盈利预测及估值

考虑到存储景气周期对终端需求的影响，我们上调 2026/2027 年收入预测 1.9%/4.1%，预计 2026-2028 年收入同比+18%/+22%/+11%至 110/134/149 亿美金。同时，考虑到折旧增长对毛利率的影响，下调 2026/2027 年归母净利润预测 4.6%/14.7%，预计 2026-2028 年归母净利润同比+2%/+12%/+22%至 7.0/7.9/9.7 亿美金。

图表4：中芯国际业绩预测调整

美元 百万	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2026E	2027E
	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	(OLD)	(OLD)	Diff.	Diff.
产能总计(千片)	948	1,059	1,149	1,326	1,427				
同比增长	18%	12%	9%	15%	8%				
稼动率	85%	93%	92%	94%	90%				
收入	8,030	9,327	11,013	13,415	14,881	10,811	12,888	1.9%	4.1%
同比增长	27%	16%	18%	22%	11%				
晶圆单价	933.2	907.1	993.0	1,066.2	1,105.2	865.0	909.7	14.8%	17.2%
同比增长	-5.5%	-2.8%	9.5%	7.4%	3.7%				
营业成本	(6,582)	(7,370)	(9,061)	(11,073)	(12,142)				
折旧摊销	2,807	3,282	4,007	4,648	5,015				
毛利	1,448	1,957	1,952	2,342	2,739				
EBITDA	3,834	4,858	5,902	5,987	6,577				
同比增长	15%	27%	21%	1%	10%				
营业利润	474	1,110	1,285	1,138	1,337				
同比增长	32%	134%	16%	-11%	17%				
税前收益	860	1,073	994	1,062	1,261				
所得税	(130)	(84)	(99)	(106)	(126)				
少数股东权益	(237)	(304)	(192)	(167)	(170)				
归属母公司净利	493	685	702	789	965	736	925	-4.6%	-14.7%
同比增长	-45%	39%	2%	12%	22%				
比率 (%)									
毛利率	18.0%	21.0%	17.7%	17.5%	18.4%	22.9%	24.6%	-5.2	-7.1
EBITDA利润率	47.7%	52.1%	53.6%	44.6%	44.2%				
营业利润率	5.9%	11.9%	11.7%	8.5%	9.0%				
税前收益率	10.7%	11.5%	9.0%	7.9%	8.5%				
净利率	6.1%	7.3%	6.4%	5.9%	6.5%				
净资产收益率	2.4%	3.2%	3.2%	3.3%	3.9%				
每股净资产	2.58	2.68	2.77	2.94	3.06				

注：图中产能指标单位为千片/月，产能合计为 8 寸等效产能；图中晶圆单价、每股净资产单位为美元
 资料来源：公司财报，Wind，华泰研究预测

自 2020 年以来，中芯国际 H 股股价在 0.7-4.3 倍 PB 区间震荡。我们认为公司是全球产业链重构的主要受益者之一。看好公司通过积极投资把握：1) 中国企业在本地化生产，以及 2) 本土 AI 产业链机会。

我们继续看好中芯国际作为中国大陆唯一可规模化量产的先进制程平台上市公司，具备战略稀缺性，给予 H 股估值 4.2x 2026EPB，基于台积电（先进工艺代工）和联电（成熟工艺代工）、Vanguard（成熟工艺代工）估值的中位数 3.4x 2026E PB 并给予溢价。给予港股目标价 HKD 91（前值：100 港币，对应 4.7 x 2026E PB），基于 2026 BVPS 2.77 美元（汇率：美元/港币=7.8）。基于 2025 年初以来 AH 溢价率均值 110%，港币人民币汇率 0.89，我们给予 A 股目标价人民币 170 元（前值：192 元）。

图表5: 可比公司估值表

股票	公司	交易币种	财报币种	股价	市值 (USDmn)	PE (x)		PB (x)	
						2026E	2027E	2026E	2027E
TSM US	台积电	TWD	TWD	361.9	1,580,849	25.50	20.84	8.30	6.22
2303 TT	联电	TWD	TWD	62.8	25,165	16.37	13.72	2.06	1.91
5347 TT	Vanguard	TWD	TWD	126.0	7,490	25.87	23.35	3.38	3.10
	均值					22.58	19.30	4.58	3.74
	中位数					25.50	20.84	3.38	3.10

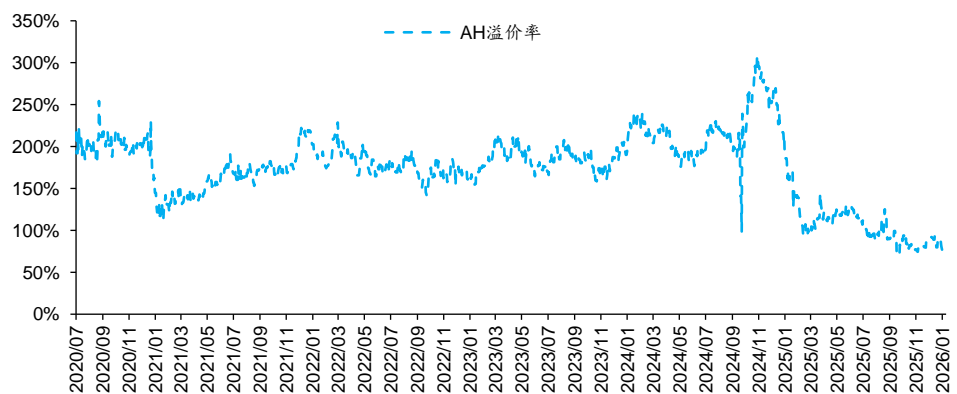
注: 截至2月11日收盘; 可比公司预测数据来自 Factset 一致预期。美元港币汇率按 7.8 计, 港币人民币汇率按 0.89 计
资料来源: Factset, 华泰研究

图表6: 中芯国际历史 PB



资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 中芯国际 A 股上市以来 A/H 溢价率 (%)

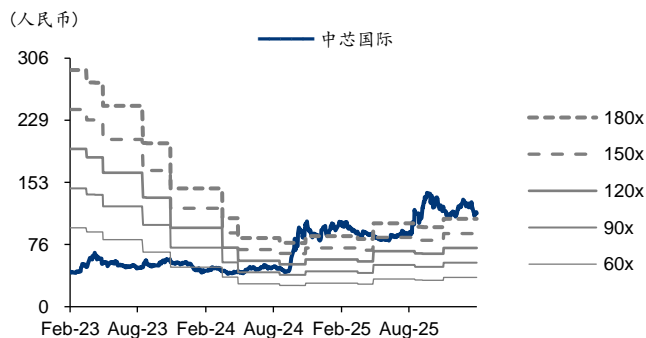


资料来源: Wind, 华泰研究

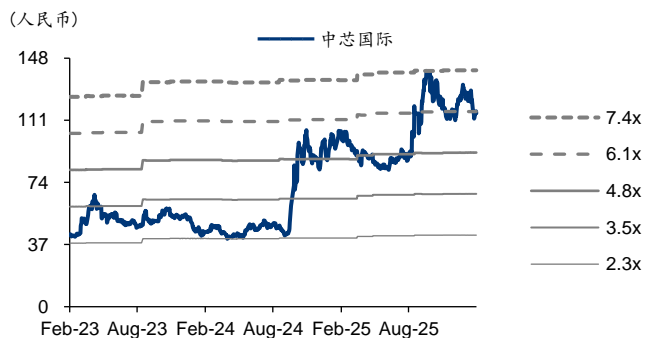
风险提示

- 1) 中美贸易摩擦及美国加强技术出口管制。美国在 2020 年将中芯国际列入其“实体清单”，限制对该公司的美国技术出口。我们认为，如果美国继续收紧技术出口，中芯国际的制造能力可能面临不确定性。
- 2) 成熟制程工艺（8 英寸和 12 英寸）的扩产速度不及我们的预期。美国的技术出口限制可能导致中芯国际 8 英寸和 12 英寸成熟制程的产能扩张不及我们的预期。
- 3) 测算假设不准确，导致 AI 需求扩张不及预期。

图表8：中芯国际 PE-Bands



图表9：中芯国际 PB-Bands



盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	106,271	107,992	120,440	130,356	135,847
现金	45,748	40,612	42,286	42,286	42,286
应收账款	6,091	9,904	12,752	15,534	17,231
其他应收账款	140.59	27.42	27.42	27.42	27.42
预付账款	422.96	472.63	472.63	472.63	472.63
存货	21,266	25,089	32,131	39,265	43,059
其他流动资产	32,602	31,887	32,771	32,771	32,771
非流动资产	247,119	256,524	290,311	317,362	340,157
长期投资	9,081	9,167	10,374	11,341	12,156
固定投资	201,937	227,904	260,878	287,928	310,723
无形资产	3,133	2,625	2,625	2,625	2,625
其他非流动资产	32,969	16,828	16,435	15,468	14,653
资产总计	353,391	367,718	410,752	447,717	476,004
流动负债	62,968	47,116	67,849	81,880	83,992
短期借款	58,277	6,996	2,830	3,085	3,280
应付账款	4,388	20,762	833.53	1,019	1,117
其他流动负债	303.44	19,358	64,186	77,777	79,596
非流动负债	61,331	103,755	82,318	89,417	81,266
长期借款	57,781	69,080	79,164	53,050	78,106
其他非流动负债	3,549	34,675	3,154	36,367	3,161
负债合计	124,299	150,871	150,167	171,297	165,259
少数股东权益	80,912	216,847	99,169	100,373	97,783
股本	229.35	224.00	224.00	224.00	224.00
资本公积	103,431	80,031	95,265	92,909	89,402
留存公积	44,755	48,007	42,837	45,200	45,348
归属母公司股东权益	148,180	150,871	159,428	169,592	176,539
负债和股东权益	353,391	367,718	410,752	447,717	476,004

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	22,827	19,425	32,155	32,685	40,569
净利润	3,542	4,735	5,053	5,678	6,947
折旧摊销	23,169	26,670	33,930	35,590	38,405
财务费用	(565.07)	1,445	(1,414)	132.93	132.93
投资损失	(302.55)	(280.00)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	5,252	3,823	(6,828)	(8,583)	(4,783)
其他经营现金	(8,268)	(16,968)	1,414	(132.93)	(132.93)
投资活动现金	(32,480)	(56,714)	(47,130)	(49,228)	(47,630)
资本支出	(54,924)	(56,404)	(60,387)	(62,640)	(61,200)
长期投资	2,118	(1,055)	(293.67)	765.44	256.55
其他投资现金	20,326	744.68	13,550	12,646	13,313
筹资活动现金	11,561	7,126	8,914	(19,794)	26,459
短期借款	54,879	(51,280)	(4,166)	254.69	194.89
长期借款	(1,250)	11,299	10,084	(26,114)	25,055
普通股增加	3.84	0.09	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,099	(23,400)	15,234	(2,356)	(3,507)
其他筹资现金	(43,170)	70,508	(12,238)	8,420	4,716
现金净增加额	1,072	(30,163)	(6,061)	(36,338)	19,398

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	57,796	67,323	79,292	96,587	107,142
营业成本	(47,314)	(50,938)	(65,238)	(79,722)	(87,424)
营业税金及附加	(284.39)	(290.00)	(341.56)	(416.06)	(461.52)
营业费用	(290.00)	(301.00)	(275.22)	(286.96)	(286.17)
管理费用	(4,205)	(3,850)	(4,455)	(5,330)	(5,806)
财务费用	2,153	1,445	(1,414)	132.93	132.93
资产减值损失	502.34	500.00	502.34	502.34	502.34
公允价值变动收益	30.56	50.00	145.72	75.43	90.38
投资净收益	502.20	70.00	274.10	282.10	208.73
营业利润	6,299	7,671	7,154	7,648	9,081
营业外收入	11.26	12.00	11.66	11.64	11.77
营业外支出	(79.75)	(78.00)	(78.31)	(78.69)	(78.33)
利润总额	6,179	7,786	7,154	7,648	9,081
所得税	(942.50)	(581.00)	(3,487)	(3,174)	(3,360)
净利润	3,699	5,041	5,246	5,846	7,117
少数股东损益	(1,718)	(1,661)	192.46	167.29	170.27
归属母公司净利润	3,699	5,041	5,053	5,678	6,947
EBITDA	27,568	35,547	35,475	27,257	27,625
EPS (人民币, 基本)	0.43	0.55	0.63	0.71	0.88

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	27.02	16.15	17.78	21.81	10.93
营业利润	32.47	134.21	(6.73)	6.90	18.74
归属母公司净利润	(45.40)	39.04	0.25	12.37	22.34
获利能力 (%)					
毛利率	18.03	20.98	17.72	17.46	18.40
净利率	6.14	7.35	6.37	5.88	6.48
ROE	2.42	3.26	3.22	3.45	4.01
ROIC	0.00	0.01	0.01	0.01	0.02
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.17	33.00	36.56	38.26	34.72
净负债比率 (%)	25.25	28.92	33.58	36.84	31.57
流动比率	1.69	2.29	1.78	1.59	1.62
速动比率	1.35	1.76	1.30	1.11	1.10
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.18	0.20	0.23	0.23
应收账款周转率	12.54	9.04	6.73	6.83	6.54
应付账款周转率	8.83	10.04	11.99	11.96	11.37
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.63	0.63	0.71	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	2.86	2.50	4.02	4.09	5.07
每股净资产(最新摊薄)	18.55	19.29	19.93	21.20	22.07
估值比率					
PE (倍)	248.77	182.54	182.09	162.04	132.45
PB (倍)	6.20	5.96	5.77	5.43	5.21
EV EBITDA (倍)	21.79	17.74	18.23	24.50	23.84

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平、陈旭东、于可熠，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中芯国际（688981 CH）、中芯国际（981 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师黄乐平、陈旭东、于可熠本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中芯国际（688981 CH）、中芯国际（981 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。
- 本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽，亦不试图促进购买或销售该等证券。如任何投资者为美国公民、取得美国永久居留权的外国人、根据美国法律所设立的实体（包括外国实体在美国的分支机构）、任何位于美国的个人，该等投资者应当充分考虑自身特定状况，不以任何形式直接或间接地投资本报告涉及的投资者所在国相关适用的法律法规所限制的企业的公开交易的证券、其衍生证券及用于为该等证券提供投资机会的证券的任何交易。该等投资者对依据或者使用本报告内容所造成的一切后果，华泰证券股份有限公司、华泰金融控股（香港）有限公司、华泰证券（美国）有限公司及作者均不承担任何法律责任。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数, 德国市场基准为 DAX 指数), 具体如下:

行业评级

增持: 预计行业股票指数超越基准

中性: 预计行业股票指数基本与基准持平

减持: 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入: 预计股价超越基准 15%以上

增持: 预计股价超越基准 5%~15%

持有: 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出: 预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级: 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策

无评级: 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2026 年华泰证券股份有限公司