

中芯国际 (688981.SH)

增持 (维持)

指引 26Q1 营收环比持平, 26 全年资本开支约 80 亿美元

中芯国际发布 25Q4 季报, 25Q4 营收 24.89 亿美元创历史新高, 同比+12.8%/环比+4.5%, 超指引上限, 系晶圆销量增加及产品组合优化; 毛利率 19.2%, 同比-3.4pcts/环比-2.8pcts, 毛利率下降系折旧增加。总产能为 105.9 万片/月, 环比增长 3.6 万片; 晶圆出货量 (折合 8 英寸) 为 251.5 万片, 同比+26.3%/环比+0.6%; 产能利用率为 95.7%, 环比-0.1pct; 折合 8 英寸 ASP 为 914 美元/片, 环比+1%。维持“增持”投资评级。

□ 25Q4 营收超指引预期, 产能环比略有增长。1) 业绩情况: 25Q4 营收 24.89 亿美元, 同比+12.8%/环比+4.5%, 超过指引上限 (环比持平至增长 2%), 系晶圆销量增加及产品组合优化, 其中晶圆收入环比增长 1.5%; 毛利率 19.2%, 同比-3.4pcts/环比-2.8pcts, 超指引中值 (18-20%), 毛利率下降系折旧增加。2) 产能及 ASP: 总产能为 105.9 万片/月, 环比增长 3.6 万片; 晶圆出货量 (折合 8 英寸) 为 251.5 万片, 同比+26.3%/环比+0.6%; 产能利用率为 95.7%, 环比-0.1pct, 8 英寸晶圆稼动率整体超满载, 12 英寸接近满载; 折合 8 英寸 ASP 为 914 美元/片, 环比+1%, 基于存储涨价、BCD 供应紧张, 同时海外 FAB 退出部分成熟制程产能, 公司 ASP 边际改善。

□ 消费电子及工业汽车营收同环比增长, 存储强劲需求驱动产能切换。1) 智能手机: 25Q4 收入 5.35 亿美元, 同比+0.2%/环比+4.5%。2) PC 和平板电脑: 25Q4 收入 2.94 亿美元, 同比-30.3%/环比-18.9%。3) 消费电子: 25Q4 营收 11.77 亿美元, 同比+32.7%/环比+13.9%。4) 互联和可穿戴: 收入 1.79 亿美元, 同比-2.2%/环比-6.0%。5) 工业和汽车收入: 3.04 亿美元, 同比+67.8%/环比+7.1%。存储强劲需求挤压了手机等其他应用领域, 产能转向数据中心、电源供应、工业汽车等供不应求的领域, 同时中高端产品订单增加。

□ 指引 26Q1 营收环比持平, 2026 全年资本开支 80 亿美元。1) 26Q1 业绩指引: 公司指引 26Q1 收入环比持平, 毛利率 18-20%。2) 2026 全年业绩展望: 公司 2025 年资本开支 81 亿美元, 指引 2026 年资本开支 80 亿美元, 销售收入增幅高于可比同业平均值; 预计 2026 总折旧同比增加三成左右, 折旧压力持续加大。3) 产能: 公司指引 26Q1 满载情况下产能利用率约为 95%-96%, 环比有望持平。2025 公司新增约 5 万片 12 英寸产能, 2026 年将继续扩产, 关键设备已经提前购买, 部分配套设备购买时间错配导致新增产能未必在今年释放, 预计 2026 年底产能同比增长约 4 万片/月 (折合 12 英寸)。4) 市场情况: 存储器、BCD 及电源管理产品供不应求, 公司将 MCU 等产能转为专用存储器, 并释放新产能支持 BCD 及 AI 相关电路增长。AI 强劲需求挤占手机等领域资源, 导致终端面临缺货涨价压力及中低端订单减少; AI 瓶颈主要在于 HBM 封测, 结合设备交付周期与囤货释放, 公司预计 9 个月后晶圆前道产能将溢出并流向消费领域, 市场大概率在 26Q3 出现反转。

□ 投资建议。公司 25Q4 收入超指引上限, 毛利率超指引中值, 产能利用率维持高位, 部分关键设备已经提前购买, 指引 2026 年持续扩产。我们调整 2025/2026/2027 年收入至 673.2/754.0/848.3 亿元, 归母净利润至 50.4/56.4/65.2 亿元, 对应 PE 为 182.5/163.0/141.1 倍, 维持“增持”投资评级。

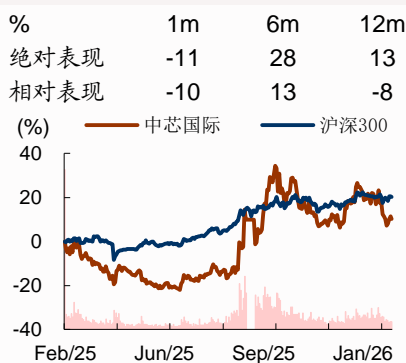
□ 风险提示: 下游需求复苏不及预期, 产能供过于求, 设备交付不及预期, 先

TMT 及中小盘/电子
当前股价: 115.01 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)	920.1
流通市值 (十亿元)	230.0
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



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中芯国际 (688981) —25Q3 收入和毛利率超指引, 整体订单供不应求》2025-11-14
- 2、《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
- 3、《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

鄢凡 S1090511060002
✉ yanfan@cmschina.com.cn
谌薇 S1090524070008
✉ shenwei3@cmschina.com.cn
王焱仟 研究助理
✉ wangyanqian@cmschina.com.cn

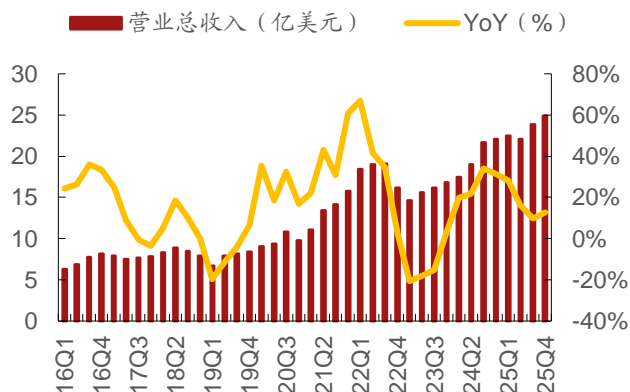
进制程受制裁，折旧增加，产能扩张不及预期的风险。

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	67323	75402	84827
同比增长	-9%	28%	16%	12%	13%
营业利润(百万元)	6906	6299	7794	8797	10153
同比增长	-53%	-9%	24%	13%	15%
归母净利润(百万元)	4823	3699	5041	5644	6523
同比增长	-60%	-23%	36%	12%	16%
每股收益(元)	0.60	0.46	0.63	0.71	0.82
PE	190.8	248.8	182.5	163.0	141.1
PB	6.5	6.2	6.0	5.8	5.6

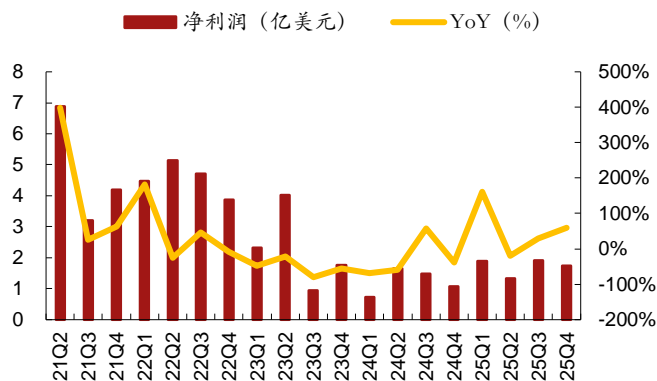
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 分季度营收及 YoY (亿美元)



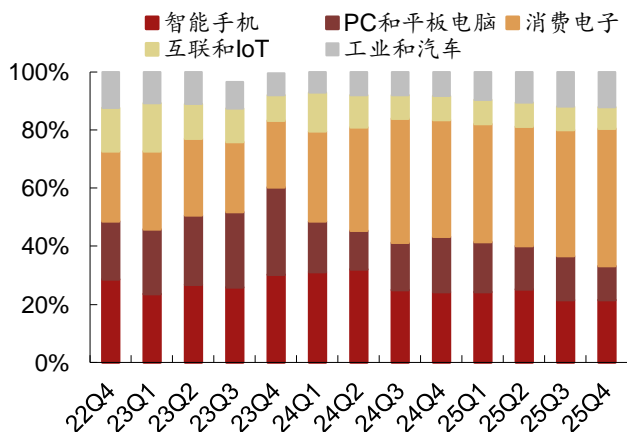
资料来源: 中芯国际, 招商证券

图 2: 分季度净利润及 YoY (亿美元)



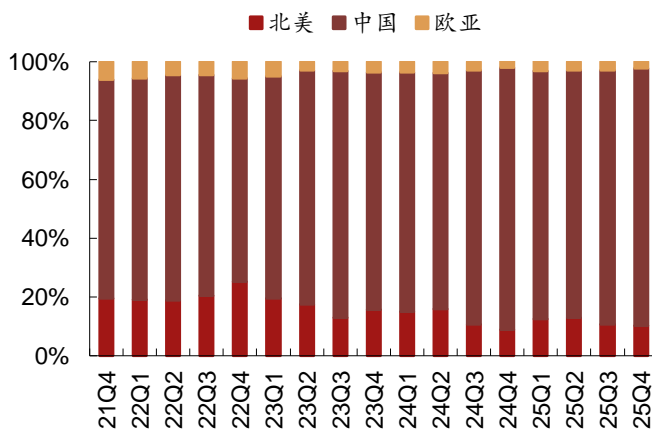
资料来源: 中芯国际, 招商证券

图 3: 按应用领域晶圆营收拆分



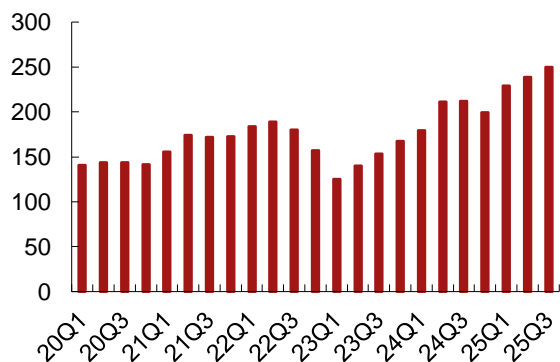
资料来源: 中芯国际, 招商证券

图 4: 按地域营收拆分



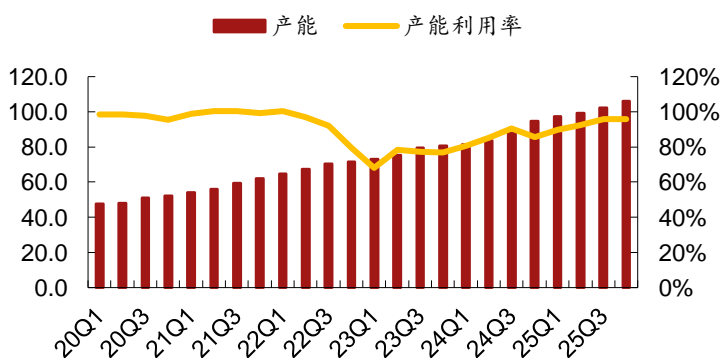
资料来源: 中芯国际, 招商证券

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 2025Q4 业绩说明会纪要全文)

附录：中芯国际（港股）2025Q4 业绩说明会纪要

时间：2026 年 2 月 11 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：

财务摘要

25Q4 财务情况

25Q4 销售收入： 24.89 亿美元，环比+4.5%。

毛利率： 19.2%，环比-2.8pcts。

经营利润： 2.99 亿美元。

EBITDA： 14.05 亿美元，EBITDA 利润率 56.5%。

归母净利润： 1.73 亿美元。

2025 全年财务情况

销售收入： 93.27 亿美元，同比+16.2%。

毛利率： 21%，同比+3pcts。

经营利润： 11.1 亿美元。

EBITDA： 52.56 亿美元，EBITDA 利润率 56.4%。

归母净利润： 6.85 亿美元。

资本开支： 81 亿美元。

资产负债： 2025 年末公司总资产 523 亿美元。其中，库存资金 119 亿美元。总负债为 173 亿美元，其中，有息负债 126 亿美元。总权益 350 亿美元。有息债务权益比 36%，净债务权益比 1.9%。

现金流量： 2025 年经营活动所得现金净额 31.94 亿美元。投资活动所用现金净额 64.95 亿美元。融资活动所得现金净额 26.76 亿美元。

26Q1 指引

销售收入： 环比持平。

毛利率： 18%-20%。

运营情况

Q4 公司整体实现销售收入 24.89 亿美元，环比增长 4.5%。其中，晶圆收入环比增长 1.5%。销售片数和平均单价均小幅增长，其他收入环比增长 6.4%，主要系光罩在年底集中出货所致。

在季度新增 1.6 万片 12 英寸产能的基础上，公司产能利用率保持在 95.7%。8 英寸利用率整体超满载，12 英寸整体接近满载，主要系产业链切换叠加效应持续。25Q4 公司毛利率为 19.2%，环比下降 2.8 个百分点，主要受折旧上升影响。

回顾 2025 年全年，半导体产业链由“国外设计、国外生产、销售到国内”向本土化切换带来的重组效应贯穿全年。转换速度最快的是模拟电路，其次是显示驱动、摄像头、存储，随后是 MCU、数模混合、逻辑等。中国本土设计公司获取了供应链份额，公司瞄准客户细分市场产品需求，加速验证并扩产上量，推动 2025 年经营业绩提升，产收规模实现新跨越。

根据未经审核的财务数据，2025 年公司销售收入为 93.27 亿美元，同比大幅增长 16.2%，创历史新高。毛利率为 21%，同比上升 3 个百分点。

2025 年度，销售收入按区域分，中国、美国、欧亚占比分别为 85%、12%和 3%，与去年持平。从绝对值看，基于产业链重组效应和整体市场需求增长，中国客户收入同比增长 18%，海外客户收入同比增长 9%。

晶圆收入按尺寸分，12 英寸和 8 英寸收入分别占比 77%和 23%，与去年持平。从绝对值看，12 英寸和 8 英寸收入分别增长 17%和 18%。

晶圆收入按应用分，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 23%、15%、43%、8%和 11%。受益于汽车类产业链加速切换及公司过去两年的平台布局，工业与汽车晶圆收入绝对值同比增长超过六成。受益于国家刺激消费政策带动及国际需求增长推动的中国出口增加，消费电子晶圆收入同比增长超 30%。

2025 年，公司资本开支为 81 亿美元，高于年初预期。主要系应对客户强劲需求及外部环境变化，且设备交付时间拉长，公司针对已规划产能进行提前采购。年底折合 8 英寸标准逻辑月产能为 105.9 万片，同比增加 11.1 万片。出货总量为 970 万片，年平均产能利用率为 93.5%，同比增加 8 个百分点。

2026 年展望

展望 2026 年，产业链海外回流及国内客户新产品替代海外老产品效应将持续，为国内产业链带来增长空间。

关于存储大周期对产业和晶圆代工的影响，经与产业链伙伴沟通，人工智能对存储的强劲需求限制了手机等其他应用领域特别是中低端领域的存储芯片供应，导致相关终端厂商面临供应不足和涨价压力。即使终端厂商通过涨价消化成本压力，也可能导致终端产品需求下降。

综合上述因素，晶圆厂收到的中低端订单减少，但与 AI、存储、中高端应用相关的订单增加。在此市场环境下，公司凭借在 BCD、模拟、存储、MCU、中高端显示驱动等细分领域的技术储备与领先优势，配合客户产品布局，在本轮周期中

保持有利位置。公司将积极响应市场紧急需求，推动 2026 年收入继续增长。

综合考量，公司一季度指引为：销售收入环比持平，毛利率在 18%到 20%之间。

在外部环境无重大变化的前提下，公司 2026 年指引为：销售收入增幅高于可比同业平均值，资本开支与 2025 年大致持平。

对于 2026 年展望，做以下两点说明：

第一，过去几年公司加大投入加速扩产。2025 年新增约 5 万片 12 英寸产能。2026 年将继续扩产，受外部环境影响，关键设备提前购买，但配套设备交付存在时间差，导致产能建设进度不匹配。因此，已购设备不一定能在今年形成完整生产能力。目前预计今年年底较去年年底，月产能增量折合 12 英寸增加约 4 万片。

第二，为把握在地制造需求，公司持续高投入推动收入规模快速增长，但也带来较高的折旧压力。随着新厂进入开办期并开始计提折旧，预计 2026 年总折旧同比增加三成左右。公司将通过保持高利用率和降本增效来应对折旧压力。当前运营管理显示，毛利率变动的核心影响因素为单位收入对应的折旧增幅，公司将通过管理对冲其他因素的影响。

问答环节

Q: 在当前存储器周期背景下，公司如何看待其对整体需求结构的影响？

A: 存储器周期对公司营收的影响已纳入当前业绩预测假设之中。2025 年第四季度财报中已经反映出电脑与周边类产品收入出现约 4 个百分点的下滑，公司预计这一趋势在 2026 年上半年仍将持续，主要原因在于存储器阶段性紧张对相关终端需求形成约束。公司会主动对产能结构进行调整，将原本用于中低端手机、PC 及周边产品的部分产能，转向当前供不应求的领域，包括数据中心相关应用、电源管理、工业及汽车电子等方向。对于库存已经偏高、且短期需求承压的手机产品，公司在上半年主动下调了对应产能配置，以匹配市场节奏。与此同时，公司在存储器及存储器相关产品领域均有布局，当前该部分需求增长迅速，行业内普遍出现加价现象，核心原因在于供给端受限。在此背景下，公司尽可能将产能转向专用存储器相关的 MCU，以及与存储器配套的逻辑电路产品。

Q: 在 AI 驱动的产业趋势下，哪些具体下游应用和产品类型正在形成新增需求？公司内部哪些工艺平台和产品线有望从中受益？

A: AI 带来的另一重要增量来自数据传输需求，包括光通信相关电路，以及高速电信号传输相关的电路设计。此外，在边缘计算、端侧 AI 应用场景下，对数据中心供电、基站供电以及直流供电系统的需求显著上升，其中 Driver-MOSFET DC-DC 电源管理产品需求出现数倍增长。由于汽车、数据中心及工业领域需求叠加，中芯国际的 BCD 产能长期处于紧张状态。整体来看，存储器、BCD、与存储器配套的逻辑电路，以及工业和汽车用电源管理类产品均呈现供不应求态势。公司计划在未来数月逐步释放新增设备与产能，以支持 BCD、存储器相关、基站、数据中心及端侧 AI 电路的增长。

Q: 针对中低端手机及消费电子需求阶段性走弱，管理层如何判断其见底及反转

的时间节奏？

A: 关于中低端手机需求拐点，公司认为终端需求并未消失，而是阶段性延后。当前在存储器紧张与价格上涨预期下，渠道端存在一定囤货行为，导致表观需求被放大。真正的 AI 相关瓶颈并不在前道晶圆制造，而是在 HBM 的封装与测试环节。这意味着，即便前道晶圆产能增加，也难以在短期内直接转化为 AI 数据中心所需要的 HBM 产出。公司预计约 9 个月后晶圆前端产能逐步释放，新增产能将优先流向消费类产品领域。随着供给增加及渠道库存逐步回吐，消费类及中低端手机市场有望出现阶段性反转。

Q: 本季度实现了量价齐升，公司 ASP 上行的主要驱动因素是什么？在当前消费电子需求仍相对偏弱的环境下，公司仍能够实现价格上调，是否意味着成熟工艺平台整体供需格局依然偏紧？

A: 公司表示产品价格的变化本质上仍由供需关系决定，公司定价策略亦需参考行业主要供应商的整体走势。BCD 产品因在 AI、数据中心及汽车领域应用广泛，且公司产品质量持续提升，相应价格具备上调基础。从供给端看，部分同行将成熟产能用于先进封装或出售，导致供应量下降，使得一些大宗产品如 CMOS、CIS、LCD 驱动器等价格稳定并回升。但需要区分的是，标准化、缺乏迭代的成熟产品，其价格仍面临自然下行压力；相反，在 Wi-Fi、LCD 驱动器、AMOLED 驱动器等持续进行技术升级的产品上 ASP 仍具备上行空间。因此公司将研发、工程支持和产能优先投向产品迭代且价格可巩固的产品。

Q: 在供给端，部分海外晶圆厂正在退出部分成熟制程产能；在需求端，存储扩产及相关方案是否会对逻辑产品需求形成拉动？

A: 公司指出，AI 数据中心端侧应用与本土汽车产业链的快速扩张，均属于新增需求，而非对原有需求的简单替代。这些增量需求显著消耗了既有成熟制程产能与技术平台，使得可用于 CIS、LCD 驱动器及标准逻辑产品的剩余产能减少。与此同时，部分海外厂商由于设备老化或战略调整，选择退出成熟制程产能，转向先进封装或其他用途，进一步压缩了行业可用供给。在上述双重因素作用下，成熟制程中原本供给充裕的大宗产品产能明显收缩。同时，部分客户开始在不同供应商之间寻求增量产能，而新增订单的价格水平整体趋于稳定甚至上行。这一变化有助于 2026 年成熟制程中标准产品价格维持稳定，部分产品实现小幅上涨。

Q: 本土化趋势、扩产计划对产品结构有什么影响？与折旧压力如何平衡？

A: 公司披露 2026 年资本支出规模预计与 2025 年基本相当，维持在约 80 亿美元水平。由于设备交付节奏并非完全同步，产能释放时间存在一定滞后，但这也为公司在量产节奏与折旧启动时点上提供了更大的规划空间。过去两年公司资本支出持续处于高位，相关设备已陆续到位，并将在 2026 年逐步进入量产阶段，带动折旧显著上升。管理层预计 2026 年折旧同比增幅约在 30% 左右，对盈利形成阶段性压力。公司在 2026 年的核心任务在于，一方面持续巩固市场份额、支持战略客户成长，另一方面通过合理的产能爬坡与产品结构优化，应对折旧压力。

Q:结合当前市场对电脑出货量等的预期,预计后续各下游产品占比会有什么样的变化趋势?

A:受存储器供应不足、中间商囤货惜售的市场影响,公司已进行产能切换,减少了电脑与边缘领域的产能分配;将多余产能投向 BCD、存储相关产品及新设计产品。高端产品因存储器稀缺会被优先用于打造更高价值产品,因此高端手机、高端电脑、高端手表等中高端相关产品订单和产能占比会增加,如 AMOLED Driver、高端 CMOS Image Sensor、高端逻辑 BCD、MCU、存储器的产量均呈增长趋势。而去年大宗生产、未进行产品更新的品类,客户需求有所下降,公司也会相应减少其产能分配。同时,终端总需求并未发生变化,公司正劝说客户多备库存,目前客户已逐步认同该想法,此前计划砍单的客户正逐步补单。

Q:一季度受春节等季节性因素影响,同时公司持续提升产能,且部分客户追回此前打算取消的订单,综合这些因素,公司对一季度的产能利用率作何判断?

A:公司有部分产能会用于新工厂的工程训练、产品验证及研发支持,即便在满载状态下,产能利用率也约为 95%-96%。公司期望一季度产能利用率与四季度持平,目前正与客户共同分析市场形势,推动客户针对产品迭代需求建立库存,对于中低端产品,双方协商价格、共担风险,推动客户补单。需要注意的是,一季度公司产能基数较四季度有所扩大,要实现与四季度持平的产能利用率,需要获取比四季度更多的订单,目前公司正朝着该方向努力,且距离一季度末还有充足时间推进相关工作。

Q:2025 年公司因设备交期等因素进行了提前采购,核心考虑是什么? 2026 年甚至更中期配套设备的资本开支占比是否会有明显提升?

A:提前采购设备的核心考虑有三点:一是市场和客户的产能切换需求响应要求加快,且同行也在加速扩建产能,公司需储备余量产能,避免丢失长期合作的核心客户;二是受国际政治因素影响,设备交付审批流程和时间存在不确定性,提前采购能保障设备顺利到厂;三是存储器领域各企业均在扩产,设备厂商按订单接收时间划分交付优先级,未来设备交付周期会持续拉长,提前下单并接收部分交付较快的供应商设备,能保障公司产能建设进度。2026 年配套设备的资本开支占比会有提升,2025 年公司已提前拉取主设备,2026 年会重点补齐配套设备,确保产能成线落地,且 2026 年公司资本支出与 2025 年基本持平。

Q:这一轮存储周期与以往的区别是什么?更像哪一轮周期?当前存储器实质性缺货能否通过价格调节?若不能,是否会对全球代工产能形成持续挤压?

A:本次存储周期与以往的核心区别在于人工智能需求的大幅提升,具体来看:存储器在数据中心、手机、电脑中属于富余配置,而当前人工智能领域的算力需求激增,企业急于在短期内完成未来十年的数据中心建设,使得人工智能相关的存储器需求在数年之内都无法被满足,该领域缺货状态将长期持续。晶圆设备厂商和晶圆厂建设速度较快,新产能虽无法快速通过验证并服务于人工智能数据中心,但可快速缓消费电子、电脑、手机等领域的存储器短缺问题;目前原有工厂的产能被优先投向人工智能领域,待新产能释放后,消费电子等领域的存储器供应会逐步充足,中间商囤货行为也会停止,供应链恢复顺畅,这一缓解速度取

决于设备厂商的交付速度。按设备交付优先级划分，高优先级设备 4-5 个月可交付，普通优先级 7-8 个月，最低优先级 12-16 个月，叠加供应商囤货释放，预计 9 个月到一年左右消费电子等领域的存储器短缺会缓解，大概率在 2026 年第三季度出现反转。人工智能领域所需的高质量 HBM，其产能瓶颈并非前端晶圆厂，而是后端封装测试环节，倒角、背部减薄、堆叠等工艺的产能建设速度慢，且 FT 测试、成品率提升、质量验证的周期极长，该瓶颈短期内难以缓解，只有提前布局 HBM 的头部企业能占据优势，新厂难以快速分享 HBM 市场红利。而消费电子、电脑与边缘、手表等中低端领域的存储器短缺问题，会随新产能释放快速缓解。存储器缺货无法单纯通过价格调节，当前人工智能对存储器的刚性需求，以及产能分配向高端领域倾斜的现状，会对全球代工产能形成阶段性挤压，但消费电子等中低端领域的代工产能挤压，会随新产能释放逐步缓解。

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	86929	94032	104538
现金	51235	48029	19900	19479	21164
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	3381	3787	4261
其它应收款	160	239	278	312	351
存货	19378	21267	24381	27085	30279
其他	20033	31023	36130	40461	45515
非流动资产	241889	247137	278499	307601	334943
长期股权投资	14484	9004	9004	9004	9004
固定资产	92432	113545	123959	132078	138410
无形资产商誉	3344	3225	2903	2613	2351
其他	131629	121362	142634	163906	185178
资产总计	338463	353415	365428	401633	439480
流动负债	52614	61544	38362	40388	42781
短期借款	3398	1070	0	0	0
应付账款	4940	5658	6489	7208	8058
预收账款	14692	8642	9911	11010	12308
其他	29584	46174	21963	22170	22415
长期负债	67379	62763	90763	116763	142763
长期借款	59032	57785	85785	111785	137785
其他	8347	4978	4978	4978	4978
负债合计	119993	124308	129125	157151	185544
股本	226	226	227	227	227
资本公积金	102332	102906	102906	102906	102906
留存收益	39918	45058	50099	55743	62266
少数股东权益	75994	80917	83070	85606	88537
归属于母公司所有者权益	142476	148191	153232	158876	165399
负债及权益合计	338463	353415	365428	401633	439480

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	23048	22659	21398	26276	29385
净利润	6396	5373	7194	8179	9454
折旧摊销	18516	22929	25336	27597	29357
财务费用	(520)	(1055)	(404)	(1200)	(400)
投资收益	(250)	(1100)	(4290)	(2803)	(2600)
营运资金变动	(1095)	(3489)	(6444)	(5503)	(6431)
其它	0	0	6	5	5
投资活动现金流	(41701)	(30669)	(52411)	(53898)	(54100)
资本支出	(53865)	(54559)	(56700)	(56700)	(56700)
其他投资	12165	23890	4290	2803	2600
筹资活动现金流	15728	9999	2883	27200	26400
借款变动	9604	11215	2479	26000	26000
普通股增加	1	1	1	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)	404	1200	400
现金净增加额	(2925)	1988	(28129)	(422)	1685

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	67323	75402	84827
营业成本	35346	47051	53961	59945	67014
营业税金及附加	223	276	270	360	405
营业费用	254	282	303	377	424
管理费用	3153	3835	3635	4147	4241
研发费用	4992	5447	5453	5278	5090
财务费用	(3774)	(1833)	(404)	(1200)	(400)
资产减值损失	(1335)	(401)	(600)	(500)	(500)
公允价值变动收益	357	4	3	3	0
其他收益	2577	2858	2700	2500	2300
投资收益	250	1100	1587	300	300
营业利润	6906	6299	7794	8797	10153
营业外收入	12	17	0	0	10
营业外支出	77	23	25	25	20
利润总额	6840	6292	7769	8772	10143
所得税	444	919	575	593	689
少数股东损益	1573	1674	2153	2536	2931
归属于母公司净利润	4823	3699	5041	5644	6523

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-9%	28%	16%	12%	13%
营业利润	-53%	-9%	24%	13%	15%
归母净利润	-60%	-23%	36%	12%	16%
获利能力					
毛利率	21.9%	18.6%	19.8%	20.5%	21.0%
净利率	10.7%	6.4%	7.5%	7.5%	7.7%
ROE	3.5%	2.5%	3.3%	3.6%	4.0%
ROIC	1.1%	1.2%	2.1%	2.1%	2.4%
偿债能力					
资产负债率	35.5%	35.2%	35.3%	39.1%	42.2%
净负债比率	20.1%	23.6%	23.5%	27.8%	31.4%
流动比率	1.8	1.7	2.3	2.3	2.4
速动比率	1.5	1.4	1.6	1.7	1.7
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	2.4	2.3	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	8.9	8.8	8.8
每股资料(元)					
EPS	0.60	0.46	0.63	0.71	0.82
每股经营净现金	2.88	2.83	2.67	3.28	3.67
每股净资产	17.81	18.52	19.15	19.86	20.67
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	190.8	248.8	182.5	163.0	141.1
PB	6.5	6.2	6.0	5.8	5.6
EV/EBITDA	4.7	4.5	3.7	3.5	3.1

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。