

四季度营收超公司指引

核心观点

- 四季度营收超公司指引。**公司发布四季度业绩公告，依国际财务报告准则，公司四季度营收 24.9 亿美元，同环比分别增长 12.8%和 4.5%，高于指引的环比+0%至+2%；毛利率 19.2%，符合指引；产能利用率 95.7%。公司指引 2026 年一季度营收环比持平，毛利率 18%至 20%；2026 年营收增幅高于可比同业的平均值，资本开支与 2025 年相比大致持平。
- 持续受益产业链国产替代。**部分投资者担忧公司未来需求的持续性，我们认为下游产品国产替代进程有望持续，为公司持续带来成长增量空间。25Q4 在季度新增 1.6 万片 12 英寸晶圆产能的基础上，公司整体产能利用率保持在 95.7%；其中 12 英寸产能利用率整体接近满载，主要得益于本土的设计公司成功获取供应链份额下，公司充分受益产业链切换迭代效应。2025 年全年公司来自中国客户的收入同比增长 18%。展望未来，中芯国际有望持续针对客户细分市场的产品需求，加速验证并扩大产能，促使公司在经营业绩再上新台阶。
- 持续提升高附加值产品占比。**25Q4 公司晶圆收入环比增长 1.5%，销售片数和平均单价均小幅增长。公司持续发力高附加值产品，今年以来特色工艺在多个技术平台上的发展稳步提升；AI、存储、中高端应用相关的订单呈现增加态势。公司于 2025 年 12 月公告与国家集成电路基金等订立新合资合同及新增资扩股协议，各增资方就本次增资向中芯南方现金出资合计 77.78 亿美元，公司持有中芯南方的股权将由 38.515%提高到 41.561%。展望未来，公司有望凭借在 BCD、模拟、存储、MCU、中高端显示驱动等细分领域中的技术储备与领先优势，在本轮行业发展周期中保持有利位置。

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年归母净利润分别为 50.4/67.4/80.4 亿元（原预测为 52.2/65.6/79.8 亿元，主要调整了毛利率、费用率及部分损益项），采用 DCF 估值法，给予 150.27 元目标价，维持买入评级。

风险提示

生产设备难以购买；价格竞争过于激烈；政府补助、投资收益等其他收益不确定的风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	45,250	57,796	67,310	78,958	90,364
同比增长(%)	-9%	28%	16%	17%	14%
营业利润(百万元)	6,906	6,299	8,312	10,888	12,433
同比增长(%)	-53%	-9%	32%	31%	14%
归属母公司净利润(百万元)	4,823	3,699	5,037	6,741	8,044
同比增长(%)	-60%	-23%	36%	34%	19%
每股收益(元)	0.60	0.46	0.63	0.84	1.01
毛利率(%)	21.9%	18.6%	21.9%	23.2%	23.2%
净利率(%)	10.7%	6.4%	7.5%	8.5%	8.9%
净资产收益率(%)	3.5%	2.5%	3.4%	4.3%	4.9%
市盈率	191	249	183	137	114
市净率	6.5	6.2	6.1	5.8	5.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

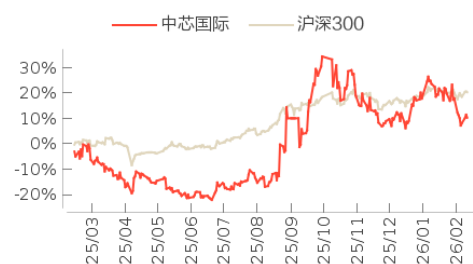
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2026年02月11日）	115.01元
目标价格	150.27元
52周最高价/最低价	153/77.8元
总股本/流通A股（万股）	800,049/800,049
A股市值（百万元）	920,136
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2026年02月12日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	0.15	-10.76	-2.31	14.03
相对表现%	-0.17	-9.81	-3.64	-7.36
沪深300%	0.32	-0.95	1.33	21.39



证券分析师

薛宏伟	执业证书编号：S0860524110001 xuehongwei@orientsec.com.cn 021-63326320
蒯剑	执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856 kuaijian@orientsec.com.cn 021-63326320

联系人

李晋杰	执业证书编号：S0860125070012 lijinjie@orientsec.com.cn 021-63326320
-----	--

相关报告

三季度业绩超公司指引，需求有望持续向好	2025-11-16
二季度业绩超公司指引，需求有望维持高景气	2025-08-10
产能利用率提升，持续推进工艺迭代和产品性能升级	2025-05-11

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年归母净利润分别为 50.4/67.4/80.4 亿元（原预测为 52.2/65.6/79.8 亿元，主要调整了毛利率、费用率及部分损益项），采用 DCF 估值法，给予 150.27 元目标价，维持买入评级。

表 1: DCF 估值模型假设

估值假设	假设值
所得税税率 T	25.00%
永续增长率 Gn(%)	3.00%
无风险利率 Rf	1.82%
无杠杆影响的 β 系数	0.8723
考虑杠杆因素的 β 系数	0.9305
市场收益率 Rm	8.73%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	8.25%
债务比率 D/(D+E)	8.17%
债务利率 rd	1.50%
WACC	7.67%

数据来源: wind, 东方证券研究所

表 2: 永续增长率和 WACC 的敏感性分析

	永续增长率 Gn(%)					
	150.27	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC (%)	5.67%	190.16	234.37	311.71	481.82	1161.48
	6.17%	164.47	197.62	251.68	355.64	637.64
	6.67%	143.56	169.02	208.36	277.19	428.56
	7.17%	126.25	146.19	175.70	223.84	316.40
	7.67%	111.72	127.59	150.27	185.32	246.64
	8.17%	99.38	112.19	129.96	156.27	199.18
	8.67%	88.78	99.25	113.41	133.63	164.89
	9.17%	79.62	88.25	99.68	115.54	139.02
	9.67%	71.62	78.80	88.15	100.79	118.84

数据来源: 东方证券研究所

风险提示

生产设备难以购买；价格竞争过于激烈；政府补助、投资收益等其他收益不确定的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	51,235	48,029	57,959	67,795	94,749	营业收入	45,250	57,796	67,310	78,958	90,364
应收票据、账款及款项融资	3,944	3,288	3,829	4,492	5,140	营业成本	35,346	47,051	52,587	60,614	69,417
预付账款	752	405	472	861	985	销售费用	254	282	321	377	431
存货	19,378	21,267	22,612	24,246	24,296	管理费用	3,153	3,835	3,174	3,724	4,262
其他	21,265	33,289	22,919	22,967	22,814	研发费用	4,992	5,447	5,267	6,202	7,459
流动资产合计	96,574	106,279	107,791	120,360	147,984	财务费用	(3,774)	(1,833)	(799)	(857)	(1,400)
长期股权投资	14,484	9,004	12,289	11,926	11,073	资产、信用减值损失	1,334	525	844	976	733
固定资产	92,432	113,545	104,729	99,699	99,850	公允价值变动收益	357	4	151	171	109
在建工程	77,003	88,275	126,301	155,034	160,116	投资净收益	250	1,100	(100)	417	472
无形资产	3,344	3,225	2,867	2,509	2,150	其他	2,354	2,707	2,346	2,378	2,390
其他	54,626	33,086	33,086	33,086	33,086	营业利润	6,906	6,299	8,312	10,888	12,433
非流动资产合计	241,889	247,137	279,273	302,253	306,276	营业外收入	12	17	9	12	13
资产总计	338,463	353,415	387,064	422,613	454,261	营业外支出	77	23	16	39	26
短期借款	3,398	1,070	2,996	2,488	2,185	利润总额	6,840	6,292	8,306	10,862	12,420
应付票据及应付账款	4,940	5,658	6,323	7,289	8,347	所得税	444	919	604	801	928
其他	44,277	54,816	57,231	59,370	60,612	净利润	6,396	5,373	7,702	10,061	11,491
流动负债合计	52,614	61,544	66,550	69,146	71,144	少数股东损益	1,573	1,674	2,665	3,320	3,447
长期借款	59,032	57,785	80,185	102,585	120,585	归属于母公司净利润	4,823	3,699	5,037	6,741	8,044
应付债券	4,243	0	0	0	0	每股收益(元)	0.60	0.46	0.63	0.84	1.01
其他	4,104	4,978	4,978	4,978	4,978						
非流动负债合计	67,379	62,763	85,163	107,563	125,563	主要财务比率					
负债合计	119,993	124,308	151,713	176,710	196,707		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	75,994	80,917	83,582	86,902	90,349	成长能力					
实收资本(或股本)	226	226	227	227	227	营业收入	-9%	28%	16%	17%	14%
资本公积	102,332	102,906	102,905	102,905	102,905	营业利润	-53%	-9%	32%	31%	14%
留存收益	35,750	39,449	44,486	51,226	59,270	归属于母公司净利润	-60%	-23%	36%	34%	19%
其他	4,168	5,609	4,151	4,643	4,801	获利能力					
股东权益合计	218,470	229,108	235,351	245,903	257,553	毛利率	21.9%	18.6%	21.9%	23.2%	23.2%
负债和股东权益总计	338,463	353,415	387,064	422,613	454,261	净利率	10.7%	6.4%	7.5%	8.5%	8.9%
						ROE	3.5%	2.5%	3.4%	4.3%	4.9%
						ROIC	1.1%	1.3%	2.1%	2.6%	2.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	35.5%	35.2%	39.2%	41.8%	43.3%
净利润	6,396	5,373	7,702	10,061	11,491	净负债率	9.6%	15.4%	21.1%	25.1%	20.4%
折旧摊销	19,888	24,021	27,704	32,748	40,236	流动比率	1.84	1.73	1.62	1.74	2.08
财务费用	(3,774)	(1,833)	(799)	(857)	(1,400)	速动比率	1.43	1.34	1.22	1.32	1.66
投资损失	(250)	(1,100)	100	(417)	(472)	营运能力					
营运资金变动	(1,187)	(7,859)	372	(604)	698	应收账款周转率	10.9	18.0	21.3	21.3	21.1
其它	1,974	4,056	(766)	1,297	783	存货周转率	2.0	2.1	2.1	2.2	2.3
经营活动现金流	23,048	22,659	34,313	42,228	51,336	总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
资本支出	(57,826)	(56,003)	(56,069)	(56,091)	(45,112)	每股指标(元)					
长期投资	(1,104)	5,480	(3,285)	363	853	每股收益	0.60	0.46	0.63	0.84	1.01
其他	17,230	19,854	9,846	587	781	每股经营现金流	102.20	100.10	151.15	186.01	226.13
投资活动现金流	(41,701)	(30,669)	(49,508)	(55,141)	(43,478)	每股净资产	17.81	18.52	18.97	19.87	20.90
债权融资	13,086	13,428	22,400	22,400	18,000	估值比率					
股权融资	2,789	575	0	0	0	市盈率	190.8	248.8	182.7	136.5	114.4
其他	(147)	(4,004)	2,724	349	1,097	市净率	6.5	6.2	6.1	5.8	5.5
筹资活动现金流	15,728	9,999	25,124	22,749	19,097	EV/EBITDA	42.2	34.1	27.6	22.7	19.0
汇率变动影响	(1,338)	(257)	-0	-0	-0	EV/EBIT	310.4	217.7	129.4	96.9	88.1
现金净增加额	(4,263)	1,732	9,929	9,837	26,954						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。