

AI 需求外溢推动 2Q 指引超预期

华泰研究

2026 年 5 月 16 日 | 中国内地/中国香港

季报点评

半导体

中芯国际 1Q26 收入 25.05 亿美元，环比+0.7%、毛利率 20.1%，基本符合上季度指引。公司指引 2Q26 收入环比+14%~16%、明显高于海外主要竞争对手指引(台积电指引 2Q26 收入环比增速约 10%左右)，毛利率 20%~22%，较上一季指引上沿提升 2 个百分点。我们认为，AI 需求正在推动包括电源管理、模拟、网通在内配套芯片需求的快速增长，部分海外代工企业转产导致成熟工艺代工产能收缩，两者叠加导致的需求外溢，推动代工服务 ASP 进入结构性上行周期。公司作为中国最大晶圆代工企业，具有完备的工艺平台储备，有望在这轮需求外溢中充分受益。上调 2026/2027/2028 收入预测 2.1%/0.5%/0.4%，重申买入评级，给予港股目标价 100 港元（前值：91 港元），A 股目标价人民币 182 元（前值：170 元）。

2Q26 指引显著超预期，AI 需求外溢加速兑现

公司 2Q26 收入指引中值（环比+15%，对应 28.81 亿美元）超彭博一致预期 26.80 亿美元约 7.5%，毛利率指引中值 21%，超一致预期约 0.5pct。公司管理层表示，AI 快速发展促使同行代工厂和 IDM 将产能切换至 AI 相关产品，导致标准产品产能下降，海外订单回流至国内，公司作为国内最大代工厂接收订单最多，且该趋势“将长期存在”。结合：1) AI 配套芯片（电源管理、电源供应、数字传输、数据驱动等）需求旺盛，公司已与客户协商上调定价；2) 部分客户担忧供应链价格继续推高、提前为消费类与 IoT 产品备货，在手订单充足；3) AI 带动端侧/可穿戴、电动汽车、机器人等新兴应用需求；4) 产业链国产化推动逻辑、网通系统芯片需求。

1Q26 资本开支 15.6 亿美元，积极布局专用存储、先进封装等领域

1Q26 公司资本支出约 15.6 亿美元，相当于全年资本开支计划的 20%左右。受 AI 驱动及存储大周期影响，全球半导体行业进入投资高峰期，我们观察到部分海外设备公司出现交期延长现象。我们认为公司已提早布局，全年有望完成投资计划。公司在业绩电话会上指出，1) 正在专用存储、PMIC、模拟（含 BCD）等领域加大投资，以满足客户快速增长的需求。2) 公司成立先进封装研究院，并设立上海芯三维半导体子公司，积极构筑“先进工艺+先进封装”一体化交付能力。长期来看，先进封装有望成为公司一大新的业务增长点。此外，公司收购中芯北方 49%少数股权工作正按计划推进，完成后有望增厚归属上市公司股东净利润。

盈利预测与估值

基于 AI 需求外溢加速兑现，我们上调 2026/2027/2028 年收入预测 2.1%/0.5%/0.4%，预计 2026-2028 年收入同比+21%/+20%/+11%至 112/135/149 亿美元。同时考虑涨价对毛利率的拉动，上调 2026/2027/2028 年归母净利润预测 15.8%/29.4%/15.6%，预计 2026-2028 年归母净利润同比+19%/+26%/+9%至 8.1/10.2/11.2 亿美元。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 4.6x 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 4.2x 2026E PB 并给予溢价。给予港股目标价 HKD100（前值：91 港币，对应 4.2x 2026E PB），基于 2026E BPS 2.78 美元（汇率：美元/港币=7.8）。基于 2025 年初以来 AH 溢价率均值 105%，港币人民币汇率 0.89，我们给予 A 股目标价人民币 182 元（前值：170 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：182.00	港币：100.00

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

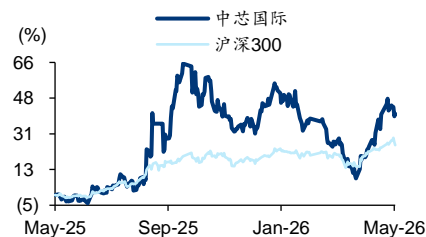
陈旭东 研究员
 SAC No. S0570521070004 chenxudong@htsc.com
 SFC No. BPH392 +(86) 21 2897 2228

于可耀 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 5 月 15 日)	119.02	71.15
市值(百万)	953,727	570,137
6 个月平均日均成交额(百万)	5,707	4,721
52 周价格范围	81.28-140.13	38.65-93.50

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	77,601	92,988	103,109
+/-%	16.15	15.27	19.83	10.88
归属母公司净利润(百万)	5,041	5,610	7,043	7,698
+/-%	39.04	11.29	25.55	9.30
EPS(最新摊薄)	0.55	0.70	0.88	0.97
ROE(%)	3.26	3.72	4.42	4.56
PE(倍)	216.40	169.73	135.20	122.15
PB(倍)	6.45	6.21	5.78	5.53
EV EBITDA(倍)	17.72	18.31	23.63	23.95
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 1Q26 业绩回顾与 2Q26 指引

台积电指引 2Q26 收入中值环比约+10%，毛利率 65.5-67.5%；中芯国际指引 2Q26 营收环比+14%至+16%，毛利率 20%-22%；华虹指引 2Q26 销售收入位于 6.9-7.0 亿美元（中位数环比+约 5%），毛利率 14%-16%。

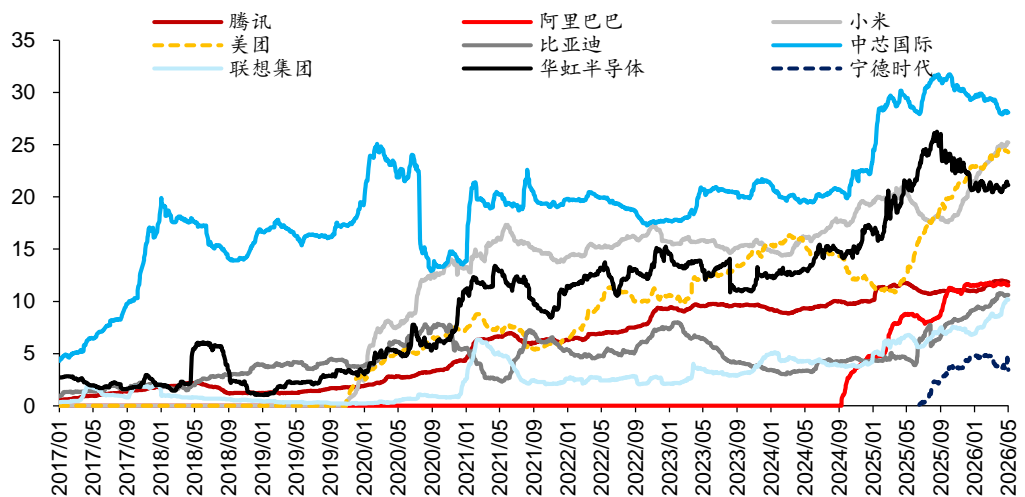
图表1：全球代工业绩及指引

公司	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	FY2026
	A	A	A	A	指引	指引
收入环比增速						
2330 TT 台积电	17.8%	10.1%	1.9%	6.4%	环比约+10%	同比增速超过30% (USD)
2303 TT 联电	1.6%	0.6%	4.5%	-1.2%	出货量+高个位数%，ASP+低个位数%	预计 2026 将是另一个增长年
5347 TT 世界先进	-2.1%	5.6%	2.0%	-0.5%	出货量+11-13%，ASP+2-4%	
GFS US 格罗方德	6.5%	0.0%	8.4%	-10.7%	中值环比+7.7%	
981 HK 中芯国际	-1.7%	7.8%	4.5%	0.7%	环比+14%~+16%	相较上季度，对2026年整体运营更加乐观
1347 HK 华虹半导体	4.6%	12.2%	3.9%	0.2%	环比+4.4%~+5.9% (区间\$690-700mn)	
毛利率						
2330 TT 台积电	58.6%	59.5%	62.3%	66.2%	65.5%-67.5%	
2303 TT 联电	28.7%	29.8%	29.8%	29.2%	约30%	
5347 TT 世界先进	28.0%	26.8%	27.5%	29.3%	31%-33%	
GFS US 格罗方德	24.2%	24.8%	29.0%	29.0%	26.4%-28.4%	
981 HK 中芯国际	20.4%	22.0%	19.2%	20.1%	20%-22%	
1347 HK 华虹半导体	10.9%	13.5%	13.0%	13.0%	14%-16%	
产能利用率						
2330 TT 台积电	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.		全年CAPEX指引\$52-56bn, 趋向区间高端
2303 TT 联电	76.0%	78.0%	78.0%	79.0%	80%出头	全年CAPEX指引 USD1.5bn
5347 TT 世界先进	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.		
GFS US 格罗方德	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.		
981 HK 中芯国际	92.5%	95.8%	95.7%	93.1%		
1347 HK 华虹半导体	108.3%	109.5%	103.8%	99.7%		
ASP (USD,等效8寸)						
2330 TT 台积电	3,062	3,132	3,264	3,823		
2303 TT 联电	922	862	880	881	QoQ +低个位数%	
5347 TT 世界先进	637	602	643	624	QoQ +2-4%	
GFS US 格罗方德	1164	1101	1157	1094		
981 HK 中芯国际	874	907	914	938		
1347 HK 华虹半导体	415	436	438	438		

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 1Q26 业绩回顾

1Q26 销售收入 25.05 亿美元，环比+0.7%、同比+11.5%，符合此前收入指引（环比持平）。毛利率 20.1%，环比+0.9pct、同比-2.4pct，略超此前指引上限（18%~20%），主因产品组合变动及平均售价上升。归母净利润 1.97 亿美元，环比+14.2%、同比+5.0%。1Q26 产能利用率 93.1%，环比-2.6pct，主要受 4Q25 AI 虹吸效应下部分手机厂商订单变化传导，叠加新厂结束启动阶段、新增产能进入分母。资本开支 15.63 亿美元（4Q25：24.08 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	3Q26	1Q26	1Q26	2Q26	2Q26	2Q26	2Q26
	A	A	A	A	A	E	E	CON	Guidance	CON	Guidance	(OLD)	Diff.
8寸	372	372	372	372	372	372	372						
12寸-成熟制程	246	253	266	280	288	294	302						
12寸-先进制程	21	22	24	25	27	35	37						
产能总计(千片)	973	991	1,023	1,059	1,078	1,111	1,133					1,099	1.1%
环比增长	2.7%	1.8%	3.2%	3.5%	1.8%	3.0%	2.0%						
稼动率	89.6%	92.5%	95.8%	95.7%	93.1%	97.4%	96.0%						
收入	2,247	2,209	2,382	2,489	2,505	2,741	2,902	2,514		2,680	2856~2906	2,625	4.4%
环比增长	1.8%	-1.7%	7.8%	4.5%	0.7%	9.4%	5.9%	1.0%	环比持平	7.0%	14%~16%		
晶圆单价	933	874	907	914	938	971	1,022						
环比增长	-9.0%	-6.3%	3.8%	0.8%	2.5%	3.5%	5.3%						
营业成本	(1,741)	(1,759)	(1,859)	(2,011)	(2,002)	(2,165)	(2,287)						
折旧摊销	799	751	804	927	879	936	1,124						
毛利	506	450	523	478	504	576	614						
EBITDA	1,169	1,029	1,331	1,329	1,367	1,335	1,599						
环比增长	-0.2%	-12.0%	29.3%	-0.1%	2.9%	-2.4%	19.7%						
营业利润	310	151	351	299	248	288	309						
环比增长	44%	-51%	133%	-15%	-17%	16%	7%						
税前收益	349	160	337	227	255	256	280					238	7.7%
所得税	(26)	(14)	(22)	(23)	(24)	(26)	(28)						
少数股东损益	(135)	(14)	(124)	(31)	(33)	(39)	(38)						
归属母公司净利	188	132	192	173	197	192	214	215		253		155	23.6%
环比增长	74.8%	-29.5%	44.7%	-9.9%	14.2%	-3.0%	11.8%						
比率 (%)													
毛利率	22.51%	20.36%	21.95%	19.21%	20.1%	21.0%	21.2%	19.44%	18%~20%	20.53%	20%~22%	18.20%	2.8
EBITDA利润率	52.0%	46.6%	55.9%	53.4%	54.6%	48.7%	55.1%						
营业利润率	13.8%	6.8%	14.7%	12.0%	9.9%	10.5%	10.7%						
税前收益率	15.5%	7.3%	14.2%	9.1%	10.2%	9.4%	9.6%						
净利率	8.4%	6.0%	8.1%	6.9%	7.9%	7.0%	7.4%					5.90%	1.1
净资产收益率	2.9%	2.8%	2.9%	3.2%	3.2%	3.5%	3.6%						
每股净资产	2.58	2.61	2.64	2.66	2.68	2.70	2.70						

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

1Q26 业绩说明会要点

1) 营收与毛利率: 1Q26 公司收入 USD2,505mn, 环比+0.7%、同比+11.5%。毛利率 20.1%, 环比+0.9pct、同比-2.4pct, 毛利率略超指引上限, 主要受产品组合变动与 ASP 上升带动。

2) 产能与资本开支: 1Q26 月产能由 4Q25 的 105.88 万片提升至 107.83 万片 (折合 8 英寸标准逻辑), 新增约 9,000 片折合 12 英寸产能。产能利用率 93.1%, 环比-2.6pct, 主因 4Q25 AI 虹吸效应下部分手机厂商订单变化传导, 叠加新厂结束启动阶段后新增产能进入产能利用率分母。资本开支 15.63 亿美元 (4Q25: 24.08 亿美元)。

3) 分板块业绩情况:

按服务类型: 晶圆收入占总收入 93.9%, 金额环比+2.3%; 其中出货数量环比-0.2%, ASP 环比+2.5%, 主要因优势细分领域部分产品代工价格稳中有升。

按尺寸: 1Q26 12 英寸/8 英寸分别占晶圆收入 76%/24%; 8 英寸晶圆收入环比+6%, 主要因人工智能对配套芯片的需求强劲, 订单增加、产能供不应求; BCD、逻辑和嵌入式存储业务均实现环比增长。

按应用: 智能手机 19%、电脑与平板 14%、消费电子 46%、互联与可穿戴 7%、工业与汽车 14%。公司将更多产能调配至 BCD、存储等需求旺盛平台以适应市场变化, 电脑与平板收入环比+18%, 智能手机收入环比-10%。

按地区: 中国 89%、美国 9%、欧亚 2%; 中国区收入环比+2%, 持续体现产业链重组效应。

2Q26 与 2026 年展望

基于客户需求和在手订单, 与上一季度相比, 公司对今年整体运营情况“更加乐观”。

2Q26 指引: 收入预计环比+14%~16%, 出货量和 ASP 均将有明显提升; 毛利率指引 20%~22%, 较上一季指引提高 2pct, 主因平均销售单价上升。涨价效应将于 Q2 显现, 预计 Q3/Q4 更明显, 但因折旧持续增加, 公司力争保持毛利率稳中有升。全年折旧预计同比增加约 30%, 1Q26 折旧已同比增加 26%, 后续季度折旧仍会继续增加。

盈利预测及估值

基于 AI 需求外溢加速兑现, 我们上调 2026/2027/2028 年收入预测 2.1%/0.5%/0.4%, 预计 2026-2028 年收入同比+21%/+20%/11%至 112/135/149 亿美元。同时考虑涨价对毛利率的拉动, 上调 2026/2027/2028 年归母净利润预测 15.8%/29.4%/15.6%, 预计 2026-2028 年归母净利润同比+19%/+26%/+9%至 8.1/10.2/11.2 亿美元。

图表4：中芯国际业绩预测调整

美元 百万	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	(OLD)	(OLD)	(OLD)	Diff.	Diff.	Diff.
8寸	372	372	372	372	372						
12寸-成熟制程	236	280	312	379	414						
12寸-先进制程	20	25	40	45	55						
产能总计(千片)	948	1,059	1,163	1,326	1,427						
同比增长	18%	12%	10%	14%	8%						
稼动率	85%	93%	93%	93%	90%						
收入	8,030	9,327	11,247	13,477	14,943	11,013	13,415	14,881	2.1%	0.5%	0.4%
同比增长	27%	16%	21%	20%	11%						
晶圆单价	933.2	907.1	995.7	1,067.0	1,105.6	993.0	1,066.2	1,105.2	0.3%	0.1%	0.0%
同比增长	-5.5%	-2.8%	9.8%	7.2%	3.6%						
营业成本	(6,582)	(7,370)	(8,935)	(10,826)	(11,872)						
折旧摊销	2,807	3,282	4,239	4,660	5,035						
毛利	1,448	1,957	2,312	2,650	3,071						
EBITDA	3,834	4,858	6,097	6,112	6,702						
同比增长	15%	27%	25%	0%	10%						
营业利润	474	1,110	1,138	1,177	1,372						
同比增长	32%	134%	2%	3%	17%						
税前收益	860	1,073	1,066	1,353	1,548						
所得税	(130)	(84)	(105)	(134)	(153)						
少数股东权益	(237)	(304)	(147)	(198)	(279)						
归属母公司净利	493	685	813	1,021	1,116	702	789	965	15.8%	29.4%	15.6%
同比增长	-45%	39%	19%	26%	9%						
比率 (%)											
毛利率	18.0%	21.0%	20.6%	19.7%	20.6%	17.7%	17.5%	18.4%	2.9	2.2	2.2
EBITDA利润率	47.7%	52.1%	54.2%	45.4%	44.8%						
营业利润率	5.9%	11.9%	10.1%	8.7%	9.2%						
税前收益率	10.7%	11.5%	9.5%	10.0%	10.4%						
净利率	6.1%	7.3%	7.2%	7.6%	7.5%						
净资产收益率	2.4%	3.2%	3.7%	4.3%	4.5%						
每股净资产	2.58	2.68	2.78	2.99	3.13						

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4.6x 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4.2x 2026E PB并给予溢价。给予港股目标价HKD 100（前值：91港币，对应4.2x 2026E PB），基于2026 BVPS 2.78美元（汇率：美元/港币=7.8）。基于2025年初以来AH溢价率均值105%，港币人民币汇率0.89，我们给予A股目标价人民币182元（前值：170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	417.7	1,862,603	26.72	21.32	9.09	6.95
2303 TT	联电	TWD	TWD	110.0	43,871	24.61	21.65	3.46	3.20
5347 TT	Vanguard	TWD	TWD	176.5	10,452	30.65	27.14	4.21	3.83
	均值					27.33	23.37	5.59	4.66
	中位数					26.72	21.65	4.21	3.83

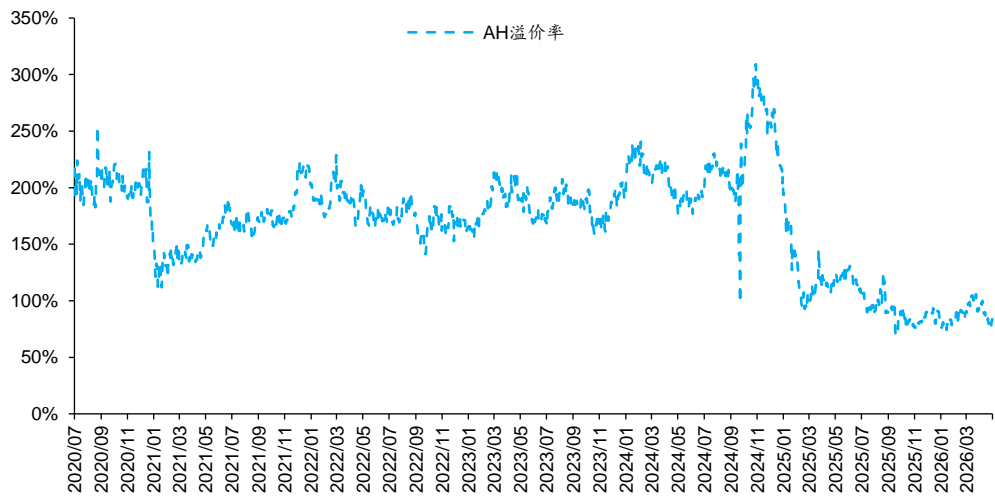
注：截至5月15日收盘；可比公司预测数据来自Factset一致预期。美元港币汇率按7.8计，港币人民币汇率按0.89计
 资料来源：Factset，华泰研究

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 (%)

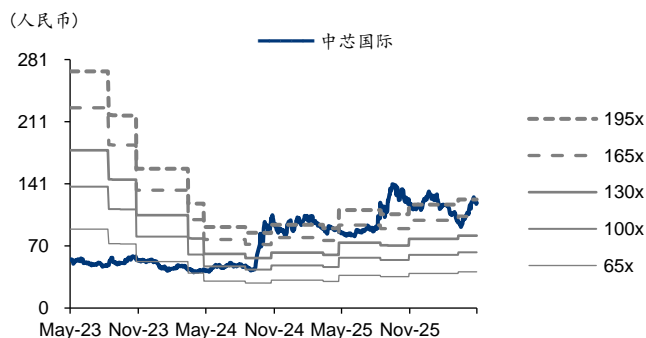


资料来源：Wind，华泰研究

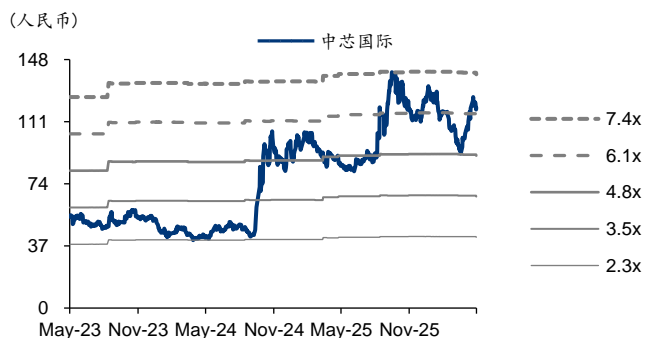
风险提示

- 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	115,253	124,156	129,338
现金	45,748	40,612	40,524	40,524	40,524
应收账款	6,091	9,904	12,480	14,955	16,583
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	30,364	36,792	40,347
其他流动资产	32,602	31,887	31,385	31,385	31,385
非流动资产	247,119	256,524	276,235	302,379	324,417
长期投资	9,081	9,167	9,871	10,806	11,593
固定投资	201,937	227,904	248,027	274,172	296,210
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	15,711	14,777	13,989
资产总计	353,391	367,718	391,488	426,535	453,755
流动负债	62,968	47,116	63,818	75,803	80,201
短期借款	58,277	6,996	2,815	3,067	3,262
应付账款	4,388	20,762	821.93	995.93	1,092
其他流动负债	303.44	19,358	60,182	71,740	75,847
非流动负债	61,331	103,755	79,390	89,744	107,253
长期借款	57,781	69,080	75,866	50,840	104,224
其他非流动负债	3,549	34,675	3,525	38,905	3,029
负债合计	124,299	150,871	143,208	165,547	187,455
少数股东权益	80,912	216,847	94,727	96,093	93,709
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	153,553	164,894	172,592
负债和股东权益	353,391	367,718	391,488	426,535	453,755

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	33,207	33,226	39,791
净利润	3,542	4,735	5,610	7,043	7,698
折旧摊销	23,169	26,670	34,052	33,886	36,611
财务费用	(565.07)	1,445	(661.93)	1,047	1,047
投资损失	(302.55)	(280.00)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	5,252	3,823	(6,454)	(7,702)	(4,518)
其他经营现金	(8,268)	(16,968)	661.93	(1,047)	(1,047)
投资活动现金	(32,480)	(56,714)	(44,725)	(47,177)	(45,646)
资本支出	(54,924)	(56,404)	(57,429)	(60,030)	(58,650)
长期投资	2,118	(1,055)	(293.67)	765.44	256.55
其他投资现金	20,326	744.68	12,998	12,087	12,748
筹资活动现金	11,561	7,126	8,436	(18,988)	54,735
短期借款	54,879	(51,280)	(4,182)	251.97	195.70
长期借款	(1,250)	11,299	6,786	(25,026)	53,384
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	(9,402)	8,141	4,662
现金净增加额	1,072	(30,163)	(3,082)	(32,939)	48,880

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	77,601	92,988	103,109
营业成本	(47,314)	(50,938)	(61,650)	(74,701)	(81,918)
营业税金及附加	(284.39)	(290.00)	(334.27)	(400.55)	(444.15)
营业费用	(290.00)	(301.00)	(269.35)	(276.27)	(275.40)
管理费用	(4,205)	(3,850)	(4,360)	(5,132)	(5,587)
财务费用	2,153	1,445	(661.93)	1,047	1,047
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	7,355	9,333	10,679
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	7,355	9,333	10,679
所得税	(942.50)	(581.00)	(2,763)	(3,657)	(4,906)
净利润	3,699	5,041	5,757	7,241	7,977
少数股东损益	(1,718)	(1,661)	147.49	198.04	278.90
归属母公司净利润	3,699	5,041	5,610	7,043	7,698
EBITDA	27,568	35,547	33,802	27,206	27,531
EPS (人民币, 基本)	0.43	0.55	0.70	0.88	0.97

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	15.27	19.83	10.88
营业利润	32.47	134.21	(4.12)	26.89	14.42
归属母公司净利润	(45.40)	39.04	11.29	25.55	9.30
获利能力 (%)					
毛利率	18.03	20.98	20.56	19.67	20.55
净利率	6.14	7.35	7.23	7.57	7.47
ROE	2.42	3.26	3.72	4.42	4.56
ROIC	0.00	0.01	0.02	0.02	0.02
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.17	33.00	36.58	38.81	41.31
净负债比率 (%)	25.25	28.92	33.67	38.69	47.89
流动比率	1.69	2.29	1.81	1.64	1.61
速动比率	1.35	1.76	1.33	1.15	1.11
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.18	0.21	0.23	0.23
应收账款周转率	12.54	9.04	6.80	6.78	6.54
应付账款周转率	8.83	10.04	11.91	11.91	11.37
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.55	0.70	0.88	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	2.73	2.39	4.14	4.15	4.97
每股净资产(最新摊薄)	17.75	18.46	19.16	20.58	21.54
估值比率					
PE (倍)	276.60	216.40	169.73	135.20	122.15
PB (倍)	6.71	6.45	6.21	5.78	5.53
EV EBITDA (倍)	21.75	17.72	18.31	23.63	23.95

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/或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

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

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