

中芯国际 (688981.SH)

增持 (维持)

26Q1 营收稳增超预期, 指引 26Q2 收入与毛利率指引继续上行

中芯国际发布 26Q1 季报, 26Q1 营收 25.05 亿美元创历史新高, 同比+11.5%/环比+0.7%, 位于指引区间; 毛利率 20.1%, 同比-2.4pcts/环比+0.9pcts; 归母净利润 1.97 亿美元, 同比+5.0%/环比+14.2%。总产能为 107.8 万片/月, 环比增长 1.9 万片; 晶圆出货量 (折合 8 英寸) 为 250.91 万片, 同比+9.5%/环比-0.2%; 产能利用率为 93.1%, 环比-2.6pct; 折合 8 英寸 ASP 为 938 美元/片, 环比+2.5%。维持“增持”投资评级。

□ **26Q1 营收环比稳增, ASP 提升与产品结构优化带动毛利率环比改善。** 1) 业绩情况: 26Q1 营收 25.05 亿美元, 位于指引区间, 同比+11.5%/环比+0.7%, 晶圆收入占比 93.9%, 晶圆收入环比+2.3%; 毛利率 20.1%, 同比-2.4pcts/环比+0.9pcts, 环比提升主要受益于晶圆平均售价提升及产品组合优化。归母净利润 1.97 亿美元, 同比+5.0%/环比+14.2%。2) 产能及 ASP: 总产能为 107.8 万片/月, 环比增长 1.95 万片; 晶圆出货量 (折合 8 英寸) 为 250.9 万片, 同比+9.5%/环比-0.2%; 产能利用率为 93.1%, 环比-2.6pcts, 环比下降主要系去年四季度手机客户因担忧配套存储芯片供应不足而下修订单, 影响部分传导至一季度; 折合 8 英寸 ASP 为 938 美元/片, 环比+2.5%, 主要系优势细分领域部分产品代工价格稳中有升。

□ **中国区收入占比继续提升, 产能向 BCD、存储及模拟平台倾斜。分下游应用:** 1) 智能手机: 26Q1 收入 4.74 亿美元, 同比-12.9%/环比-11.5%, 主要受手机客户订单调整影响。2) PC 和平板电脑: 26Q1 收入 3.41 亿美元, 同比-12.4%/环比+16.0%。3) 消费电子: 26Q1 营收 11.58 亿美元, 同比+26.9%/环比-1.7%。4) 互联和可穿戴: 收入 1.83 亿美元, 同比-1.9%/环比+2.1%。5) 工业和汽车: 收入 3.51 亿美元, 同比+62.6%/环比+25.8%。产能配置向 BCD、存储等需求旺盛平台倾斜, 带动电脑与平板、工业与汽车收入环比增长。分地区收入: 1) 中国区: 收入 22.27 亿美元, 同比+17.6%/环比+2.2%; 2) 美国区: 收入 2.33 亿美元, 同比-17.7%/环比-9.1%; 3) 欧亚区: 收入 0.45 亿美元, 同比-35.3%/环比-13.7%。

□ **指引 26Q2 收入与毛利率环比提升, 出货与 ASP 预计均明显增长。** 1) 26Q2 业绩指引: 收入预计环比增长 14%-16%, 毛利率预计 20%-22%, 环比中值+2pcts。26Q2 收入增长预计由出货量和晶圆平均售价共同驱动, 供不应求产品类别已与客户协商上调定价, 涨价效果将逐步反映。2) 订单与价格: 部分客户担忧外部环境不确定性, 带动消费及物联网产品提前备货, 在手订单较为充足。产品端, AI 配套芯片需求直接拉动电源管理、数据传输等芯片需求, 同时挤压 NOR Flash、SLC NAND 等专用存储产能供应, 独立式存储平台及模拟平台需求较强。3) 26 全年展望: 相较上一季度, 全年运营判断更为乐观, 核心来自五方面: AI 配套芯片带动电源管理产能供不应求; 海外 AI 虹吸效应推动消费、物联网客户在大陆寻找产能, 订单回流国内; AI 带动碳化硅电动车、机器人等新应用需求; 产业链国产化诉求推动国产逻辑、网通等芯片需求; 涨价效应及客户提前备货共同支撑订单能见度。

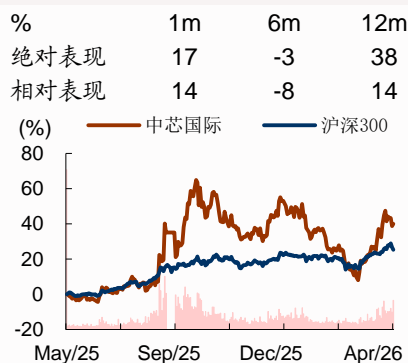
□ **AI 配套芯片需求延续, 产能切换与先进封装布局支撑中长期成长。** 1) 产能切换: 在全球 AI 和 HBM 相关产能投入加速的背景下, 海外部分代工及 IDM

TMT 及中小盘/电子
当前股价: 119.02 元

基础数据

总股本 (百万股)	8013
已上市流通股 (百万股)	2000
总市值 (十亿元)	953.7
流通市值 (十亿元)	238.0
每股净资产 (MRQ)	18.7
ROE (TTM)	3.4
资产负债率	34.9%
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) 一指引 26Q1 营收环比持平, 26 全年资本开支约 80 亿美元》2026-02-12
- 2、《中芯国际 (688981) 一25Q3 收入和毛利率超指引, 整体订单供不应求》2025-11-14
- 3、《中芯国际 (688981) 一25Q3 指引收入环比增长, 25Q4 备货能见度降低》2025-08-09

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

产能转向 AI 或存储相关产品，原有标准产品和既有产品供给减少，带动部分海外客户订单转向中国大陆。专用存储方面，NOR Flash、SLC NAND 等产能紧张，公司专用存储与既有逻辑产线具备较高兼容性，约 90%的设备和工艺可复用，仅需增加约 10%的专用设备即可实现产线切换，但由于逻辑、MCU、CIS 等平台本身产能也较满，需依靠新增产能逐步承接更多专用存储订单。**2) 产品布局:** 车规工艺已覆盖逻辑、模拟、BCD、嵌入式存储、独立式存储、显示驱动、图像传感器、功率器件等平台，车规模拟 BCD 需求旺盛，订单饱满；Micro OLED 平台已进入智能头显、AI 眼镜等新兴显示产品，超低功耗逻辑平台可为云端 AI 和边缘 AI 应用提供有线及无线连接方案。**3) 先进封装:** 先进封装并非新进入方向，相关布局可追溯至 2015 年，过去主要通过投资及合作方式推进；当前重点更偏向满足内部客户在前端工厂中的封装需求。近期成立先进封装研究院，用于加强前沿技术和趋势研究，同时设立新三维以建设配套产能，服务现有客户需求。

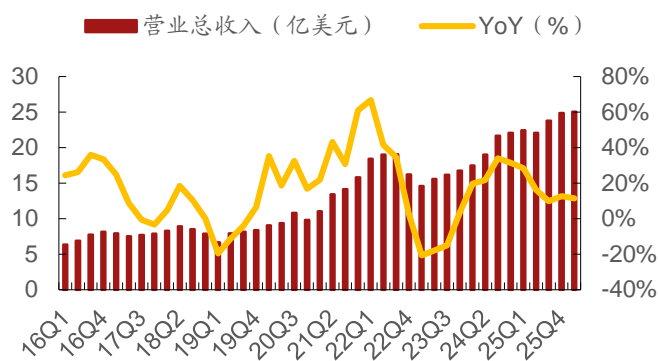
- **投资建议:** 公司 26Q1 营收环比稳增，归母净利润同环比均实现增长；26Q2 收入毛利率指引持续增长，出货量和 ASP 预计均明显提升。AI 配套芯片需求强劲，带动电源管理、数据传输、专用存储及模拟平台需求提升，同时海外 AI 虹吸效应推动消费及 IoT 客户订单回流国内，国产化诉求继续支撑逻辑、网通等芯片需求。公司将产能更多切换至电源管理、专用存储、模拟 BCD、ADC、Micro OLED 等高需求平台，并通过产能建设及长期协议锁定未来需求，2026 年业绩增长动能有望增强。我们调整 2026/2027/2028 年收入至 775.5/901.2/1043.8 亿元，调整归母净利润至 65.5/79.9/96.4 亿元，对应 PE 为 145.7/119.3/98.9 倍，维持“增持”投资评级。
- **风险提示:** 下游需求复苏不及预期；产能供给变化不及预期；晶圆涨价落地不及预期；折旧及资本开支压力上升风险；新厂产能爬坡及产品结构优化不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	57796	67323	77551	90123	104381
同比增长	28%	16%	15%	16%	16%
营业利润(百万元)	6299	8304	8678	10233	12007
同比增长	-9%	32%	5%	18%	17%
归母净利润(百万元)	3699	5041	6547	7993	9644
同比增长	-23%	36%	30%	22%	21%
每股收益(元)	0.46	0.63	0.82	1.00	1.20
PE	257.9	189.2	145.7	119.3	98.9
PB	6.4	6.3	6.1	5.8	5.6

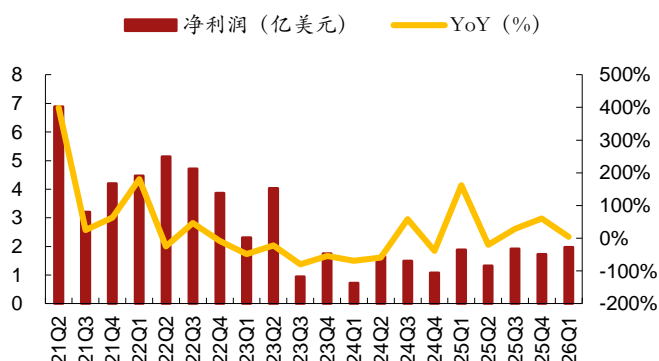
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 分季度营收及 YoY (亿美元)



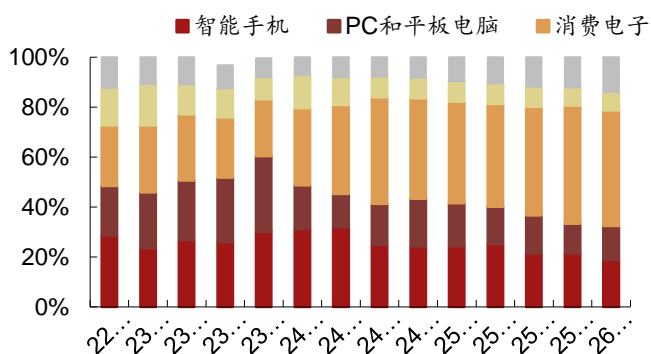
资料来源: 中芯国际, 招商证券

图 2: 分季度净利润及 YoY (亿美元)



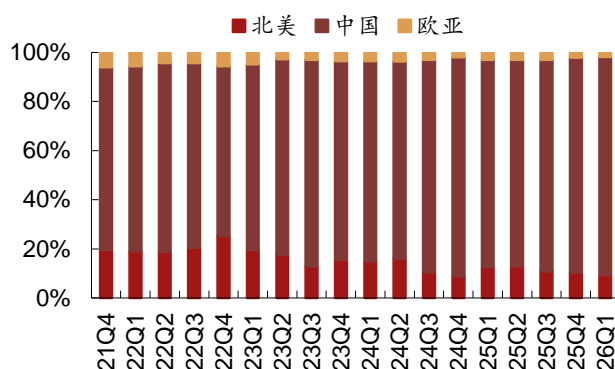
资料来源: 中芯国际, 招商证券

图 3: 按应用领域晶圆营收拆分



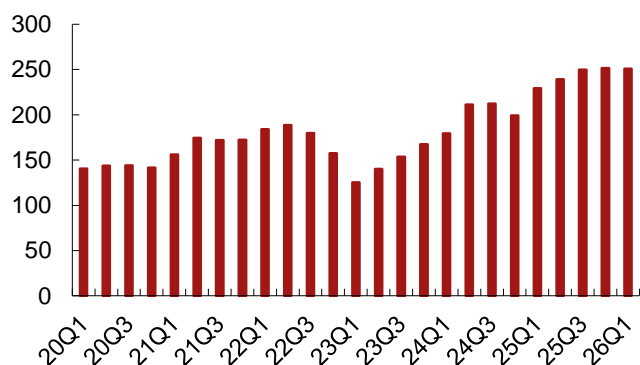
资料来源: 中芯国际, 招商证券

图 4: 按地域营收拆分



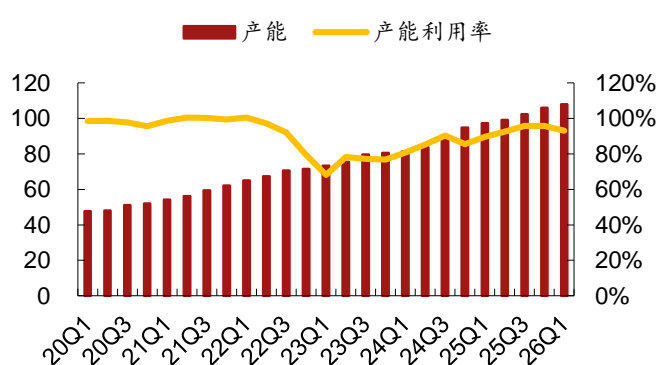
资料来源: 中芯国际, 招商证券

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 2026Q1 业绩说明会纪要全文)

附录：中芯国际 2026Q1 业绩说明会纪要

时间：2026 年 5 月 15 日

出席：赵海军 联合首席执行官

吴俊峰 资深副总裁、财务负责人

郭光莉 资深副总裁、董事会秘书

会议纪要根据公开信息整理如下：

财务状况

营业收入：26Q1 收入 25.05 亿美元，同比+11.5%/环比+0.7%。

毛利率：26Q1 毛利率为 20.1%，同比-2.4pcts/环比+0.9pcts，主要系销售单价上升和产品结构优化。

营业利润：26Q1 营业利润 2.48 亿美元，同比-20.0%/环比-17.0%。

归母净利润：归母净利润 1.97 亿美元，同比+5.0%/环比+14.2%。

EBITDA：26Q1 EBITDA 14.35 亿美元。

息税折旧及摊销前利润：26Q1 息税折旧及摊销前利润 14.35 亿美元，息税折旧及摊销前利润率为 57.3%。

资产负债：26Q1 公司总资产为 550 亿美元，其中库存资金 139 亿美元。总负债为 192 亿美元，其中有息负债为 145 亿美元，总权益为 358 亿美元，有息债务权益比为 40.5%，净债务权益比为 1.8%。

现金流量：26Q1 经营活动所得现金净额为 6.85 亿美元，投资活动所用现金净额为 16.97 亿美元，融资活动所得现金净额为 23.65 亿美元。

分服务类型看：26Q1 晶圆收入占收入总收入比重的 93.9%，环比+2.3%。出货数量环比-0.2%，晶圆 ASP 环比提升 2.5%，主要系公司在优势细分领域的部分产品代工价格稳中有升，26Q1 公司新增近 9000 片折合 12 寸的产能。环比-2.6%。主要原因有两个，一个是受人工智能虹吸效应的影响，25Q4 手机厂商担忧配套存储芯片供应不足而下调订单，这个影响部分传导到 Q1。第二个是 26Q1 有新增产能投放，对应产能计入利率分母。

分地区分类看：中国、美国、欧亚占比分别为 89%、9%和 2%。从金额来看，中国区收入环比+2%，持续体现产业链重组带来的效应。

分尺寸看：12 英寸和 8 英寸占比分别为 76%和 24%，从金额来看，8 英寸晶圆收入环比+6%，主要是因为人工智能对配套芯片需求强劲，以及对其他产能供应的挤压，使得公司收到的订单增加，产能供不应求。BCD 逻辑、嵌入式存储收入均实现环比增长。

分应用看：智能手机、电脑与平板消费、电子互联与可穿戴、工业与汽车的收入

占比分别为 19%、14%、46%、7%和 14%点。顺应市场变化，公司将产能更多地调配给 BCD 存储等需求旺盛的平台，使得电脑与平板、工业与汽车的收入环比分别增长 18%，而智能手机的收入环比-10%。

订单情况

基于客户需求和在手订单情况，相较于 25Q4，公司对于今年的整体运营情况更加乐观。主要是因为，第一，人工智能对配套芯片的强劲需求，直接推动公司电源管理芯片产能供不应求。第二，人工智能海外虹吸效应，使得消费 IoT 等客户在大陆寻找产能订单回流。第三，人工智能也带动 SiC 电动汽车、机器人等新应用的需求，本土公司积极开拓市场。第四，产业链国产化诉求推动国产逻辑。在市场环境变化的情况下，公司的技术储备平台多元和产能转换灵活性的优势支撑了公司接受订单的能力。公司把产能切换到逻辑专用存储、电源管理、AFE 模拟平台、高精度 ADC 转换器、Micro OLED 等持续迭代的产品上来。公司继续推进产能建设，与客户签订长期协议，锁定未来需求，为公司带来稳健的增长动能。

行业环境

近两年 AI 热潮直接带动电源管理、数据传输等芯片需求，同时挤压 no flash、SRCNN 存储器等产能的供应链，使得公司独立式闪存工艺平台及模拟工艺平台需求旺盛。公司车规工艺布局全面覆盖逻辑模拟 BCD 嵌入式存储、独立式显存显示驱动图像传感器、功率器件等，经多年打磨逐步放量。UT 车规模拟 BCD 平台需求旺盛，订单饱满。公司 top 产品在车载激光雷达、手持引擎。显示 AI 眼镜等新兴显示产品中，公司超低功耗逻辑工艺平台产品为云端 AI 以及边缘 AI 应用提供了有线及无线连接解决方案。

公司战略

当前全球宏观环境仍面临诸多不确定性，对供应链成本稳定性、市场预期等带来持续挑战。延续这些年的经验积累，公司会持续强化供应链韧性管理，多渠道采购，尽最大努力降低影响。同时公司将紧密跟踪客户需求，灵活调配资源，加快产品响应速度，确保在复杂环境中依然保持高质量的交付。公司高度重视市值管理工作，于 25Q1 制定了市值管理制度并相应执行。过去一年公司持续聚焦主业，经营业绩再上新台阶，持续推动技术攻关，协同产业链共同发展，持续加强人才队伍建设，全面推动绿色可持续发展。深化投资者与公司的双向沟通，通过线上线下多种方式积极向资本市场传递公司价值。

26Q2 指引

营业收入：26Q2 营业收入预计环比增长 14%-16%。

毛利率：26Q2 毛利率预计环比增长 20%-22%，与上季度指引相比提高 2pcts，主要系因为平均销售单价的上升。

结合当前形势，在供不应求的产品类别，公司与客户协商上调定价，涨价效应逐步显现。加之部分客户顾虑后续外部环境不确定性，继续推高供应链价格，提拉消费 IOT 产品的备货，使得公司在手订单充足。综合以上因素，26Q2 公司给出

的收入指引为环比+14%~16%，预计出货量和平均销售单价均有明显提升。毛利率指引为 20%到 22%。

2025 年度总结

2025 年公司经营性现金流扣除资本开支后的自由现金流仍为负值的，表明当前公司仍处于产能扩建、持续提升市占率的关键阶段，产能建设与研发活动仍需持续。上年基本相当。在此投资规划下，现阶段公司仍需优先保障产能建设与研发活动等核心业务的资金投入，此举将助力企业核心竞争力与价值的持续增强，确保在激烈市场竞争中保持领先优势，从而最大限度保障投资者权益。因此，公司决定 2025 年度不实施利润分配。该安排更契合公司长远发展需求与股东根本利益，亦符合相关法律法规、规范性文件及公司利润分配政策，不会损害公司权益。

问答环节

Q: 公司人工智能配套芯片具体包含哪些产品？中芯国际有哪些技术平台和客户优势以抓住相关需求？对毛利率的后续看法？

A: 中芯国际的人工智能配套芯片不包含主芯片。但是在电源管理、电源供应、数字传输和数据的驱动的部分有很多客户。而且在主流市场有很大的市场份额。这个需求在增加的时候，对这些现在实际上也都是供不应求的。中芯国际受限于自己的产能，现在主要是调动产能来支持这个部分，这个是公司看到的第一个方面。第二个行业方面，包括 SiC、机器人、家里的电器等等。现在大家开始使用的是一些端侧的人工智能，这个部分都是各显神通，有很多的逻辑电路出来。公司这一次没有完全把产品的分类跟大家做一个细节的报告，只说明了应用场景。其实按照产品的场景来看，逻辑电路的需求是大量增加的，而且是众多的客户一起在这里。几年前很多小公司开始在 BCD 电源供应、电源管理的部分开始发力，现在逻辑公司在这些地方发力。这两个地方都是对端侧人工智能直接相关，直接下订单的。毛利率方面，公司在两个地方进行加强。第一个是中芯国际在一些细分的赛道里面还是龙头公司，技术全面，跟客户的合作也比较早，平台产品的质量和性能也还优于其他人。在这些地方，公司一方面加强更多的订单到这里，就相当于高价的产品、好产品的百分比增加了。另一方面，随着市场的需求，公司跟客户协商价钱也是一直在向上调整，这个高价位或者是涨价的部分是逐渐显现的。和其他公司突然宣布涨价不同，中芯国际由于和客户有长期协议进行商量，所以对于各公司的涨价的时间点不一样，在 26Q2 会有明显的体现，公司认为这个效应在 Q3、Q4 仍会有所增加。年初公司预计 2025 年折旧费同比+30%，涨价因素和出售更多晶圆、优质产品百分比、折旧增加之间存在综合效应，公司力争毛利率能够稳中有升。

Q: 当前存储行业供需情况如何？终端客户对当前高存储价格的接受度如何，下单意愿是否有边际改善？

A: 设备采购的速度方面，举个例子，若购买 10 台，其中 2-3 台可以立马交付，但其他的设备方面平均交付时长和最慢交付时长存在固定百分比。标准化高、可下线做消费品的产品由于质量和验证要求不高，9 个月即可交付市场。目前相关产能已经在产线释放，但截至目前存储行业供需仍未松动，此前预测的 2026

年三季度供需失衡缓解的情况暂未出现。存在两个原因，一是 AI 产业的发展超过 25Q4 的预测，现有产能远高于当时的预测，超算中心的建设计划在膨胀。二是中间商手中的存货没有释放，且可能在进一步增加存货，但这是公司的猜测。目前整个市场的专用存储器产能被挤压，很多原来的 IDM 不再生产，比如说专用的 SLC 的 NAND Flash，NOR Flash 产能早供不应求，供应链十分紧张，中芯国际在同步建立产能，但与其他公司不同的是，中芯国际的特点是在开发专用存储器的时候，90% 的设备和工艺是跟公司已建好的逻辑电路是兼容的，只需要增加 10% 左右的这个专用设备，就足以能够把整个产线切换过去，这是中芯国际的灵活性问题是在切换的时候，现有的逻辑电路或者是 MCU，或者是 CIS sensor 之类的产能也是满的，也没办法都切过去，所以是要靠增加产量的办法，总产量增加，才能切换一部分去做这些专业的存储器，这些都在稳步的进行。公司基本上每个季度在做专用存储器的百分比都比上个季度在提高，响应客户的要求，但现状还是供不应求，没办法一下子满足客户所有的需求。

Q: 公司在先进封装、3D 集成还有 2.5D 集成这一块，工艺布局有哪些规划？未来是怎么去考量的？

A: 中芯国际并不是现在才开始做先进封装，这个时间实际上可以倒推 11 年。在 2015 年的时候中芯国际开始布局封装和先进封装，公司投资了长电科技，入主为大股东，然后两家合作的很多。后来在公司体外也专门建立了合资公司，做 12 寸的 Bumping 和 2.5D 封装这些。但由于现在中芯国际发展的速度非常快，基本上就停止了。中芯国际现在主要聚焦于内部自己的客户，在中芯国际的前端工厂里面要做的封装。中芯国际是国际主要的通过先进封装来做图像传感器产品类的公司，就是把 CMOS image 的 sensor，和另外一个标准逻辑 ISP，即 Image Signal Processor，通过后部处理进行结合。从一开始尺寸比较大的 TSV 的封装，慢慢的越小。同时中芯国际也为外部的先进的封装厂提供 Interposer。这已经有了十多年的历史。中芯国际最近主要是部署了两件事，一个是成立一个先进封装研究院，主要是希望对前沿的技术，前瞻的发展趋势能够加深研究。另一个是也成立了新三维，来建立一些产能配套满足中芯国际现有客户的需求。公司也会密切的关注行业内出现的机会，紧密贴合中芯国际客户的需求，来灵活的推进相关的业务布局资源。

Q: 目前各个工艺平台按照景气度排序是怎样一个顺序？哪些工艺平台之间的产能是可以相互去转换的？在 ToF 平台是从什么时候开始布局的？然后有哪些新的技术应用？

A: 中芯国际在建立新工厂之初是建立在满足市场之上的。摩尔定律开始的时候，标准逻辑电路是最先出现的，也是最先成熟的，然后过两年就移到了另一个节点。中芯国际建的产能比摩尔定律国际领先的时间节点都会晚一段时间，所以公司刚开始还是需要继续做逻辑电路，但部分订单和价格不足以支撑新工厂的发展，所以需要发展衍生产品和嵌入式产品。一般第一波是一般第一波是逻辑电路，标准逻辑电路要求速度快。第二波就是超低功耗，功耗要求很低，然后加上 5% 到 10% 的模拟电路来做网通做射频，然后加入嵌入式，加入高压来做高压驱动，然后加入 BCD 来做功率，加入光电的来做传感。ToF 实际上就是加入光学的检测器件，然后高性能的放大来做好这个部分。电动车或者机器人的视觉部分就是需要 ToF

的。现在看起来是体现在手机的传感部分，在汽车的测距部分，还有机器人的视觉应用方面，稍微有点杂，还在启动阶段，但公司觉得这也是很好的一个应用领域。中芯国际在这个领域里面花了很长时间来跟客户一起去调试器件，开发产品，现在已经开始量产。

Q: 产能挤压的效应趋势怎么演变？当下能占到总需求的占比？

A: 现在的全球挤压，主要还是因为 AI 需要的产能很多，利润也比较高。同行的代工厂将产能和工厂进行转换去做 AI 或 Memory HBM 相关的产品，留给原来代工产品的产能明显下降。海外代工减少，国内半导体产能建设的公司较多，很多海外客户将订单移到国内进行制造。中芯国际作为国内最大的代工厂，在进行全方位的制作。最近的新闻也在说世界上最大的那些产品公司也在找新的代工厂去签约。同时海外存储器厂商陆续宣布停止生产专用产品，也导致少量多样的专用 NOR Flash 类产品供应紧张，相关订单也在向国内转移。目前挤压效应还未到最严重的时候。2026 年全球数据中心投资约 6000 亿美元，2027 年可能超过 1 万亿美元。公司预测常规产能并没有同步大幅增长，未来随着 AI 主芯片、边缘侧 AI 应用的需求进一步提升，非 AI 相关产品的产能将被进一步挤压，该趋势是长期，但公司不认为会持续到 2030 年。2026 和 2027 年的趋势是大量的产品回流，包括逻辑电路和其他电路。同时中国由于产能建设加快，可以接触到很多边缘电路、IOT 和网通类的回流订单。

Q: 中芯南方、中芯北方的少数股权收购目前进展到哪一步？一季度利润是按 100% 还是 51% 并入？预计什么时候完成全额并入？

A: 中芯北方的这个股权收购的进展情况，5 月 11 号已经获得了上交所的并购重组委审议通过，现在也提交到证监会进行注册。通过注册的时间还不确定。26Q1 北方的利润还是按照 51% 并入归母净利润。公司要等到这个注册通过以后完成交割，那时中芯北方的利润会全部计入归母净利润。北方的股权收购会提升公司的归母净利润、每股收益以及净资产收益率。

Q: 公司 8 英寸晶圆一季度营收环比增长 6% 的原因是单价提升还是价量共同贡献？8 英寸后续的需求和价格趋势如何？

A: 中芯国际的 8 英寸从 25Q2 开始到现在一直是满载运行的，公司没有在现有地方去扩建产能，做的事情就只有两件事，一个是进行结构调整，针对模拟电路需要的 layers 特别少，但占用的瓶颈机台又很多的情况，公司会和客户商量优化产品组合，要么提升价格要么减少订单。第二个是结合市场情况与客户协商共同提升产品价格。营收环比增长的 6% 主要是来自于价格的提升。国际上整个 8 英寸的利用率并不高，有两个特殊性。一是中芯国际的 8 英寸是后建的，设备比较新，竞争力很强。二是建设产能的时候并不是基于原来的标准逻辑电路，公司是根据客户的需求新建的产能。大部分产能主要用在质量要求高、性能要求最新的驱动产品，主要是人工智能基建里面的直接需求，而不是产能挤占了之后的间接需求。这部分需求会随季度推进持续增加，若人工智能基建按行业预测建设至 2030 年左右，接下来几年相关需求会持续增长，公司 8 英寸订单持续性较好。

Q: 公司一季度折旧和摊销总金额环比上升,但成本、研发开支、一般及行政开支中的折旧均环比下降,该趋势差异如何理解?此前指引全年折旧增长 30%,目前是否有更新?

A: 中芯国际每一元钱销售额的折旧占比是增加的,去年在 37%-38%,今年到了 44%,使得公司 26Q1 毛利率同比下降。26Q1 平均产能利用率同比+3.5pcts。折旧金额的下降是由价格上升带来的。折旧金额上升是由于公司持续进行产能扩建,新的机台设备投入生产造成总折旧增加。但 Q1 销售成本的折旧是环比下降的,原因是 Q1 出货量下降,在产品 and 产成品的存货都在增加,总折旧中部分折旧进入存货当中。研发费用的下降是季度的正常波动,这也与研发费用的结算节奏和时间是有关系的,Q4 的时候研发费用的结算相对集中,Q1 的结算相对少一些。26Q1 研发费用环比下降。行政开支下降是由于公司 26Q1 有新厂处于开办期,开办费下降,同时其他的包括装修在内的关系费用延迟或取消,也会导致行政费用下降。2026 全年来看,折旧预计同比+30%,26Q1 增加 26%,后续几个季度折旧会持续增加,全年维持此前的预测。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	106279	109919	84205	96116	107137
现金	48029	43645	8261	8261	5814
交易性投资	2432	1221	1221	1221	1221
应收票据	365	313	361	419	486
应收款项	2923	6168	7105	8257	9563
其它应收款	239	293	337	392	454
存货	21267	25535	29205	33741	38846
其他	31023	32744	37715	43825	50754
非流动资产	247137	257799	274816	287745	297562
长期股权投资	9004	9213	9213	9213	9213
固定资产	113545	136254	153559	166748	176799
无形资产商誉	3225	2889	2600	2340	2106
其他	121362	109444	109444	109444	109444
资产总计	353415	367718	359021	383861	404699
流动负债	61544	46628	29884	47195	59287
短期借款	1070	3452	0	15394	25330
应付账款	5658	5944	6798	7854	9043
预收账款	8642	4254	4866	5622	6472
其他	46174	32977	18219	18324	18442
长期负债	62763	74728	74728	74728	74728
长期借款	57785	70311	70311	70311	70311
其他	4978	4417	4417	4417	4417
负债合计	124308	121356	104612	121923	134015
股本	226	227	227	227	227
资本公积金	102906	102639	102639	102639	102639
留存收益	45058	47958	54505	60534	67780
少数股东权益	80917	95539	97039	98539	100039
归属于母公司所有者权益	148191	150824	157371	163400	170645
负债及权益合计	353415	367718	359021	383861	404699

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	22659	20081	29164	32760	36134
净利润	5373	7209	8047	9493	11144
折旧摊销	22929	27186	32704	36793	39904
财务费用	(1055)	(128)	(388)	(451)	(522)
投资收益	(1100)	56	(3080)	(3080)	(3080)
营运资金变动	(3489)	(14242)	(8119)	(9995)	(11312)
其它	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(30669)	(42138)	(46641)	(46641)	(46641)
资本支出	(54559)	(59951)	(49721)	(49721)	(49721)
其他投资	23890	17812	3080	3080	3080
筹资活动现金流	9999	17454	(17907)	13881	8060
借款变动	11215	17804	(18294)	15394	9936
普通股增加	1	1	0	0	0
资本公积增加	574	(267)	0	0	0
股利分配	0	0	0	(1964)	(2398)
其他	(1791)	(84)	388	451	522
现金净增加额	1988	(4604)	(35384)	(0)	(2447)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	57796	67323	77551	90123	104381
营业成本	47051	52765	60349	69723	80271
营业税金及附加	276	303	388	451	522
营业费用	282	305	388	451	522
管理费用	3835	3435	3878	4326	4906
研发费用	5447	5519	6980	8111	9394
财务费用	(1833)	(371)	(388)	(451)	(522)
资产减值损失	(401)	(463)	(360)	(360)	(360)
公允价值变动收益	4	89	80	80	80
其他收益	2858	3367	2500	2500	2500
投资收益	1100	(56)	500	500	500
营业利润	6299	8304	8678	10233	12007
营业外收入	17	23	25	25	25
营业外支出	23	541	50	50	50
利润总额	6292	7786	8653	10208	11982
所得税	919	577	606	715	839
少数股东损益	1674	2168	1500	1500	1500
归属于母公司净利润	3699	5041	6547	7993	9644

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	28%	16%	15%	16%	16%
营业利润	-9%	32%	5%	18%	17%
归母净利润	-23%	36%	30%	22%	21%
获利能力					
毛利率	18.6%	21.6%	22.2%	22.6%	23.1%
净利率	6.4%	7.5%	8.4%	8.9%	9.2%
ROE	2.5%	3.4%	4.2%	5.0%	5.8%
ROIC	1.2%	2.3%	2.3%	2.7%	3.0%
偿债能力					
资产负债率	35.2%	33.0%	29.1%	31.8%	33.1%
净负债比率	23.6%	24.1%	19.6%	22.3%	23.6%
流动比率	1.7	2.4	2.8	2.0	1.8
速动比率	1.4	1.8	1.8	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
存货周转率	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2
应收账款周转率	16.0	13.8	11.1	11.2	11.1
应付账款周转率	8.9	9.1	9.5	9.5	9.5
每股资料(元)					
EPS	0.46	0.63	0.82	1.00	1.20
每股经营净现金	2.83	2.51	3.64	4.09	4.51
每股净资产	18.49	18.82	19.64	20.39	21.30
每股股利	0.00	0.00	0.25	0.30	0.36
估值比率					
PE	257.9	189.2	145.7	119.3	98.9
PB	6.4	6.3	6.1	5.8	5.6
EV/EBITDA	8.1	6.3	5.4	4.7	4.3

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。