

## 产能利用率提升，持续推进工艺迭代和产品性能升级

### 核心观点

- 中芯国际发布 2025 年一季报。**25 年第一季度，公司实现营业收入 163 亿元，同比增长 29%；按照国际财务报告准则，毛利率为 22.5%，环比大致持平。由于工厂生产性波动，一季度后半部平均销售单价下降，该影响会延续到二季度；二季度，公司给出的收入指引为环比下降 4%到 6%，毛利率指引为 18%到 20%。
- 持续产能扩充，产能和产能利用率同步提升。**25Q1，公司整体出货量为 229 万片折合 8 英寸标准逻辑晶圆，出货量环比增长 15%；公司 25Q1 产能利用率上升至 89.6%，环比增长 4.1 pct。其中，12 英寸产能利用率保持稳健，8 英寸产能利用率上升至 12 英寸厂的平均水平。公司 2-3 年内，预计仍将保持每年 5 万片 12 英寸晶圆上下的产能增长，与 75 亿美元左右的资产开支规划相对应。
- 工业与汽车收入环比增长超两成。**2025 年第一季度，公司晶圆收入按应用分，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 24%，17%，41%，8%和 10%，主要受益于国际形势变化引起的客户提拉出货、国内以旧换新、消费补贴等政策推动的大中类产品需求的上升，以及工业与汽车产业的触底补货。尤其是汽车电子，得益于主要客户在汽车领域取得的进展和公司过去几年加大对汽车电子平台的投入和重点布局，在 BCD、CIS、MCU、域控制器等领域与产业链紧密合作，公司车规产品的出货量稳步提升。
- 平台方面，持续推进工艺迭代和产品性能升级。**25Q1，在广泛温和复苏的市场环境下，BCD、MCU、特殊存储器总体收入环比增长 20%左右。在高压显示驱动 HVMOS 领域，受限于产能，应用在 40 nm 和 28 nm 的 AMOLED 小屏显示驱动平台供不应求；此外，公司协同战略客户及战略合作伙伴首推 40 纳米 HV-RRAM 附加值高及高性价比的显示驱动芯片产品，实现量产及终端行业应用；在图像传感器 CIS 及图像信号处理器 ISP 方面，公司持续加大技术平台部署和产能建设。

### 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 56.1/68.0/78.7 亿元（原 25-26 年预测为 56.1/71.0 亿元，主要调整了营收和毛利率），采用 DCF 估值法，给予 129.48 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

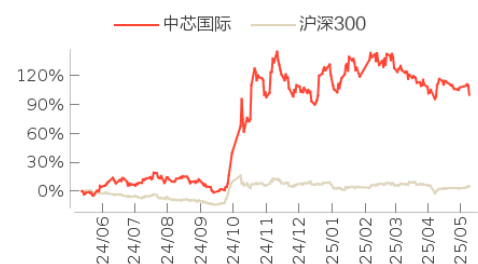
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	45,250	57,796	69,402	78,592	88,944
同比增长(%)	-9%	28%	20%	13%	13%
营业利润(百万元)	6,906	6,299	7,985	9,991	11,555
同比增长(%)	-53%	-9%	27%	25%	16%
归属母公司净利润(百万元)	4,823	3,699	5,614	6,800	7,866
同比增长(%)	-60%	-23%	52%	21%	16%
每股收益(元)	0.60	0.46	0.70	0.85	0.99
毛利率(%)	21.9%	18.6%	21.0%	22.2%	22.5%
净利率(%)	10.7%	6.4%	8.1%	8.7%	8.8%
净资产收益率(%)	3.5%	2.5%	3.8%	4.5%	4.9%
市盈率	149	194	128	106	91
市净率	5.0	4.8	4.8	4.6	4.4

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（2025年05月09日）	85.83 元
目标价格	129.48 元
52 周最高价/最低价	109.5/41 元
总股本/流通 A 股（万股）	798,577/798,577
A 股市值（百万元）	685,418
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 05 月 11 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.62	-4.82	-16.29	96.32
相对表现%	-5.62	-9.14	-15.09	91.36
沪深 300%	2	4.32	-1.2	4.96



证券分析师	
蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

联系人	
朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn

相关报告	
下游需求向好持续产能扩充，25Q1 淡季不淡	2025-02-16
二季度营收及毛利率超预期，三季度指引乐观	2024-08-13
23Q4 营收逆转同比下滑趋势，持续推进产能中长期布局	2024-04-21

## 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 56.1/68.0/78.7 亿元（原 25-26 年预测为 56.1/71.0 亿元），主要根据 24 年年报和 25 年一季报，略调整了营收和毛利率。采用 DCF 估值法，给予 129.48 元目标价，维持买入评级。

图 1：DCF 核心参数假设

指标	关键假设
无风险利率	1.63%
公司 beta	0.9134
债务成本	3.60%
市场收益率 Rm	8.57%
WACC	7.92%
永续增长率	3.00%

数据来源：Wind、东方证券研究所

图 2：股价敏感性分析

		永续增长率				
WACC	129.48	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
	5.92%	166.26	201.91	262.01	384.81	775.45
	6.42%	144.06	171.03	213.80	291.96	480.42
	6.92%	125.85	146.71	178.22	231.34	339.87
	7.42%	110.69	127.11	150.96	188.79	257.90
	7.92%	97.90	111.02	129.48	157.36	204.36
	8.42%	87.00	97.62	112.16	133.28	166.76
	8.92%	77.61	86.30	97.93	114.28	138.98
	9.42%	69.47	76.65	86.06	98.94	117.67
	9.92%	62.35	68.33	76.03	86.34	100.84

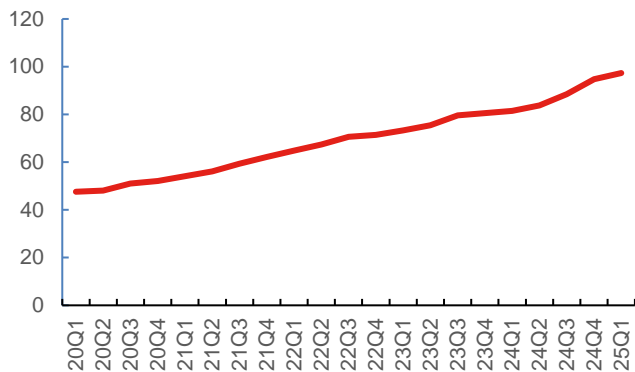
数据来源：东方证券研究所

## 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。

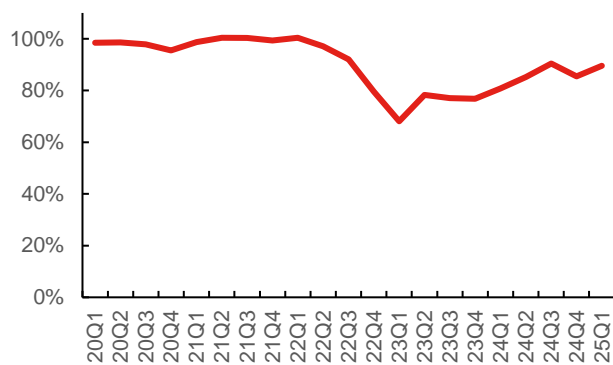
## 附录

图 3：20Q1-24Q4 公司月产能（万片/月）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 4：20Q1-24Q4 公司逐季产能利用率



数据来源：公司公告、东方证券研究所

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	55,521	58,944	62,261	营业收入	45,250	57,796	69,402	78,592	88,944
应收票据、账款及款项融资	3,944	3,288	3,948	4,471	5,060	营业成本	35,346	47,051	54,820	61,116	68,950
预付账款	752	405	487	857	969	销售费用	254	282	331	375	424
存货	19,378	21,267	24,669	24,446	24,133	管理费用	3,153	3,835	4,259	4,665	5,191
其他	21,265	33,289	31,765	31,803	31,646	研发费用	4,992	5,447	5,639	6,189	6,871
流动资产合计	96,574	106,279	116,390	120,521	124,069	财务费用	(3,774)	(1,833)	(690)	(648)	(841)
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	217	128	114
固定资产	92,432	113,545	104,379	97,597	95,313	公允价值变动收益	357	4	151	171	109
在建工程	77,003	88,275	123,542	143,310	146,694	投资净收益	250	1,100	727	692	840
无形资产	3,344	3,225	2,867	2,509	2,150	其他	2,354	2,707	2,281	2,362	2,372
其他	54,626	33,086	29,804	29,804	29,804	营业利润	6,906	6,299	7,985	9,991	11,555
非流动资产合计	241,889	247,137	272,881	285,145	285,034	营业外收入	12	17	9	12	13
资产总计	338,463	353,415	389,272	405,666	409,103	营业外支出	77	23	16	39	26
短期借款	3,398	1,070	37,686	43,052	34,630	利润总额	6,840	6,292	7,979	9,965	11,541
应付票据及应付账款	4,940	5,658	6,592	7,349	8,291	所得税	444	919	1,165	1,465	1,709
其他	44,277	54,816	56,840	58,612	59,697	净利润	6,396	5,373	6,814	8,500	9,833
流动负债合计	52,614	61,544	101,119	109,013	102,617	少数股东损益	1,573	1,674	1,199	1,700	1,967
长期借款	59,032	57,785	57,785	57,785	57,785	归属于母公司净利润	4,823	3,699	5,614	6,800	7,866
应付债券	4,243	0	0	0	0	每股收益（元）	0.60	0.46	0.70	0.85	0.99
其他	4,104	4,978	56	56	56	主要财务比率					
非流动负债合计	67,379	62,763	57,841	57,841	57,841		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	119,993	124,308	158,960	166,854	160,459	成长能力					
少数股东权益	75,994	80,917	82,116	83,816	85,783	营业收入	-9%	28%	20%	13%	13%
实收资本（或股本）	226	226	226	226	226	营业利润	-53%	-9%	27%	25%	16%
资本公积	102,332	102,906	102,906	102,906	102,906	归属于母公司净利润	-60%	-23%	52%	21%	16%
留存收益	35,750	39,449	45,063	51,863	59,729	获利能力					
其他	4,168	5,609	0	0	0	毛利率	21.9%	18.6%	21.0%	22.2%	22.5%
股东权益合计	218,470	229,108	230,312	238,812	248,644	净利率	10.7%	6.4%	8.1%	8.7%	8.8%
负债和股东权益总计	338,463	353,415	389,272	405,666	409,103	ROE	3.5%	2.5%	3.8%	4.5%	4.9%
现金流量表						ROIC	1.1%	1.3%	1.9%	2.2%	2.5%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	6,396	5,373	6,814	8,500	9,833	资产负债率	35.5%	35.2%	40.8%	41.1%	39.2%
折旧摊销	19,888	24,021	27,660	32,431	39,316	净负债率	9.6%	15.4%	28.0%	27.8%	22.0%
财务费用	(3,774)	(1,833)	(690)	(648)	(841)	流动比率	1.84	1.73	1.15	1.11	1.21
投资损失	(250)	(1,100)	(727)	(692)	(840)	速动比率	1.43	1.34	0.87	0.85	0.94
营运资金变动	(1,187)	(7,859)	(1,322)	1,692	1,483	营运能力					
其它	1,974	4,056	(7,182)	(42)	5	应收账款周转率	10.9	18.0	21.6	21.0	21.0
经营活动现金流	23,048	22,659	24,551	41,239	48,955	存货周转率	2.0	2.1	2.1	2.2	2.5
资本支出	(57,826)	(56,003)	(52,915)	(45,058)	(40,058)	总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
长期投资	(1,104)	5,480	(3,285)	363	853	每股指标（元）					
其他	17,230	19,854	1,835	863	1,148	每股收益	0.60	0.46	0.70	0.85	0.99
投资活动现金流	(41,701)	(30,669)	(54,365)	(43,831)	(38,057)	每股经营现金流	102.20	100.10	108.46	182.19	216.28
债权融资	13,086	13,428	0	0	0	每股净资产	17.84	18.56	18.56	19.41	20.39
股权融资	2,789	575	0	0	0	估值比率					
其他	(147)	(4,004)	37,306	6,014	(7,581)	市盈率	149.0	194.3	128.0	105.7	91.3
筹资活动现金流	15,728	9,999	37,306	6,014	(7,581)	市净率	5.0	4.8	4.8	4.6	4.4
汇率变动影响	(1,338)	(257)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	33.0	26.7	21.7	18.2	15.2
现金净增加额	(4,263)	1,732	7,492	3,422	3,317	EV/EBIT	242.5	170.0	104.1	81.3	70.9

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](http://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。