

中芯国际 (688981.SH)

业绩及毛利率指引大超预期，少数股东损益大幅增长

中芯国际发布 26Q2 业绩，26Q2 营收 30.06 亿美元，同比+36.1%/环比+20.0%，高于此前指引；毛利率 25.3%，同比+4.9pcts/环比+5.2pcts；归母净利润 4.79 亿美元，同比+261.7%/环比+142.7%。总产能为 109.7 万片/月，环比增加 1.8 万片；晶圆出货量（折合 8 英寸）为 286.95 万片，同比+20.1%/环比+14.4%；产能利用率为 93.7%，环比+0.6pcts；折合 8 英寸 ASP 为 991 美元/片，环比+5.7%。维持“增持”投资评级。

□ 26Q2 量价齐升推动收入和毛利率超预期。1) 业绩情况：26Q2 营收 30.06 亿美元，同比+36.1%/环比+20.0%，高于此前环比增长 14%-16%的指引；毛利率 25.3%，同比+4.9pcts/环比+5.2pcts，高于此前 20%-22%的指引，主要受晶圆平均售价提升及产能利用率好于预期推动；归母净利润 4.79 亿美元，同比+261.7%/环比+142.7%；少数股东损益 2.54 亿美元，同比+1689.6%/环比+659.1%。2) 产能及 ASP：总产能（折合 8 英寸）为 109.7 万片/月，环比增加 1.8 万片；晶圆出货量（折合 8 英寸）为 286.95 万片，同比+20.1%/环比+14.4%；产能利用率为 93.7%，环比+0.6pcts；折合 8 英寸 ASP 为 991 美元/片，环比+5.7%。

□ AI 配套需求及订单回流带动收入全面增长，电脑与平板及工业与汽车表现突出。分下游应用：1) 智能手机：26Q2 晶圆收入 4.81 亿美元，同比-8.8%/环比+8.1%；2) 电脑与平板：26Q2 晶圆收入 4.44 亿美元，同比+41.5%/环比+38.6%；3) 消费电子：26Q2 晶圆收入 12.57 亿美元，同比+46.7%/环比+15.6%；4) 互联与可穿戴：26Q2 晶圆收入 1.93 亿美元，同比+12.8%/环比+12.6%；5) 工业与汽车：26Q2 晶圆收入 4.69 亿美元，同比+111.8%/环比+42.4%。公司将更多产能配置至需求紧张领域，AI 配套芯片、电脑与平板、工业与汽车收入增长较快。分地区收入：1) 中国：26Q2 收入 27.11 亿美元，同比+45.9%/环比+21.7%，主要受 AI 配套芯片需求旺盛、海外订单回流及本土化制造持续加强推动；2) 美国：26Q2 收入 2.46 亿美元，同比-13.5%/环比+5.8%；3) 欧亚：26Q2 收入 0.48 亿美元，同比-27.4%/环比+6.6%。

□ Q3 价格贡献预计进一步增强，营收、毛利率指引继续上行。1) 26Q3 业绩指引：收入预计环比增长 2%-4%，毛利率预计为 26%-28%，包含新增产能在内的产能利用率预计维持在 95%左右。2) 量价变化：二季度出货增长部分来自生产节奏调整及前期新增产能爬坡，三季度出货量预计相对平稳，收入增长更多来自价格改善。前期与客户协商的新价格自二季度开始逐步释放，三季度新价格晶圆占比将进一步提高，对收入和毛利率的贡献预计更加明显。3) 订单与趋势：公司已收到四季度及年末订单，年内暂未看到产品降价可能，当前价格水平、毛利率及高产能利用率具有一定持续性。

□ AI 配套芯片、BCD 及专用存储供需紧张，成熟制程价格仍有改善空间。1) AI 配套芯片：数据中心及算力板相关的逻辑、BCD、电源管理和光模块收发芯片普遍供不应求，AI 需求同时通过产能挤压向利基存储、低密度存储和 NOR Flash 等成熟制程扩散。2) BCD 及模拟：AI 对 8 英寸 BCD 和电源管理需求的拉动超出此前预期，部分大宗产品因 8 英寸产能不足逐步转向 12 英寸，但大量小批量、长生命周期产品仍需依赖 8 英寸产线，BCD 需求和价格

增持（维持）

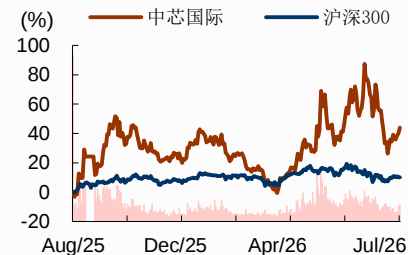
TMT 及中小盘/电子
当前股价：132.87 元

基础数据

总股本（百万股）	8561
已上市流通股（百万股）	2000
总市值（十亿元）	1137.5
流通市值（十亿元）	265.7
每股净资产（MRQ）	17.5
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	-19	14	50
相对表现	-16	14	38



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中芯国际（688981）—26Q1 营收稳增超预期，指引 26Q2 收入与毛利率指引继续上行》2026-05-18
- 2、《中芯国际（688981）—指引 26Q1 营收环比持平，26 全年资本开支约 80 亿美元》2026-02-12
- 3、《中芯国际（688981）—25Q3 收入和毛利率超预期，整体订单供不应求》2025-11-14

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

走势均较坚挺。**3) 价格与折旧：**当前毛利率改善主要由涨价驱动，但 2026 年折旧预计同比增长约 30%、全年接近 50 亿美元，新增折旧仍将对毛利率形成压力，后续盈利改善取决于价格继续释放及产品结构优化。

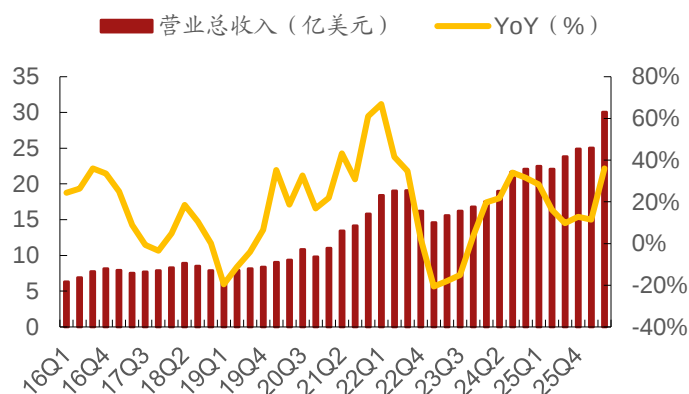
- **投资建议。**公司 26Q2 收入和毛利率均超出此前指引，晶圆出货量、ASP 及产能利用率同步提升；26Q3 毛利率指引继续上行，前期涨价将在后续季度进一步体现。AI 算力建设直接拉动电源管理、BCD、逻辑及光模块相关芯片需求，并通过产能挤压推动专用存储、NOR Flash 等成熟制程供需趋紧，海外订单回流和本土化制造进一步支撑中国区收入增长。公司新增产能持续爬坡，高产能利用率和价格改善有望对冲折旧增长压力。我们上调 2026/2027/2028 年收入至 824.12/966.57/1105.75 亿元，上调归母净利润至 82.46/101.78/121.51 亿元，对应 PE 为 137.9/111.8/93.6 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	82412	96657	110575
同比增长	28%	16%	22%	17%	14%
营业利润(百万元)	6299	8304	13082	16425	20193
同比增长	-9%	32%	58%	26%	23%
归母净利润(百万元)	3699	5041	8246	10178	12151
同比增长	-23%	36%	64%	23%	19%
每股收益(元)	0.43	0.59	0.96	1.19	1.42
PE	307.5	225.7	137.9	111.8	93.6
PB	7.7	7.5	6.4	6.1	5.8

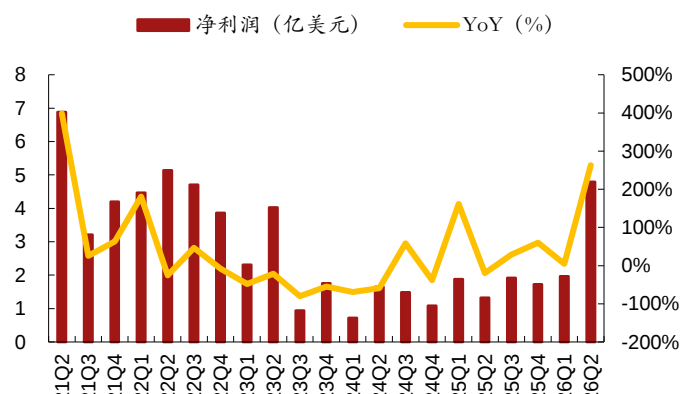
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 分季度营收及 YoY (亿美元)



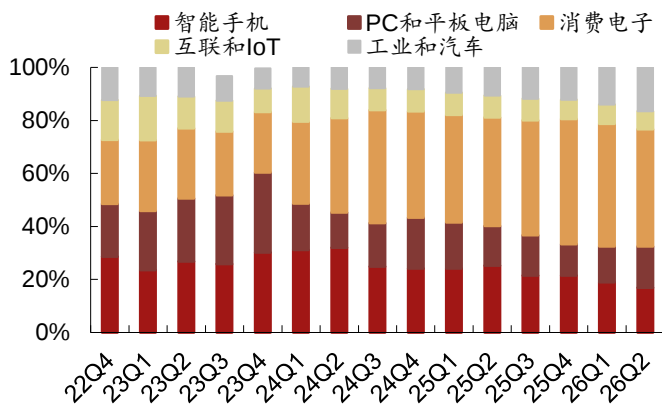
资料来源：中芯国际，招商证券

图 2: 分季度净利润及 YoY (亿美元)



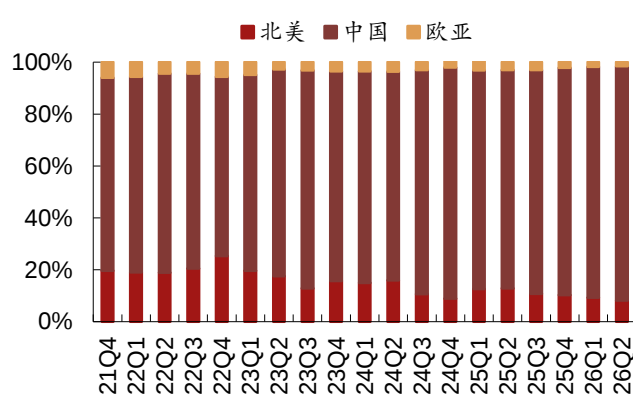
资料来源：中芯国际，招商证券

图 3: 按应用领域晶圆营收拆分



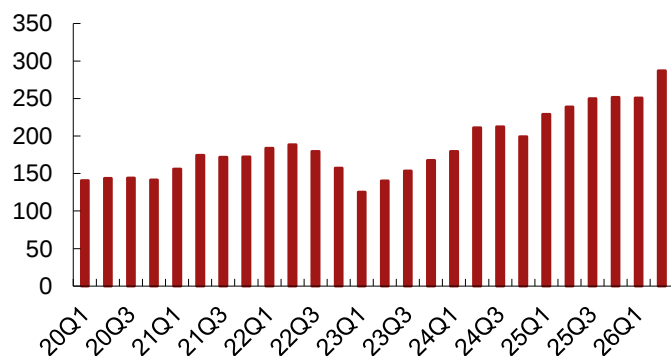
资料来源：中芯国际，招商证券

图 4: 按地域营收拆分



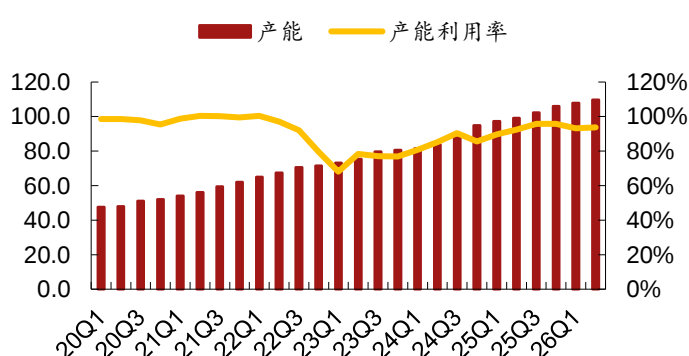
资料来源：中芯国际，招商证券

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

附录：中芯国际 2026Q2 业绩说明会纪要

时间：2026 年 8 月 14 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：营业收入 30.06 亿美元，同比+36.1%/环比+20.0%。

收入结构：1) **分地区看：**中国、美国和欧亚收入占比分别为 90.2%、8.2%和 1.6%，各地区收入金额均实现环比增长。其中，中国区收入环比+21.7%，增幅最为明显，主要受人工智能配套芯片需求旺盛、海外订单回流及本土化制造持续加强推动。2) **分尺寸看：**12 英寸和 8 英寸晶圆收入占比分别为 78%和 22%；12 英寸和 8 英寸晶圆收入金额分别环比增长 24%和 11%。3) **分应用看：**智能手机、电脑与平板、消费电子、互联与可穿戴、工业与汽车晶圆收入占比分别为 16.9%、15.6%、44.2%、6.8%和 16.5%，各应用收入金额均环比增长。公司将更多产能分配给需求紧张的领域，电脑与平板、工业与汽车晶圆收入金额分别环比增长 38.6%和 42.4%；智能手机、消费电子、互联与可穿戴晶圆收入金额分别环比增长 8.1%、15.6%和 12.6%。

毛利率：毛利率 25.3%，同比+4.9pcts/环比+5.2pcts，主要由于综合平均销售单价上升及产能利用率好于预期，抵消了折旧增加对毛利率的拖累。

营业利润：营业利润 5.34 亿美元。

归母净利润：归母净利润 4.79 亿美元。

EBITDA：EBITDA 为 21.09 亿美元，EBITDA 利润率为 70.2%。

资产负债：截至 26Q2 末，公司总资产 572 亿美元，其中现金总额 139 亿美元；总负债 193 亿美元，其中有息负债 140 亿美元；总权益 379 亿美元；债务权益比为 37%，净债务权益比为 0.4%。

现金流量：经营活动产生的现金净额为 25.22 亿美元，投资活动使用的现金净额为 22.71 亿美元，融资活动产生的现金净额为 6.07 亿美元。

2026H1：营业收入 55.11 亿美元，同比+23.7%；毛利率 22.9%，同比+1.5pcts；营业利润 7.82 亿美元；EBITDA 为 35.45 亿美元，EBITDA 利润率为 64.3%；归母净利润 6.77 亿美元；上半年资本开支合计 34 亿美元。

26Q3 财务指引

营业收入：26Q3 营业收入预计环比增长 2%-4%。

毛利率：26Q3 毛利率预计为 26%-28%。

经营情况

26Q2 公司晶圆出货量和价格均实现增长，季度收入突破 30 亿美元，各项关键经营指标同比、环比均大幅提升。公司实现营业收入 30.06 亿美元，环比+20.0%；其中，出货量环比+14.4%，综合平均销售单价环比+5.7%。出货量增长主要受人工智能带动的配套芯片需求激增及客户提前拉货推动。公司新增 8000 片折合 12 英寸月产能，产能利用率环比+0.6pcts 至 93.7%。

Q3 经营指引

26Q3 公司出货量预计继续增长，价格预计保持韧性；季度收入预计环比增长 2%-4%。在抵消第三季度新增折旧及夏季用电成本高峰的影响后，毛利率预计环比提升至 26%-28%。包含新增产能在内的产能利用率预计维持在 95%左右的高位，有效摊薄单位固定成本。

全年展望

展望 2026 年下半年，人工智能产生的产业动能及外溢效应将持续，推动集成电路制造需求广泛增长。公司将灵活调配现有产能，并加快新增产能验证，帮助缓解产业链的供应紧张。与此同时，公司也观察到上游供应链成本上涨的压力已经传导至制造环节。公司将积极应对这些挑战，缓解不利因素，尽可能降低整体影响。总体而言，公司对行业趋势及公司发展保持乐观。

问答环节

Q：二季度晶圆出货量环比增长 14.4%，明显快于产能增长，主要是新增产能释放还是库存及生产节奏调整所致？同时，公司提到 AI 配套芯片需求强劲，具体包括哪些产品？

A：二季度营业额增长主要来自晶圆出货增加以及价格因素。出货量增长一方面来自客户较强的提货需求，客户希望晶圆“越快越好、越多越好”，因此公司在二季度对生产节奏进行了调整，将靠近出货端的产品适当加速，而新投产节奏相对放缓，在总体产能变化不大的情况下，将更多制造能力配置到后段，从而增加当季出货；另一方面，公司过去几年建设的新增产能也在持续完成客户验证并进入量产，新设备进厂、搭线、产品导入直至客户端和终端完成验证，平均周期约 16 个月，因此前几年投资形成的产能目前正在各厂区陆续爬坡，贡献了一部分净增量。AI 配套芯片方面，公司过去并未单独设置这一应用类别，部分产品此前被归入工业类，部分归入电脑及边缘计算类，因此目前还无法进行非常精确的拆分，未来可能考虑单独披露。整体来看，AI 配套芯片需求旺盛，公司也在配合客户提前拉货；AI 配套芯片、电脑与平板等相关应用增长较快，未来可能考虑单独披露 AI 配套芯片。

Q: 三季度收入指引环比增长 2%-4%，明显低于二季度，但毛利率指引进一步提升至 26%-28%，如何理解三季度量价变化以及毛利率继续改善的原因？

A: 公司营业额主要由晶圆出货量和晶圆价格两个因素决定。二季度出货的很多晶圆实际上是一季度甚至去年四季度下线的，当时执行的还是原有价格，而公司产品价格通常从晶圆下线时开始确定，因此今年新订单以及新下线产品采用的新价格将在后续季度逐渐体现。三季度开始出货或继续下线的晶圆中，新价格占比会进一步提高，因此价格因素对收入和毛利率的贡献会比二季度更加明显。与此同时，公司每个季度新增折旧都会对毛利率产生约 4-5 个百分点的压力，如果没有折旧增加，实际毛利率改善幅度还会更大。出货量方面，新增产能保持均匀爬坡，单季新增月产能约 0.8 万片（折合 12 英寸），后续大体也会维持类似节奏，不会突然释放大量产能。二季度为了满足客户要求，公司对靠近出货端的产品进行了较多提前，因此三季度不会继续进行同等幅度的提前出货，否则会影响整个产线均衡运行。三季度公司更多是在满足客户提货需求与保持产线健康运行之间进行平衡，因此收入增长更多来自价格改善，出货量则相对平稳。

Q: 今年以来公司如何进行晶圆价格调整？目前涨价主要覆盖哪些产品？下半年及明年是否仍有进一步提价空间？

A: 中芯国际的价格调整方式与部分同行并不完全相同，公司不会一次性宣布从某个时间开始所有产品统一涨价，而是根据不同细分赛道的供需关系、产品竞争力以及客户经营情况分别与客户协商。今年 2 月份左右，在行业逐步开始调整价格后，公司也与客户进行了沟通，对于产能最紧张、供不应求，同时公司经过多年投入已经具备较强技术和质量竞争力的部分产品进行了价格调整，但并不是所有产品都涨价。手机、部分消费电子以及面板驱动等领域今年需求仍然偏弱，客户经营也比较困难，因此这些产品此前基本没有涨价或者价格调整有所推迟。前期与客户谈定的新价格从二季度开始逐步释放，并已经对盈利能力形成较明显贡献，考虑到同期折旧增加超过 4 个百分点，实际价格改善带来的毛利率提升更加明显。后续在满载、供不应求的产能部分，公司还会继续根据行业供需情况与客户协商合理价格，中芯国际不会成为行业第一个涨价或者涨幅最高的厂商，但在技术、质量已经达到行业第一梯队且价格与行业领先水平仍存在差距的领域，公司会逐渐向合理价格水平靠近，因此后续仍存在一定提价空间。

Q: 目前哪些细分应用需求最为紧张？AI 相关需求具体通过哪些产品带动公司业务增长？

A: 目前供需最紧张的主要是与人工智能、算力、数据中心以及算力板配套相关的产品，公司将其中很多产品统称为 AI 配套芯片。全球以及中国互联网企业正在持续提高人工智能和数据中心硬件投资，公司近期与客户沟通的未来合作规模和下线量已经明显超过此前预期。直接与数据中心和算力板相关的产品包括逻辑电路、BCD、电源管理以及光模块中的发送和接收等，这些产品目前普遍处于供不应求状态。与此同时，AI 还在通过产能挤压间接带动其他成熟制程产品需求，例如部分海外存储厂商将更多资源投入高端存储后，逐步减少利基存储、低密度存储以及 NOR Flash 等传统产品供应，使相关成熟制程产能更加紧张，价格也在上涨。此外，原本较弱的手机、电视、显示器以及 DDIC 等消费类产品也开始

出现一定回流，客户担心未来终端需求恢复后拿不到晶圆产能，因此已经开始提前协商明年的产能和价格安排。整体来看，本轮供需变化首先由 AI 及 AI 直接配套需求推动，随后通过产能挤压向其他成熟制程扩散，在总产能不足的情况下，未来手机、显示驱动等相关产品也可能逐步出现供需趋紧和价格改善。

Q: 目前电源管理、MCU、显示驱动及其他成熟制程产品分别处于怎样的供需状态？汽车和工业收入占比提升是否意味着终端需求已经明显复苏？

A: 当前不同细分市场的景气程度差异较大，供不应求最明显的是与人工智能、算力、数据中心和边缘计算相关的产品，其中电源管理和电源供应需求尤其旺盛，无论 GPU、CPU，还是 HBM、DRAM、SSD，以及冷却系统电机驱动、光模块等，都需要大量电源管理类芯片，因此相关产能目前比较紧张。手机仍是相对需要消化库存的领域，此前部分客户进行了较多提货，目前库存有所增加；面板驱动等消费类产品此前下单较少，库存本身并不算高，但终端需求仍然偏弱。不过，随着整体晶圆产能逐步紧缺，客户已经开始担心明年手机、电视、显示器和电脑需求恢复后拿不到产能，同时也担忧明年晶圆、封测以及封装材料价格上涨，因此目前已经出现提前备货并协商年底和明年产能的趋势。汽车和工业收入占比提高并不完全代表终端需求已经全面进入强复苏阶段，主要原因是部分客户的同一种产品可以同时用于汽车、工业、手机和面板等多个领域，近期这些客户仍在持续提货，但更多产品最终用于汽车和工业，因此汽车和工业占比有所提升，而手机和消费领域使用量相对减少。

Q: 公司如何在 AI、工业、汽车、手机及消费类客户之间分配有限产能？公司的定价权主要体现在哪些领域？

A: 公司在分配产能时首先考虑长期战略合作以及过去双方形成的承诺。中芯国际过去已经与部分客户形成长期战略绑定，并根据客户需求建设相应产能，对于此前已经承诺给客户的产能会优先保障，不会因为后来出现新的客户愿意支付更高价格，就简单将产能从原有客户转移出去。其次，在长期供不应求、同时公司经过多年投入已经形成较强技术和质量优势的领域，如果公司产品已经达到行业第一梯队，而晶圆价格与国际同行同等水平产品仍存在较大差距，公司会与客户协商给予合理的价格认可，因此这些领域公司具备一定定价权。对于手机、消费电子等与整个行业周期联系更密切的产品，公司价格更多跟随行业走势，在市场下行、客户经营困难时不会主动大幅减产或强行涨价，而是与客户共同应对市场压力。不同应用场景客户诉求也存在明显差异，有些客户对价格并不特别敏感，更重视公司能够提供产能以及技术研发支持；有些客户则更希望公司在价格上给予支持，因此公司会针对不同赛道分别制定产能和价格策略。

Q: 二季度 EBITDA 利润率处于较高水平，公司如何看待今年后续 EBITDA、毛利率和产能利用率的持续性？

A: 从今年来看，公司目前已经收到第四季度以及年末的订单，暂未看到年内产品降价的可能性，因此目前已经达到的价格水平、毛利率和高产能利用率具有一定持续性。公司产能利用率达到约 95% 后基本已经接近正常运行上限，因为仍需要保留约 5% 的产能用于研发，公司不会为了进一步提高利用率而削减研发资源，

因此后续盈利继续改善更多需要依赖供需紧张带来的价格提升。不过，公司折旧仍在持续增加，今年全年折旧预计同比增长约 30%，二季度单季折旧约 12.12 亿美元，全年预计约 49 亿-50 亿美元，而且每个季度仍会增加约 1.2 亿-1.4 亿美元，因此如果价格不继续改善，新增折旧会对毛利率及 EBIT 形成一定压力。后续价格进一步释放可能主要来自此前价格相对较低的手机、消费类及面板驱动产品，但这些产品今年的价格提升预计不会特别大。同时，二季度 EBITDA 较高还包含联营公司及金融资产价值变动等一次性其他收益，这部分在三季度存在不确定性。剔除一次性因素，在产能利用率保持高位、平均售价继续改善的情况下，公司预计 EBITDA 总体仍能够维持较高水平。

Q: 在折旧同比增长约 30% 的情况下，公司毛利率仍持续改善，目前涨价和产品结构优化哪一项贡献更大？

A: 目前来看，涨价因素对毛利率改善的贡献明显大于产品结构优化。公司确实可以对产品组合进行一定调整，但所谓产品结构优化并不是简单地将产能从低价格客户转给高价客户，而是在原有客户暂时不需要部分产能时，将可灵活调配的产能转向当前需求更强、价格相对更好的产品，例如部分逻辑产能可以转去生产 MCU 或利基存储，原本用于 LCD Driver 的部分产能在客户暂时不需要大量备货时，也可以转去生产 NOR Flash。此外，公司新增产能大多是基于客户提前提出的需求建设，客户先明确未来需要多少产能，公司再配置相应设备，因此这些新增产能完成验证后能够较快达到较高装载水平，对应产品通常需求较好、价格也相对理想，从而对产品组合和盈利能力形成一定正面贡献，但综合来看，当前毛利率上升的首要驱动因素仍然是价格改善。

Q: 公司预计 2026 年折旧费用达到什么水平？折旧何时可能达到峰值或出现拐点？

A: 公司此前预计 2026 年折旧同比增长约 30%，目前实际情况与此前预测基本一致，上半年折旧约 23 亿美元，全年预计接近 50 亿美元。从此前已经公告的扩产项目和资本开支安排来看，如果仅按照原有项目计划进行测算，2027 年应该进入折旧的高点，甚至可以进一步测算到具体季度。但目前情况出现了新的变化，今年年初以来人工智能及客户需求增长明显超出此前预期，公司目前收到的客户备产能要求也明显高于年初判断，因此正在重新评估各厂区已有空间，并考虑进一步增加设备投入。这样一来，过去根据已公告项目测算出的 2027 年折旧峰值未必就是最终峰值，未来折旧何时真正见顶还要取决于后续扩产节奏和资本开支计划。公司在扩产过程中会持续兼顾毛利率和竞争优势，在满足客户新增需求的同时，也会避免新增投资对盈利能力和公司整体经营表现产生过大的负面影响。

Q: AI 需求对 BCD 及模拟芯片的拉动有多大？目前 8 英寸与 12 英寸 BCD 产能供需及价格趋势如何？不同模拟芯片厂商之间的核心工艺差异主要体现在哪里？

A: 人工智能带动的新一轮产业需求首先明显推动产业链两端，一端是先进算力和标准逻辑，另一端则是非常成熟的模拟电路，尤其是 8 英寸 BCD 和电源管理类产品，其需求增长幅度明显超过此前预期，而 40 纳米、28 纳米等中间节点更

多是受到 AI 需求外溢的间接推动。目前 BCD 整体处于供不应求状态，原因是模拟产品型号非常多，需要长期积累，没有任何一家厂商能够短时间内覆盖全部型号。对于单一需求量较大的产品，可以迅速放量并逐步转向 12 英寸生产，但大量模拟产品单月需求只有很少的晶圆，却要求未来十年持续稳定供货，中间不能断供，这类产品很难短期完成产线迁移，因此 8 英寸产线仍具有较强长期价值，而且 8 英寸设备更加成熟，老产品向 12 英寸迁移也需要较长的磨合和验证时间。当前部分大宗产品由于 8 英寸产能不足已经逐渐向 12 英寸转移，但整体 BCD 需求至少可以看到明年年底仍然比较强。只要数据中心继续建设、GPU 和 AI ASIC 持续增加，每一片高性能计算芯片周边都会配套大量模拟、电源管理、光模块、数据管理、HBM 及 SSD 相关器件，因此 AI 对 BCD 的需求拉动具有较强确定性，目前公司看到 BCD 的需求和价格走势均比较坚挺。不同公司的竞争差异主要体现在高压工艺和长期客户积累两个方面，例如 48V 系统要求器件实际耐压达到 80-100V 左右才能保证可靠工作，这需要长期工艺和可靠性验证，能够稳定供应的厂商相对有限；另一方面，如果厂商已经与大客户保持十年以上合作，在需求突然爆发时可以迅速扩大量产，而新的供应商重新导入则需要较长验证和迁移周期。

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	103648	101139	111100
现金	48029	43645	24184	8694	5905
交易性投资	2432	1221	1221	1221	1221
应收票据	365	313	383	450	514
应收款项	2923	6168	7550	8855	10130
其它应收款	239	293	358	420	480
存货	21267	25535	29894	34527	39119
其他	31023	32744	40057	46972	53728
非流动资产	247137	257799	279160	296433	310594
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	113788	118132	122476
资产总计	353415	367718	382808	397571	421693
流动负债	61544	46628	30175	32132	40523
短期借款	1070	3452	0	0	6451
应付账款	5658	5944	6959	8037	9106
预收账款	8642	4254	4981	5753	6518
其他	46174	32977	18235	18342	18448
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	104903	106860	115252
股本	226	227	242	242	242
资本公积金	102906	102639	121996	121996	121996
留存收益	45058	47958	56204	63908	73006
少数股东权益	80917	95539	99463	104565	111197
归属于母公司所有者权益	148191	150824	178442	186146	195244
负债及权益合计	353415	367718	382808	397571	421693

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	22659	20081	28373	37159	43947
净利润	5373	7209	12170	15280	18784
折旧摊销	22929	27186	32704	36793	39904
财务费用	(1055)	(128)	(247)	(290)	(332)
投资收益	(1100)	56	(4906)	(3600)	(3600)
营运资金变动	(3489)	(14242)	(11349)	(11023)	(10809)
其它	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(30669)	(42138)	(49160)	(50465)	(50465)
资本支出	(54559)	(59951)	(65946)	(72540)	(79794)
其他投资	23890	17812	16786	22075	29329
筹资活动现金流	9999	17454	1325	(2184)	3730
借款变动	11215	17804	(18294)	0	6451
普通股增加	1	1	15	0	0
资本公积增加	574	(267)	19357	0	0
股利分配	0	0	0	(2474)	(3053)
其他	(1791)	(84)	247	290	332
现金净增加额	1988	(4604)	(19461)	(15490)	(2788)

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	82412	96657	110575
营业成本	47051	52765	61772	71346	80836
营业税金及附加	276	303	412	483	553
营业费用	282	305	412	483	553
管理费用	3835	3435	3709	4350	4423
研发费用	5447	5519	7870	7249	7740
财务费用	(1833)	(371)	(247)	(290)	(332)
资产减值损失	(401)	(463)	(309)	(210)	(210)
公允价值变动收益	4	89	667	100	100
其他收益	2858	3367	2239	2500	2500
投资收益	1100	(56)	2000	1000	1000
营业利润	6299	8304	13082	16425	20193
营业外收入	17	23	25	25	25
营业外支出	23	541	20	20	20
利润总额	6292	7786	13087	16430	20198
所得税	919	577	916	1150	1414
少数股东损益	1674	2168	3924	5102	6632
归属于母公司净利润	3699	5041	8246	10178	12151

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	28%	16%	22%	17%	14%
营业利润	-9%	32%	58%	26%	23%
归母净利润	-23%	36%	64%	23%	19%
获利能力					
毛利率	18.6%	21.6%	25.0%	26.2%	26.9%
净利率	6.4%	7.5%	10.0%	10.5%	11.0%
ROE	2.5%	3.4%	5.0%	5.6%	6.4%
ROIC	1.2%	2.3%	3.5%	4.2%	5.0%
偿债能力					
资产负债率	35.2%	33.0%	27.4%	26.9%	27.3%
净负债比率	23.6%	24.1%	18.4%	17.7%	18.2%
流动比率	1.7	2.4	3.4	3.1	2.7
速动比率	1.4	1.8	2.4	2.1	1.8
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	11.4	11.2	11.1
应付账款周转率	8.9	9.1	9.6	9.5	9.4
每股资料(元)					
EPS	0.43	0.59	0.96	1.19	1.42
每股经营净现金	2.65	2.35	3.31	4.34	5.13
每股净资产	17.31	17.62	20.84	21.74	22.81
每股股利	0.00	0.00	0.29	0.36	0.43
估值比率					
PE	307.5	225.7	137.9	111.8	93.6
PB	7.7	7.5	6.4	6.1	5.8
EV/EBITDA	7.8	6.1	4.7	4.0	3.6

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。

