

公司研究

国补和产业回流驱动 25Q1 营收指引强劲，看好毛利率持续改善

——中芯国际（0981.HK+688981.SH）2024 年四季度业绩点评

要点

事件：25Q1 营收指引强劲，毛利率超预期。4Q24 收入 22.07 亿美元，同比增长 32%，环比增长 1.7%。其中晶圆出货量环比下降 6%，系 Q4 传统淡季、客户拉货意愿低；晶圆 ASP 环比增长 6%。4Q24 毛利率 22.6%，同比增长 6.2pct，环比增长 2.1pct，超过此前公司 18~20% 指引区间的上限，超过 19.1% 的市场预期。Q4 净利润 2.71 亿美元，其中归母净利润 1.08 亿美元，同比下降 38%，环比下降 28%，低于 2.08 亿美元的市场预期，但 Q4 非控制性权益实现 1.63 亿美元，同比增长 161%，环比增长 119%。**1Q25 营收指引强劲、超过市场预期。**1Q25 指引收入环比增长 6%~8%，对应 23.4~23.8 亿美元，对应同比增长 34%~36%，高逾市场预期 11%；指引毛利率 19%~21%，超过 18.4% 的市场预期。Q1 指引强劲系客户因供应链安全考虑和国家刺激消费政策，急单增多、拉货加快，公司将持续受益于在地化制造趋势。

在地制造驱动中国区表现优异，12 英寸规模持续扩大。收入拆分，1) 应用：4Q24 智能手机、计算机与平板、消费电子、互联与可穿戴、工业与汽车分别占晶圆收入的 24.2%/19.1%/40.2%/8.3%/8.2%；2) 尺寸：4Q24 12 英寸收入占晶圆收入的 80.6%，同比增长 6.4pct，环比增长 2.1pct；3) 地区：4Q24 中国区收入同比增长 34%，占整体收入的 89.1%，占比同比增长 8.3pct、环比增长 2.7pct，系在地化制造需求带动产业链转向国内。

预期 2025H1 增长强劲，看好国家消费刺激政策+产业链回流+汽车等 AI 端侧新需求带动。三大产业趋势利好公司 2025 年业绩：1) 公司预计 25H1 营收和盈利表现优秀，主要系国家消费刺激政策带动客户急单拉货，国补有望带动大屏电视、手机、平板、PC 等下游需求。但公司对 25H2 表现持观望态度，主要担心国补导致全年需求前置；2) 汽车等行业出现回流至国内产业链趋势，且已从验证阶段逐步进入量产阶段，我们预计晶圆制造回流将从 AI 芯片扩散至汽车和 AI 端侧等；3) 汽车等 AI 端侧需求出现，公司持续推出高可靠的汽车电子产品以满足客户需求，公司预计未来汽车的营收占比将达 10%。

12 英寸产线稳步扩产，2025 年 Capex 同比持平。1) 稼动率：4Q24 稼动率 85.5%，同比增长 8.7pct，环比下降 4.9pct。我们预计 12 英寸产能释放使得稼动率存在下滑压力，但下游需求强劲将使得降幅可控。2) 资本支出：2024 年资本开支 73.3 亿美元，且指引 2025 年资本开支同比持平，我们认为这将有利于公司关键产能建设。3) 产能：2024 年约当 8 英寸月产能达 94.76 万片，未来将以每年增长 5 万片约当 12 英寸月产能的速度匀速扩产，公司指引 25 年折旧同比增长 20%，将努力通过提升 ASP 和成本管控维持毛利率水平。

盈利预测、估值与评级：看好国产替代+国家消费刺激政策+AI 云端和边端等趋势带动下游需求，我们上调中芯国际(0981.HK)25-26 年归母净利润为 7.95/11.07 亿美元(较上次预测+5%/+14%)，对应同比增速+61%/+39%；同理，上调中芯国际(688981.SH)25-26 年归母净利润为 58.02/75.24 亿人民币(较上次预测+8%/+9%)。股价对应 25-26 年港股 PB 2.2x/2.1x，A 股 PB 5.3x/5.1x，维持中芯国际港股/A 股“买入”评级。

风险提示：美国管制趋严；下游需求疲软；行业竞争加剧；技术不及预期。

中芯国际盈利预测与估值简表

港股 (0981.HK) 指标	2022	2023	2024	2025E	2026E
营业收入 (百万美元)	7,273	6,322	8,030	9,894	12,011
营收增长率 (%)	33.6	(13.1)	27.0	23.2	21.4
归母净利润 (百万美元)	1,818	903	493	795	1,107
归母净利润增长率 (%)	6.8	(50.4)	(45.4)	61.3	39.2
P/B	2.4	2.3	2.3	2.2	2.1
A 股 (688981.SH) 指标					
归母净利润 (百万人民币)	12,133	4,823	3,699	5,802	7,524
P/B	6.0	5.6	5.5	5.3	5.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价日期为 2025-02-13；按 1.0 USD = 7.7882 HKD 汇率换算。

A 股：买入（维持）

H 股：买入（维持）

A 股当前价：101.11 人民币元

H 股当前价：46.00 港元

作者

分析师：付天姿，CFA，FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

联系人：董馨悦

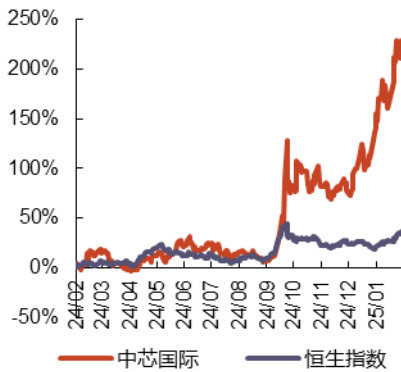
021-52523858

dongxinyue@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	79.78
总市值(亿港元):	4940
一年最低/最高(港元):	13.88-49.6
近 3 月换手率 (%) :	196.1

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	22.9	68.1	191.7
绝对	36.6	80.6	229.3

资料来源：Wind

相关研报

3Q24 毛利率超预期，4Q24 指引营收持续增长……2024-11-09

3Q24 指引强劲，下游需求复苏已现，ASP 涨价提振未来盈利水平……2024-08-12

表 1：中芯国际（0981.HK）损益表

(单位：百万美元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入	7,273	6,322	8,030	9,894	12,011
晶圆销售	6,736	5,794	7,485	9,366	11,477
掩膜制造、测试、其他	538	527	545	528	534
营业成本	-4,512	-5,104	-6,582	-7,586	-9,128
毛利	2,762	1,218	1,448	2,308	2,883
其它收入	490	667	683	633	857
营业开支	-1,261	-1,224	-1,485	-1,781	-2,103
营业利润	1,991	660	647	1,160	1,637
财务成本净额	224	527	-207	-380	-532
应占利润及亏损	0	0	100	100	100
税前利润	2,214	1,187	539	880	1,205
所得税开支	-16	-63	-22	-35	-48
税后经营利润	2,198	1,125	518	845	1,157
少数股东权益	-380	-222	-25	-50	-50
净利润	1,818	903	493	795	1,107
息税折旧前利润	4,122	3,236	3,015	4,149	5,245
息税前利润	1,850	569	607	1,120	1,597
每股收益（美元）	0.23	0.11	0.06	0.10	0.14

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；2024Q4 业绩公告已披露，但利润表部分科目未披露，故已披露科目为 2024 年实际值，未披露科目为 2024 年预测值

表 2：中芯国际（0981.HK）资产负债表

(单位：百万美元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	43,808	47,787	48,814	55,399	62,133
流动资产	16,594	13,635	9,545	11,251	13,571
现金及短期投资	12,732	9,344	4,818	5,937	7,206
有价证券及短期投资	522	257	390	324	357
应收账款	690	494	830	911	1,094
存货	1,911	2,736	2,541	2,928	3,524
其它流动资产	738	804	966	1,152	1,390
非流动资产	27,214	34,152	39,270	44,148	48,562
长期投资	1,921	2,045	2,095	2,145	2,195
固定资产净额	12,386	13,121	19,840	25,482	30,882
其他非流动资产	12,906	18,986	17,335	16,521	15,485
总负债	14,846	16,942	17,451	23,191	28,769
流动负债	7,025	7,602	7,909	13,441	18,740
应付账款	3,217	3,728	3,987	4,595	5,529
短期借贷	1,268	1,216	1,484	5,910	9,736
其它流动负债	2,540	2,657	2,438	2,937	3,475
长期负债	7,821	9,340	9,542	9,749	10,029
长期债务	7,317	8,934	9,133	9,334	9,533
其它	505	406	408	416	495
股东权益合计	28,961	30,846	31,363	32,208	33,365
股东权益	19,150	20,116	20,605	21,400	22,506
少数股东权益	9,811	10,730	10,759	10,809	10,859
负债及股东权益总额	43,808	47,787	48,814	55,399	62,133
净现金/(负债)	3,643	-1,213	-6,208	-9,723	-12,558
营运资本	-615	-498	-616	-756	-911
长期可运用资本	36,783	40,186	40,905	41,958	43,393
股东及少数股东权益	28,961	30,846	31,363	32,208	33,365

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；2024Q4 业绩公告已披露，但资产负债表部分科目未披露，故 2024 年为预测值

表 3：中芯国际（0981.HK）现金流量表

(单位：百万美元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,348	3,358	2,746	4,557	5,657
净利润	1,818	903	493	795	1,107
折旧与摊销	2,271	2,667	2,408	3,029	3,648
营运资本变动	-434	-434	118	140	155
其它	1,692	222	-273	593	748
投资活动现金流	-10,392	-6,208	-7,540	-7,690	-7,961
资本性支出净额	-6,196	-7,630	-7,431	-7,420	-8,233
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	-44	-124	-50	-50	-50
其它资产变化	-4,151	1,546	-59	-220	321
自由现金流	-2,278	-4,321	-6,324	-4,562	-4,644
融资活动现金流	3,614	2,466	268	4,252	3,574
股本变动	58	57	4	0	0
净债务变化	2,260	1,565	468	4,626	4,026
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	1,296	844	-203	-374	-452
净现金流	-1,429	-383	-4,526	1,119	1,270

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；2024Q4 业绩公告已披露，但现金流量表部分科目未披露，故 2024 年为预测值

表 4：中芯国际（688981.SH）损益表

(单位：百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	49,516	45,250	57,796	71,554	86,970
营业成本	30,553	35,346	47,364	54,967	66,099
折旧和摊销	15,388	18,860	15,947	18,466	21,213
税金及附加	272	223	289	358	435
销售费用	226	272	289	358	435
管理费用	3,042	3,153	2,890	3,578	4,348
财务费用	-1,552	-3,774	-1,225	-853	-1
研发费用	4,953	4,992	6,646	8,229	9,567
资产减值损失	-438	-1,344	-17	-42	-42
其他收益	1,946	2,577	2,890	3,578	4,348
投资收益	832	250	1,400	1,400	1,400
营业利润	14,762	6,906	5,963	10,938	12,977
利润总额	14,760	6,840	5,581	11,330	14,400
所得税	106	444	223	453	576
净利润	14,654	6,396	5,358	10,877	13,824
少数股东损益	2,520	1,573	1,659	5,075	6,300
归属母公司净利润	12,133	4,823	3,699	5,802	7,524

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；2024Q4 业绩公告已披露，但利润表部分科目未披露，故已披露科目为 2024 年实际值，未披露科目为 2024 年预测值

表 5：中芯国际（688981.SH）资产负债表

(单位：百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	305,104	338,463	336,673	362,219	409,771
货币资金	74,922	51,235	33,272	21,466	26,091
交易性金融资产	2,617	1,520	300	1,200	2,200
应收账款	4,807	3,501	6,887	8,526	10,363
应收票据	522	442	289	358	435
其他应收款（合计）	448	160	1,139	1,410	1,713
存货	13,313	19,378	14,209	16,470	19,790
其他流动资产	2,758	4,000	4,314	4,658	5,043
流动资产合计	115,572	96,574	61,075	54,852	66,545
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	13,380	14,484	14,484	14,484	14,484
固定资产	85,403	92,432	111,994	132,299	153,363
在建工程	45,762	77,003	80,430	86,364	93,643
无形资产	3,428	3,344	3,317	3,290	3,264
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	40,009	53,131	59,404	59,404	59,404
非流动资产合计	189,532	241,889	275,598	307,366	343,227
总负债	103,399	119,993	112,813	127,482	161,210
短期借款	4,519	3,398	0	12,655	45,606
应付账款	4,013	4,940	6,157	7,146	8,593
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	133	12	17	21	26
其他流动负债	1,359	1,583	1,583	1,583	1,583
流动负债合计	47,855	52,614	42,637	58,658	94,069
长期借款	46,790	59,032	62,532	63,932	65,332
应付债券	4,167	4,243	4,243	4,243	4,243
其他非流动负债	4,343	3,828	3,201	449	-2,634
非流动负债合计	55,544	67,379	70,176	68,825	67,141
无息负债	43,158	47,787	37,538	38,152	37,529
有息负债	60,241	72,206	75,275	89,331	123,681
股东权益	201,705	218,470	223,860	234,737	248,561
股本	225	226	257	257	257
公积金	99,545	102,332	102,461	102,461	102,461
未分配利润	30,927	35,750	39,320	45,122	52,647
归属母公司权益	133,372	142,476	146,206	152,008	159,533
少数股东权益	68,333	75,994	77,653	82,728	89,028

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；2024Q4 业绩公告已披露，但 A 股资产负债表未披露，故 2024 年均为预测值

表 6：中芯国际（688981.SH）现金流量表

(单位：百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	36,591	23,048	25,694	24,844	29,051
净利润	12,133	4,823	3,699	5,802	7,524
折旧摊销	15,388	18,860	15,947	18,466	21,213
净营运资金增加	1,875	109	-2,596	5,445	8,232
其他	7,195	-744	8,644	-4,868	-7,918
投资活动产生现金流	-69,468	-41,701	-47,357	-48,806	-55,695
净资本支出	-41,724	-53,828	-43,250	-49,656	-55,045
长期投资变化	13,380	14,484	0	0	0
其他资产变化	-41,124	-2,357	-4,107	850	-650
融资活动现金流	23,269	15,728	3,699	12,156	31,269
股本变化	0	1	32	0	0
债务净变化	17,709	11,964	3,070	14,055	34,350
无息负债变化	17,732	4,630	-10,249	614	-623
净现金流	-6,361	-4,263	-17,964	-11,805	4,625

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；2024Q4 业绩公告已披露，但 A 股现金流量表未披露，故 2024 年均为预测值

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP