

公司研究

1Q 突发生产问题，2Q 业绩有望筑底，自主可控趋势不改

——中芯国际（0981.HK+688981.SH）2025 年一季度业绩点评

要点

事件：生产问题导致25Q1营收和25Q2指引不及预期，25Q1毛利率超预期。1Q25收入22.47亿美元，同比增长28.4%，环比增长1.8%，低于此前公司环比增长6%~8%的指引区间，且低于23.57亿美元的市场预期。其中晶圆出货量环比上升15%，受益于国际形势变化引起的客户拉货、国内政策推动的大宗类产品需求的上升和产业链再分配；晶圆ASP环比下降9%，系1Q突发生产问题，出现一次性维修费用，且部分设备量产的晶圆良率不达标、导致晶圆ASP下滑。1Q25毛利率22.5%，同比增长8.8pct，环比下降0.1pct，超过此前公司18~20%指引区间的上限，超过20.7%的市场预期。1Q25净利润3.23亿美元，其中归母净利润1.88亿美元，同比上升161.9%，环比增长74.8%；Q1非控制性权益实现1.35亿美元，环比降低17%。**2Q25指引营收和毛利率环比下滑、低于市场预期。**2Q25指引收入环比下降4%~6%，对应20.7~21.2亿美元，对应同比增长9%~12%，低于24.32亿美元的市场预期；指引毛利率18%~20%，中值环比下滑3.5pct，低于21.3%的市场预期。Q2指引1Q突发的生产性问题将延续至2Q、持续影响ASP，叠加设备折旧上升。

美国关税政策驱动1Q海外营收占比提升，在地化带动8英寸稼动率提升。收入拆分，1) 应用：1Q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%/17%/41%/8%/10%；**2) 尺寸：**1Q 8英寸和12英寸晶圆收入环比增长18%和2%；**3) 地区：**1Q中国、美国、欧亚占比为84%、13%和3%，海外客户占比环比增长。**1Q25体现中芯三大需求增长，1) 美国关税政策导致部分海外客户拉货，拉动1Q海外客户占比和8英寸占比，但因存货和运输受限，拉动幅度有限；2) 在地化生产带动成熟制程需求，中美关税摩擦驱动厂商倾向客户所在地生产，在地化趋势增强，带动8英寸稼动率升至12英寸水平；3) 工业和汽车需求出现触底反弹信号。**

12英寸产线按照年增5万片的进度稳步扩产。1) 稼动率：1Q稼动率89.6%，同比增长10.9pct，环比增长4.8pct，系在地化生产和海外客户拉货趋势，有力带动8英寸稼动率，抵消了因ASP下滑而出现的毛利率压力。**2) 资本支出：**1Q资本开支14.16亿美元，同比下降36.7%，环比下降14.7%。**3) 产能：**1Q约当8英寸月产能达97.32万片，保持匀速扩产；1Q折旧同比增长16.1%，我们预计2Q公司将努力节降成本以抵抗折旧增长对毛利率的压力。

生产问题预计3Q将逐步恢复，但4Q景气度尚不确定：1) 1Q和2Q因生产问题导致产品良率和ASP下滑，供给问题影响1H营收增速，3Q相关问题将得到有效解决，我们预计3Q营收将环比增长；2) 中芯认为4Q需求景气度不确定性强，主要担忧下游厂商或下修25全年出货量预期进而砍单代工订单。

盈利预测、估值与评级：1Q 突发生产问题，叠加 4Q 景气度尚不确定，我们下调中芯国际(0981.HK)25-26 年归母净利润预测为 7.9/9.9 亿美元(较上次预测-0%/-10%)，新增 27 年预测 14.1 亿美元，对应同比+61%/+25%/+42%；下调中芯国际(688981.SH)25-26 年归母净利润预测为 53.1/68.4 亿人民币(较上次预测-8%/-9%)，新增 27 年预测 96.9 亿人民币。股价对应 25-26 年港股 PB 2.1x/2.0x，A 股 PB 4.5x/4.3x，制程供给提升长期趋势不改，国产替代+在地化进程加速，维持中芯国际港股/A 股“买入”评级。

风险提示：关税政策变动；半导体周期下行；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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万美元)	6,322	8,030	9,612	11,873	14,619
营收增长率 (%)	(13.1)	27.0	19.7	23.5	23.1
归母净利润 (百万美元)	903	493	793	991	1,406
归母净利润增长率 (%)	(50.4)	(45.4)	60.9	25.0	41.9
P/B	2.2	2.1	2.1	2.0	1.9
A 股 (688981.SH) 指标					
归母净利润 (百万人民币)	4,823	3,699	5,312	6,840	9,686
P/B	4.8	4.6	4.5	4.3	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价日期为 2025-05-09；按 1.0 HKD = 0.1286 USD 汇率换算。

A 股：买入（维持）

H 股：买入（维持）

A 股当前价：85.83 人民币元

H 股当前价：43.00 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

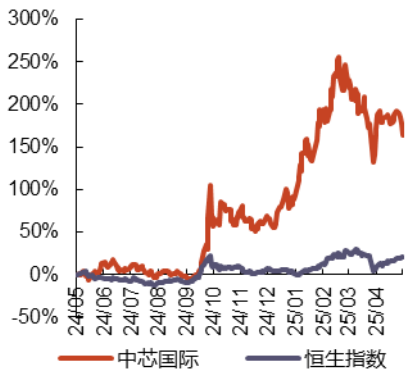
021-52523858

dongxinyue@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	79.86
总市值(亿港元):	4,417
一年最低/最高(港元):	15.24-59.7
近 3 月换手率 (%) :	240.4

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-17.3	-16.0	143.9
绝对	-7.9	-7.8	164.5

资料来源：Wind

相关研报

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……………2025-02-13

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入	6,322	8,030	9,612	11,873	14,619
晶圆销售	5,794	7,485	9,100	11,351	14,086
掩膜制造、测试、其他	527	545	512	522	533
营业成本	-5,104	-6,582	-7,370	-8,944	-10,753
毛利	1,218	1,448	2,242	2,929	3,866
其它收入	667	548	464	438	396
营业开支	-1,224	-1,385	-1,777	-2,137	-2,559
营业利润	660	611	929	1,231	1,703
财务成本净额	527	249	-177	-246	-286
应占利润及亏损	0	0	100	100	100
税前利润	1,187	860	852	1,085	1,517
所得税开支	-63	-130	-34	-43	-61
税后经营利润	1,125	730	818	1,041	1,456
少数股东权益	-222	-237	-25	-50	-50
归母净利润	903	493	793	991	1,406
息税折旧前利润	3,236	3,792	3,662	4,571	5,641
息税前利润	569	569	889	1,191	1,663
每股收益（美元）	0.11	0.06	0.10	0.12	0.18

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；

表 2：中芯国际（0981.HK）资产负债表

(单位：百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	47,787	49,161	49,581	54,201	57,330
流动资产	13,635	14,784	11,585	13,280	16,120
现金及短期投资	9,344	10,571	6,342	7,124	8,771
有价证券及短期投资	257	338	298	318	308
应收账款	494	407	841	855	1,023
存货	2,736	2,958	3,180	3,860	4,640
其它流动资产	804	509	924	1,124	1,377
非流动资产	34,152	34,378	37,996	40,921	41,210
长期投资	2,045	1,253	1,303	1,353	1,403
固定资产净额	13,121	15,832	21,427	27,085	31,138
其他非流动资产	18,986	17,293	15,267	12,484	8,670
总负债	16,942	17,292	16,894	20,472	22,145
流动负债	7,602	8,760	7,923	11,358	12,723
应付账款	3,728	3,280	4,473	5,428	6,526
短期借贷	1,216	2,926	0	1,820	1,207
其它流动负债	2,657	2,553	3,450	4,110	4,989
长期负债	9,340	8,532	8,971	9,114	9,422
长期债务	8,934	8,038	8,538	8,588	8,863
其它	406	494	434	526	559
股东权益合计	30,846	31,870	32,687	33,729	35,185
股东权益	20,116	20,614	21,403	22,394	23,800
少数股东权益	10,730	11,256	11,285	11,335	11,385
负债及股东权益总额	47,787	49,161	49,581	54,201	57,330
净现金/(负债)	-1,213	-887	-2,629	-3,810	-1,858
营运资本	-498	85	-452	-714	-863
长期可运用资本	40,186	40,402	41,659	42,843	44,607
股东及少数股东权益	30,846	31,870	32,687	33,729	35,185

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；

表 3：中芯国际（0981.HK）现金流量表

（单位：百万美元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,358	3,176	4,638	5,252	6,354
净利润	903	493	793	991	1,406
折旧与摊销	2,667	3,223	2,774	3,381	3,978
营运资本变动	-434	-434	537	262	149
其它	222	-107	534	618	821
投资活动现金流	-6,208	-4,518	-6,224	-6,179	-4,120
资本性支出净额	-7,630	-7,641	-6,159	-7,585	-6,870
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	-124	792	-50	-50	-50
其它资产变化	1,546	2,330	-15	1,456	2,800
自由现金流	-4,321	-5,715	-2,867	-4,081	-2,507
融资活动现金流	2,466	1,608	-2,642	1,709	-587
股本变动	57	52	4	0	0
净债务变化	1,565	814	-2,427	1,871	-338
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	844	742	-220	-162	-249
净现金流	-383	265	-4,229	782	1,647

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；

表 4：中芯国际（688981.SH）损益表

(单位：百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	45,250	57,796	69,082	85,207	104,773
营业成本	35,346	47,051	53,148	64,466	77,555
折旧和摊销	18,860	22,915	19,084	21,784	24,558
税金及附加	223	276	345	426	524
销售费用	272	0	345	426	524
管理费用	3,153	3,835	3,454	4,260	5,239
财务费用	-3,774	-1,833	-1,799	-1,118	698
研发费用	4,992	5,447	7,944	9,799	11,525
资产减值损失	-1,344	-525	-15	-42	-42
其他收益	2,577	2,858	3,454	4,260	5,239
投资收益	250	1,100	1,000	1,000	1,000
营业利润	6,906	6,299	10,513	12,648	15,384
利润总额	6,840	6,292	9,335	12,334	16,600
所得税	444	919	373	493	664
净利润	6,396	5,373	8,962	11,840	15,936
少数股东损益	1,573	1,674	3,650	5,000	6,250
归属母公司净利润	4,823	3,699	5,312	6,840	9,686

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；

表 5：中芯国际（688981.SH）资产负债表

(单位：百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	338,463	353,415	346,505	384,895	460,828
货币资金	51,235	48,029	39,416	25,562	31,432
交易性金融资产	1,520	1,957	300	600	900
应收账款	3,501	2,923	8,232	10,153	12,485
应收票据	442	365	345	426	524
其他应收款（合计）	160	239	1,361	1,679	2,064
存货	19,378	21,267	15,944	19,320	23,226
其他流动资产	4,000	2,513	2,795	3,198	3,687
流动资产合计	96,574	106,279	69,134	61,826	75,377
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	14,484	9,004	9,004	9,004	9,004
固定资产	92,432	113,545	132,786	152,305	168,279
在建工程	77,003	88,275	88,884	93,293	93,976
无形资产	3,344	3,225	3,200	3,176	3,152
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	53,131	31,884	37,527	53,652	92,784
非流动资产合计	241,889	247,137	277,371	323,069	385,451
总负债	119,993	124,308	108,426	134,975	194,972
短期借款	3,398	1,070	0	21,946	79,668
应付账款	4,940	5,658	6,909	8,381	10,082
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	12	33	21	26	31
其他流动负债	1,583	926	926	926	926
流动负债合计	52,614	61,544	43,056	69,012	128,587
长期借款	59,032	57,785	61,285	62,685	64,085
应付债券	4,243	0	0	0	0
其他非流动负债	3,828	4,448	3,884	3,078	2,099
非流动负债合计	67,379	62,763	65,369	65,963	66,385
无息负债	47,787	41,001	38,640	41,844	42,719
有息负债	72,206	83,307	69,785	93,132	152,253
股东权益	218,470	229,108	238,079	249,920	265,856
股本	226	226	236	236	236
公积金	102,332	102,906	103,024	103,024	103,024
未分配利润	35,750	39,449	44,643	51,483	61,169
归属母公司权益	142,476	148,191	153,512	160,353	170,038
少数股东权益	75,994	80,917	84,567	89,567	95,817

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；

表 6：中芯国际（688981.SH）现金流量表

(单位：百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	23,048	22,659	50,355	28,942	34,386
净利润	4,823	3,699	5,312	6,840	9,686
折旧摊销	18,860	22,915	19,084	21,784	24,558
净营运资金增加	109	23,743	-21,457	7,074	11,397
其他	-744	-27,698	47,415	-6,756	-11,254
投资活动产生现金流	-41,701	-30,669	-46,692	-66,454	-85,962
净资本支出	-53,828	-54,347	-43,250	-50,778	-45,780
长期投资变化	14,484	9,004	0	0	0
其他资产变化	-2,357	14,674	-3,442	-15,676	-40,182
融资活动现金流	15,728	9,999	-12,277	23,658	57,445
股本变化	1	1	10	0	0
债务净变化	11,964	11,101	-13,521	23,346	59,121
无息负债变化	4,630	-6,787	-2,360	3,203	875
净现金流	-4,263	1,732	-8,614	-13,854	5,870

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；

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都不与，不与，也将不会与本报告中的具体的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