

中芯国际 (00981.HK)

工业与汽车触底反弹，良率影响短期营收

优于大市

核心观点

1Q25 营收创季度新高，预计 2Q25 营收环比下降。公司 1Q25 实现销售收入 22.47 亿美元 (YoY +28%, QoQ +1.8%)，低于指引(QoQ 6%-8%)下限，续创季度新高，晶圆收入占总收入的 95.2%；毛利率为 22.5% (YoY +8.8pct, QoQ -0.1pct)，超指引(19%-21%)上限；归母净利润为 1.09 亿美元 (YoY +51%, QoQ +0.9%)；折旧摊销金额为 8.66 亿美元 (YoY +16.1%, QoQ +1.9%)。公司预计 2Q25 营收环比下降 4%-6%，毛利率为 18%-20%。1Q25 收入低于指引及 2Q25 收入预计下降的原因：一方面由于公司厂务在年度维修时出现突发情况，影响了产品的工艺精度和成品率问题，另一方面公司一季度新进设备较多，在设备验证过程中，发现设备性能和工艺表现需要改进，导致产品良率波动。

一季度产能利用率环比提高 4.1pct，良率下降导致 ASP 下降。公司 1Q25 付运折合 8 英寸晶圆 229.2 万片 (YoY +27.7%, QoQ +15.1%)，产能利用率上升至 89.6% (YoY +8.8pct, QoQ +4.1pct)。在晶圆收入中 12 英寸晶圆贡献 78.1%，8 英寸晶圆贡献 21.9%；由于良率下降，公司折合 8 英寸晶圆平均晶圆价格下降至 933 美元 (YoY +3%, QoQ -9%)。公司 1Q25 资本开支为 14.16 亿美元 (YoY -36.7%, QoQ -14.7%)，折合 8 英寸晶圆月产能较 4Q24 末增长 2.56 万片至 97.33 万片。

一季度工业与汽车收入同环比增速均最高，晶圆代工需求回流本土。一季度晶圆营收按应用分类，除互联与可穿戴同比减少 17.4%外，工业与汽车、消费电子、电脑与平板、智能手机均同比增长，增速分别为 75.2%、72.7%、29.9%、1.9%；除电脑与平板环比减少 5.1%外，工业与汽车、消费电子、互联与可穿戴、智能手机均环比增长，增速分别为 22.7%、5.8%、4.8%、4.8%。公司看到各行业，包括工业与汽车领域触底反弹的积极信号，产业链在地化转换继续走强，更多晶圆代工需求回流本土。按地区来看，一季度收入中来自中国的占比为 84.3%，来自美国区的占比为 12.6%，来自欧亚区的占比为 3.1%。

投资建议：看好国内晶圆代工龙头中长期发展前景，维持“优于大市”评级。

基于公司 1Q25 业绩及 2Q25 指引，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 5.78/8.11/9.47 亿美元 (2025-2026 年前值为 6.55/9.50 亿美元)，2025 年 5 月 9 日股价对应 2025 年 2.1 倍 PB，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求放缓；扩产不及预期；国际关系紧张的风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	6,322	8,030	9,333	10,752	11,721
(+/-%)	-13.1%	27.0%	16.2%	15.2%	9.0%
净利润(百万美元)	903	493	578	811	947
(+/-%)	-50.4%	-45.4%	17.3%	40.3%	16.9%
每股收益(美元)	0.11	0.06	0.07	0.10	0.12
EBIT Margin	15.5%	7.0%	7.8%	10.0%	10.9%
净资产收益率 (ROE)	4.5%	2.4%	2.7%	3.7%	4.1%
市盈率 (PE)	48.7	89.6	76.4	54.5	46.6
EV/EBITDA	17.5	16.8	14.0	11.6	10.1
市净率 (PB)	2.2	2.1	2.1	2.0	1.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按年末总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

电子 · 半导体

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

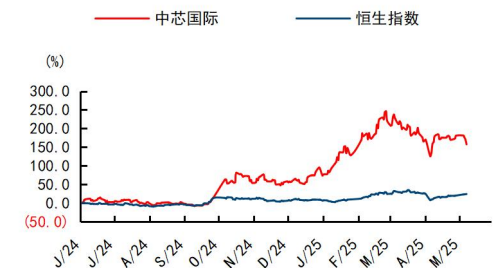
证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	43.00 港元
总市值/流通市值	343388/257889 百万港元
52 周最高价/最低价	59.70/15.24 港元
近 3 个月日均成交额	6991.18 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

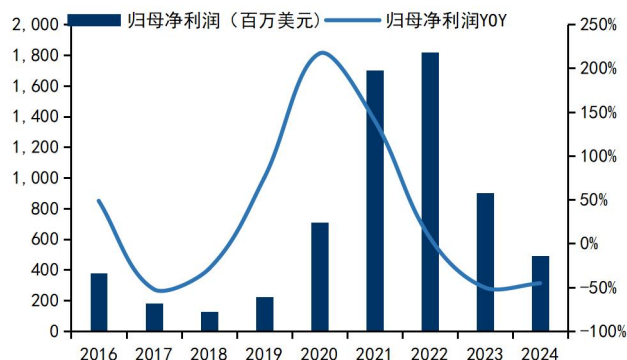
- 《中芯国际 (00981.HK) ——一季度淡季不淡，预计营收继续环增》——2025-02-16
- 《中芯国际 (00981.HK) ——三季度营收创新高，12 英寸占比提高》——2024-11-09
- 《中芯国际 (00981.HK) ——二季度营收和毛利率超指引上限，消费电子增长最快》——2024-08-09
- 《中芯国际 (00981.HK) ——一季度营收、毛利率超指引》——2024-05-13
- 《中芯国际 (00981.HK) ——出货量连续第三个季度回升，高资本投入将持续》——2024-02-18

图1: 公司营业收入及增速



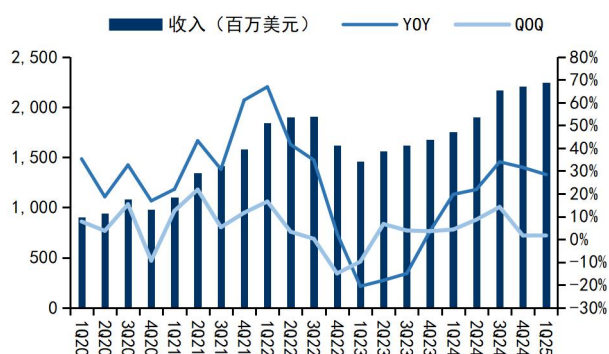
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速



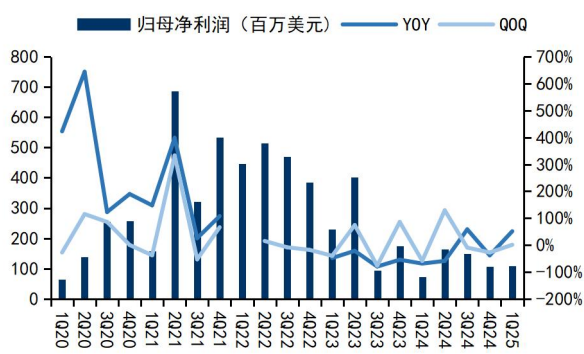
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季收入及增速



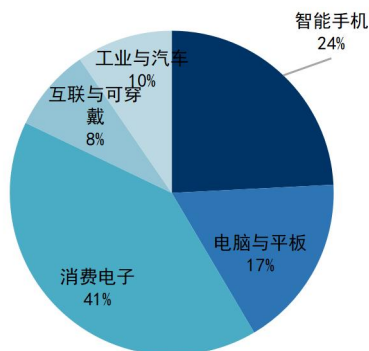
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



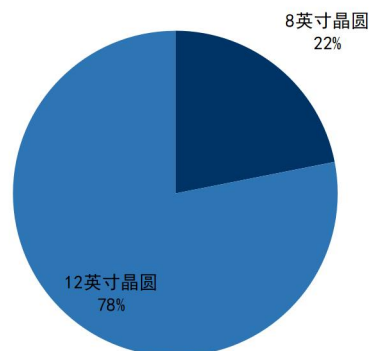
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司 1Q25 晶圆收入应用构成



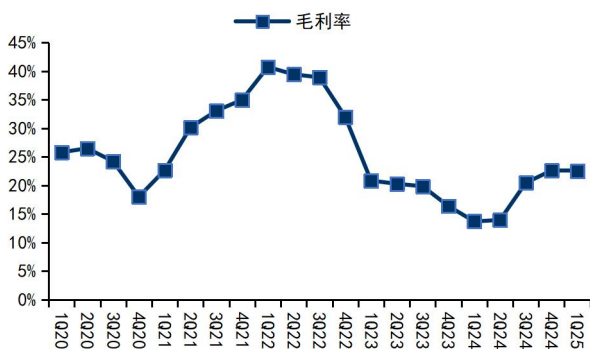
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司 1Q25 晶圆收入尺寸构成



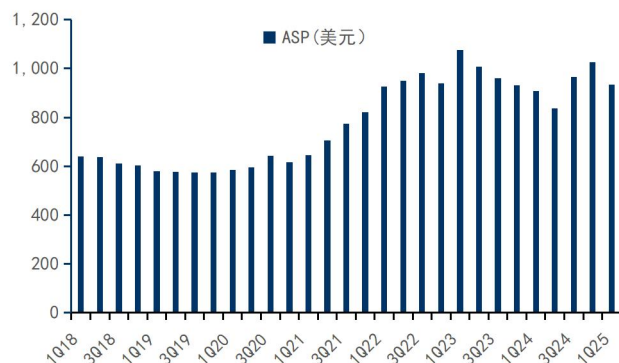
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度毛利率



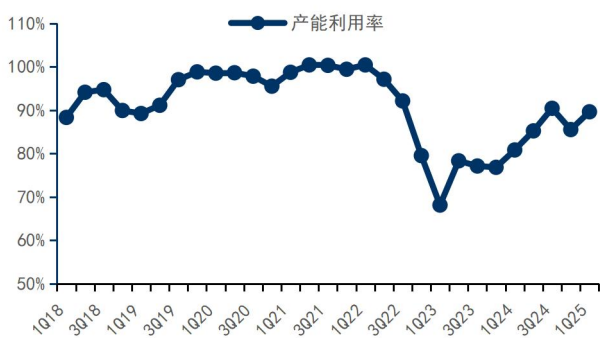
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度 ASP (折合每片八寸晶圆)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度产能利用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度晶圆付运量



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万美元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6215	6364	6364	5800	5500	营业收入	6322	8030	9333	10752	11721
应收款项	717	564	656	756	824	营业成本	5104	6582	7444	8463	9109
存货净额	2736	2958	3275	3645	3690	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	3967	4897	4954	5016	5059	销售费用	36	40	45	49	50
流动资产合计	13635	14784	15249	15217	15073	管理费用	482	580	607	613	633
固定资产	23945	28092	31605	34479	36456	研发费用	707	765	812	860	914
无形资产及其他	91	50	46	41	36	财务费用	209	297	201	228	243
其他长期资产	8071	4983	4000	4304	4498	投资收益	29	29	29	29	29
长期股权投资	2045	1253	1253	1253	1253	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	47787	49161	52153	55293	57316	其他	546	680	622	720	734
短期借款及交易性金融负债	1216	3532	6133	7359	7719	营业利润	358	474	876	1286	1535
应付款项	711	874	943	1050	1063	营业外净收支	402	411	658	658	658
其他流动负债	5674	4354	4572	5021	5097	利润总额	1187	860	926	1299	1518
流动负债合计	7602	8760	11648	13430	13879	所得税费用	63	130	93	130	152
长期借款及应付债券	8934	8038	7138	7138	7138	少数股东损益	222	237	256	359	419
其他长期负债	406	494	658	848	1055	归属于母公司净利润	903	493	578	811	947
长期负债合计	9340	8532	7796	7986	8193	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	16942	17292	19444	21416	22072	净利润	1125	730	834	1169	1367
少数股东权益	10730	11256	11511	11870	12289	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	20116	20614	21197	22007	22955	折旧摊销	2667	3223	3821	4431	5027
负债和股东权益总计	47787	49161	52153	55293	57316	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	209	297	201	228	243

关键财务与估值指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.11	0.06	0.07	0.10	0.12	其它	808	(3432)	(201)	(228)	(243)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	3358	3176	5624	5510	6339
每股净资产	2.53	2.58	2.66	2.76	2.88	资本开支	(7633)	(7670)	(7330)	(7300)	(7000)
ROIC	2%	2%	3%	4%	4%	其它投资现金流	1426	3151	0	0	0
ROE	4%	2%	3%	4%	4%	投资活动现金流	(6208)	(4518)	(7330)	(7300)	(7000)
毛利率	19%	18%	20%	21%	22%	权益性融资	0	0	5	0	0
EBIT Margin	15%	7%	8%	10%	11%	负债净变化	1617	(896)	(900)	0	0
EBITDA Margin	58%	47%	49%	51%	54%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-13%	27%	16%	15%	9%	其它融资现金流	849	2504	2601	1226	361
净利润增长率	-50%	-45%	17%	40%	17%	融资活动现金流	2466	1608	1706	1226	361
资产负债率	58%	58%	59%	60%	60%	现金净变动	(718)	149	(0)	(564)	(300)
息率	0%	0%	0%	0%	0%	货币资金的期初余额	6933	6215	6364	6364	5800
P/E	48.73	89.58	76.43	54.48	46.62	货币资金的期末余额	6215	6364	6364	5800	5500
P/B	2.19	2.14	2.08	2.01	1.92	企业自由现金流	0	(1612)	(1887)	(1996)	(879)
EV/EBITDA	17.44	16.80	13.98	11.56	10.09	权益自由现金流	0	208	(166)	(784)	(559)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032