

## 買入

2025 年 5 月 22 日

### 突發事件影響短期盈利預期，消費電子及汽車業務需求飽滿

- 業績摘要：**2025Q1 公司收入 22.5 億美元，同比增長 28.4%，環比增長 1.8%，低於一致預期的 23.6 億美元。本季度公司產能環比增長 2.6 萬片至 97.4 萬片等效 8 寸晶圓，產能利用率為 89.6%，環比增加 4.1pct。晶圓 ASP 達 933 美元，同比增長 2.9%，環比下滑 9.0%。公司的毛利率 22.5%，環比持平。歸母淨利潤同比增長 161.9%至 1.9 億美元，每股盈利 0.02 美元。公司指引 2025Q2 收入因生產性問題環比下滑 4%-6%至 21.2-21.6 億美元，中值低於市場預期的 22.0 億美元，毛利率介於 18%-20%，略低於一致預期的 20.8%。
- Q1 突發事件導致費用增加，先進制程技術量產仍需時間：**本季度 8 英寸和 12 英寸晶圓收入環比分別增長 14.9%/下滑 1.3%，主要系生產中新設備調試出現問題，12 英寸晶圓的良率和成品率均受到影響，公司指引該事件影響週期將持續至 25Q3。Q1 下游消費電子產品訂單需求受益于國補繼續回暖，貢獻 40.6%的營收，同比增加 9.7pct；工業及汽車業務逐步開啟國產替代，貢獻 9.6%的營收。2025 年 AI 相關需求增速在 10%以上，晶圓出貨量提升但價格將有小幅下滑，綜合產能利用率逐步恢復至 80%以上。公司目前位列全球第三大晶圓代工廠，未來公司在先進制程技術的突破和量產有望帶動國產半導體產業鏈上下游公司迎來重要發展契機。
- 關稅政策驅動海外營收占比增長，全年資本開支同比持平：**Q1 美國收入占比 12.6%，環比增長 3.7pct，主要系關稅政策導致海外客戶拉貨需求提升。Q1 資本開支環比下滑 17.3%至 14.2 億美元，折舊攤銷同比增長 16.1%至 8.7 億美元。Q1 公司 8 英寸/12 英寸晶圓收入分別占比 78.1%/21.9%，晶圓 ASP 環比下滑 9.0%達 933 美元。2025 年公司將勻速擴張產能，平均每年新增 5 萬片 12 英寸晶圓月產能，需求主要來自 AI、汽車、AIoT 產品及部分封測管理業務，全年資本開支有望同比持平。
- 目標價 50.00 港元，買入評級：**我們認為半導體國產替代的迫切性疊加對消費電子產品的國家補貼將帶動公司後續幾個季度的產能利用率逐步回升，但突發的生產事件將一定程度上影響公司全年的收入及毛利率。我們預計公司未來三年的收入 CAGR 為 23.7%，淨利潤 CAGR 為 75.4%。基於公司 2025 年的盈利預期，我們根據 2.3 倍 PB 的估值中樞給予公司目標價 50.00 港元，相對於當前股價有 16.27%的上升空間，買入評級。
- 風險因素：**產能擴張不及預期、半導體週期下行、下游需求恢復不及預期

**曹凌霄**

+852-25321539

Rita.cao@firstshanghai.com.hk

**韓嘯宇**

852-25321539

Peter.han@firstshanghai.com.hk

### 主要資料

|         |                       |        |
|---------|-----------------------|--------|
| 行業      | 半導體                   |        |
| 股價      | 43.00 港元              |        |
| 目標價     | 50.00 港元<br>(+16.27%) |        |
| 股票代碼    | 981 HK                |        |
| 已發行股本   | 79.9 億股               |        |
| 市值      | 3397.9 億港元            |        |
| 52 周高/低 | 59.70/15.24 港元        |        |
| 每股淨資產   | 20.30 港元              |        |
| 主要股東    | 中國信科                  | 16.81% |
|         | 華鑫投資                  | 8.50%  |
|         | 招商基金                  | 1.54%  |

### 盈利摘要

| 截至12月31日止財政年度  | 23年实际     | 24年实际     | 25年预测     | 26年预测      | 27年预测      |
|----------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| 总营业收入 (千美元)    | 6,321,560 | 8,029,921 | 9,488,028 | 10,941,458 | 12,277,379 |
| 变动             | -13.09%   | 27.02%    | 18.16%    | 15.32%     | 12.21%     |
| 归母净利润 (千美元)    | 902,526   | 492,754   | 851,729   | 1,190,348  | 1,515,960  |
| 变动             | -50.35%   | -45.40%   | 72.85%    | 39.76%     | 27.35%     |
| 每股盈利 (美元)      | 0.11      | 0.06      | 0.11      | 0.15       | 0.19       |
| 变动             | -50.35%   | -45.40%   | 72.85%    | 39.76%     | 27.35%     |
| 基于43港元的市盈率 (估) | 50.1      | 89.5      | 51.7      | 37.0       | 29.0       |
| 每股派息 (美元)      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00       | 0.00       |
| 股息现价比          | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%      | 0.00%      |

來源：公司資料，第一上海預測

### 股價表現



來源：Bloomberg

附錄 1： 主要財務報表

财务报表摘要

| 损益表            |             |             |             |             |             |             |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 截至<12月31日>,千美元 |             |             |             |             |             |             |
|                | 2022年<br>实际 | 2023年<br>实际 | 2024年<br>实际 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |
| 收入             | 7,273,284   | 6,321,560   | 8,029,921   | 9,488,028   | 10,941,458  | 12,277,379  |
| 毛利             | 2,761,648   | 1,217,744   | 1,447,968   | 1,995,848   | 2,523,720   | 3,040,820   |
| 研究及开发费用        | -733,096    | -707,275    | -765,279    | -806,482    | -897,200    | -982,190    |
| 销售、管理及其他费用     | -925,969    | -859,997    | -974,068    | -1,457,361  | -1,624,807  | -1,772,854  |
| 营运收入           | 1,835,679   | 357,747     | 473,900     | 538,487     | 898,913     | 1,267,967   |
| 财务开支           | 230,139     | 538,322     | 260,211     | 425,234     | 497,824     | 545,154     |
| 联营公司等          | 148,287     | 291,380     | 125,447     | 125,447     | 125,447     | 125,447     |
| 税前盈利           | 2,214,105   | 1,187,449   | 859,558     | 1,089,167   | 1,522,184   | 1,938,568   |
| 所得税            | -16,023     | -62,514     | -129,565    | -87,133     | -121,775    | -155,085    |
| 净利润            | 2,198,082   | 1,124,935   | 729,993     | 1,002,034   | 1,400,409   | 1,783,483   |
| 少数股东应占利润       | 380,140     | 222,409     | 237,239     | 150,305     | 210,061     | 267,522     |
| 本公司股东应占利润      | 1,817,942   | 902,526     | 492,754     | 851,729     | 1,190,348   | 1,515,960   |
| 折旧及摊销          | -2,271,361  | -2,667,291  | -3,223,063  | -3,549,534  | -3,971,927  | -4,390,948  |
| EBITDA         | 4,255,327   | 3,316,418   | 3,822,410   | 4,213,468   | 4,996,287   | 5,784,362   |
| 增长             |             |             |             |             |             |             |
| 总收入 (%)        | 33.6%       | -13.1%      | 27.0%       | 18.2%       | 15.3%       | 12.2%       |
| EBITDA (%)     | 18.4%       | -22.1%      | 15.3%       | 10.2%       | 18.6%       | 15.8%       |

| 资产负债表          |             |             |             |             |             |             |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 截至<12月31日>,千美元 |             |             |             |             |             |             |
|                | 2022年<br>实际 | 2023年<br>实际 | 2024年<br>实际 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |
| 现金             | 7,609,524   | 6,394,594   | 6,364,189   | 3,659,838   | 1,706,752   | 141,524     |
| 应收账款           | 1,302,642   | 1,170,008   | 840,153     | 1,187,587   | 1,369,509   | 1,547,286   |
| 存货             | 1,911,487   | 2,735,921   | 2,958,350   | 3,181,611   | 3,505,469   | 3,795,846   |
| 其他流动资产         | 5,770,549   | 3,334,640   | 4,621,023   | 4,621,023   | 4,621,023   | 4,621,023   |
| 总流动资产          | 16,594,202  | 13,635,163  | 14,783,715  | 12,650,059  | 11,202,753  | 10,105,679  |
| 固定资产           | 19,385,327  | 24,418,758  | 28,524,185  | 32,377,951  | 36,179,489  | 39,950,680  |
| 无形资产           | 45,331      | 33,662      | 24,268      | 24,268      | 24,268      | 24,268      |
| 长期投资           | 1,921,093   | 2,044,966   | 1,252,520   | 1,252,520   | 1,252,520   | 1,252,520   |
| 银行存款及其他        | 5,861,831   | 7,654,763   | 4,576,560   | 4,576,560   | 4,576,560   | 4,576,560   |
| 总资产            | 43,807,784  | 47,787,312  | 49,161,248  | 50,881,358  | 53,235,590  | 55,909,707  |
| 应付账款           | 3,217,001   | 3,727,922   | 3,280,365   | 3,592,141   | 4,058,964   | 4,479,098   |
| 短期银行借款         | 1,268,218   | 1,216,283   | 2,926,311   | 2,926,311   | 2,926,311   | 2,926,311   |
| 其他短期负债         | 2,539,710   | 2,657,377   | 2,553,011   | 2,553,011   | 2,553,011   | 2,553,011   |
| 总短期负债          | 7,024,929   | 7,601,582   | 8,759,687   | 9,071,463   | 9,538,286   | 9,958,420   |
| 长期银行借款         | 6,718,304   | 8,334,648   | 8,038,148   | 8,038,148   | 8,038,148   | 8,038,148   |
| 其他负债           | 1,103,130   | 1,005,466   | 493,755     | 493,755     | 493,755     | 493,755     |
| 总负债            | 14,846,363  | 16,941,696  | 17,291,590  | 17,603,366  | 18,070,189  | 18,490,323  |
| 少数股东权益         | 9,811,445   | 10,729,514  | 11,255,849  | 11,406,154  | 11,616,215  | 11,883,738  |
| 股东权益           | 19,149,976  | 20,116,102  | 20,613,809  | 21,871,838  | 23,549,186  | 25,535,646  |
| 每股账面值(摊薄)      | 2.41        | 2.52        | 2.58        | 2.74        | 2.95        | 3.20        |
| 营运资产           | 9,569,273   | 6,033,581   | 6,024,028   | 3,578,596   | 1,664,467   | 147,259     |

| 财务分析          |             |             |             |             |             |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|               | 2023年<br>实际 | 2024年<br>实际 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |
| 盈利能力          |             |             |             |             |             |
| 毛利率 (%)       | 19.3%       | 18.0%       | 21.0%       | 23.1%       | 24.8%       |
| EBITDA 利率 (%) | 52.5%       | 47.6%       | 44.4%       | 45.7%       | 47.1%       |
| 净利率(%)        | 17.8%       | 9.1%        | 10.6%       | 12.8%       | 14.5%       |
| 营运表现          |             |             |             |             |             |
| 销售及管理费用/收入(%) | 13.6%       | 12.1%       | 15.4%       | 14.9%       | 14.4%       |
| 实际税率 (%)      | 5.3%        | 15.1%       | 8.0%        | 8.0%        | 8.0%        |
| 股息支付率 (%)     | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        |
| 库存周转          | 166.2       | 157.9       | 155.0       | 152.0       | 150.0       |
| 应收账款天数        | 71.4        | 45.7        | 45.7        | 45.7        | 46.0        |
| 应付账款天数        | 248.3       | 194.3       | 175.0       | 176.0       | 177.0       |
| 财务状况          |             |             |             |             |             |
| 总负债/总资产       | 0.35        | 0.35        | 0.35        | 0.34        | 0.33        |
| 收入/净资产        | 0.31        | 0.39        | 0.43        | 0.46        | 0.48        |
| 经营性现金流/收入     | 0.53        | 0.40        | 0.50        | 0.53        | 0.54        |
| 税前盈利对利息倍数     | -2.21       | -3.30       | -2.56       | -3.06       | -3.56       |

| 现金流量表          |             |             |             |             |             |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 截至<12月31日>,千美元 |             |             |             |             |             |
|                | 2023年<br>实际 | 2024年<br>实际 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |
| EBITDA         | 3,316,418   | 3,822,410   | 4,213,468   | 4,996,287   | 5,784,362   |
| 净融资成本          | 285,448     | 98,709      | 412,846     | 485,436     | 532,767     |
| 营运资金变化         | -510,096    | -709,548    | -258,919    | -38,957     | -48,020     |
| 所得税            | 17,179      | -48,305     | -87,133     | -121,775    | -155,085    |
| 其他             | 249,345     | 12,289      | 425,234     | 497,824     | 545,154     |
| 营运现金流          | 3,358,294   | 3,175,555   | 4,705,495   | 5,818,816   | 6,659,178   |
| 资本开支           | -7,633,447  | -7,669,891  | -7,403,300  | -7,773,465  | -8,162,138  |
| 其他投资活动         | 1,425,875   | 3,151,454   | 0           | 0           | 0           |
| 投资活动现金流        | -6,207,572  | -4,518,437  | -7,403,300  | -7,773,465  | -8,162,138  |
| 负债变化           | 1,738,468   | 1,538,799   | 0           | 0           | 0           |
| 股本变化           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 股息             | 0           | -6,950      | 0           | 0           | 0           |
| 其他融资活动         | 727,870     | 76,487      | -6,546      | 1,564       | -62,267     |
| 融资活动现金流        | 2,466,338   | 1,608,336   | -6,546      | 1,564       | -62,267     |
| 现金变化           | -382,940    | 265,454     | -2,704,351  | -1,953,086  | -1,565,228  |
| 期初持有现金         | 6,932,587   | 6,215,058   | 6,364,189   | 3,659,838   | 1,706,752   |
| 汇兑变化           | -334,589    | -116,323    | 0           | 0           | 0           |
| 期末持有现金         | 6,215,058   | 6,364,189   | 3,659,838   | 1,706,752   | 141,524     |

資料來源：公司資料、第一上海預測

**第一上海證券有限公司**

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。