

## 公司研究

## 国产替代趋势保障订单饱满，公司指引 3Q25 营收稳健增长

——中芯国际（0981.HK+688981.SH）2025 年二季度业绩点评

## 要点

**事件：**25Q2 收入 22.09 亿美元，YoY+16.2%，QoQ-1.7%，优于此前公司 QoQ-4%~-6%的指引区间及市场预期（21.6 亿美元），环比下滑系产能组合变化影响导致 ASP 下行。**盈利方面：**25Q2 毛利率 20.4%，YoY+6.5pct，QoQ-2.1pct，高于此前公司 18%~20%指引区间和 19.7%的市场一致预期；25Q2 净利润 1.47 亿美元，其中归母净利润 1.32 亿美元，QoQ-29.5%，YoY-19.5%；非控制性权益实现 0.14 亿美元，QoQ-89.5%，YoY+84.5%。**3Q25 指引稳健增长：**公司预计 25Q3 营收环比增长 5%~7%，主因晶圆出货量提升及产品结构调整带动，12 英寸出货量增加助推 ASP 回升；指引毛利率 18%~20%，低于市场一致预期的 21.1%，主要因产能释放带来的折旧上升部分抵消 ASP 上涨带来的毛利改善。

**订单持续饱满，关税扰动影响有限。**1) **关税：**25Q2 中芯国际北美客户营收占比为 12.9%，此前公司同产业链测算结论为关税对客户影响不超过 10%，叠加客户在供应链端已进行提前布局，**公司预计关税对营收影响在 1.3%以内，整体可控。**2) **订单持续饱满：**当前订单排产已延续至今年 10 月，整体呈现订单饱满、供不应求态势。11-12 月的不确定性主要来自下游手机端出货，但由于此前持续供不应求，我们认为即使手机需求下修，对 2025Q4 公司营收影响有限。3) **国产替代驱动下游市场需求。**按下游，25Q2 工业与汽车业务收入占比达 10.6%，环比提升 1pct，公司 25Q2 汽车电子出货量环比增长超两成。按产品，国产替代驱动模拟芯片需求增长显著；25Q2 图像传感器产品营收环比增长超两成，射频产品营收环比增长。

**国产替代趋势驱动稼动率提升，公司新建和转移产线以满足 8 英寸强劲需求。**1) **公司整体稼动率处于高位，**25Q2 稼动率 92.5%，QoQ+2.9pct，YoY+7.3pct。2) **海外客户新产品和国产替代，推动 8 英寸需求。**当前国内客户对海外替代加速，尤其在 8 英寸平台；同时，海外客户需求亦有所增长，主要体现在 IC 与电源管理类产品。公司一方面迁移部分 8 英寸至 12 英寸兼容工艺的产线中，另一方面配合海外大客户补充部分 8 英寸新产线，导入 GaN、SiC 等新技术和新工艺。

**25Q3 指引体现产品结构改善。**公司 25Q1 突发生产性波动，导致 25Q2 产品结构变差，ASP 下滑导致营收和毛利率相对承压，我们认为此前生产性波动已基本解决。公司表述订单饱满已排产至 10 月、国产替代进展顺利，**我们认为 1) 公司指引 25Q3 营收环比向上，且晶圆出货和 ASP 均预计环比提升，这体现公司扩产同时，产品结构开始转好；2) 公司指引 25Q3 毛利率 18%~20%，主要系下半年扩产节奏快于上半年，带来折旧成本的较大增幅，产能结构改善带来更优 ASP 和盈利能力，被折旧相对抵消。我们看好公司持续扩产、技术迭代叠加产品结构改善，长期发展逻辑进一步被验证。**

**盈利预测、估值与评级：**考虑到下半年扩产带来更大折旧压力，我们下调中芯国际(0981.HK)25-27 年归母净利润预测为 7.0/8.7/12.1 亿美元(较上次预测-12%/-12%/-14%)；下调中芯国际(688981.SH)25-27 年归母净利润预测为 46.7/60.1/83.0 亿人民币(较上次预测-12%/-12%/-14%)。股价对应 25-26 年港股 PB 2.3x/2.2x，A 股 PB 4.5x/4.4x，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	9,260	11,118	13,815
营收增长率 (%)	(13.1)	27.0	15.3	20.1	24.3
归母净利润 (百万美元)	903	493	698	871	1,205
归母净利润增长率 (%)	2.4	2.4	2.3	2.2	2.1
P/B	2.4	2.4	2.3	2.2	2.1
A 股 (688981.SH) 指标					
归母净利润 (百万人民币)	4,823	3,699	4,674	6,009	8,300
P/B	4.8	4.7	4.5	4.4	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价日期为 2025-08-08；按 1.0 HKD = 0.1274 USD 汇率换算。

A 股：买入（维持）

H 股：买入（维持）

A 股当前价：86.66 人民币元

H 股当前价：48.66 港元

## 作者

分析师：付天姿，CFA，FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsec.com

分析师：董馨悦

执业证书编号：S0930525070008

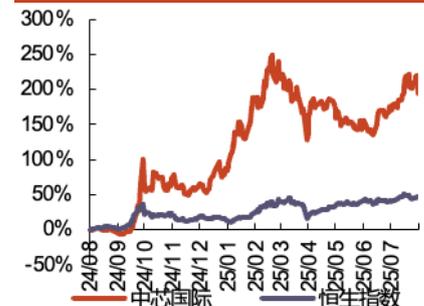
021-52523858

dongxinyue@ebsec.com

## 市场数据

总股本(亿股)	79.86
总市值(亿港元):	4,813.45
一年最低/最高(港元):	15.24-59.7
近 3 月换手率 (%) :	126.7

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.9	4.5	148.0
绝对	5.9	13.2	193.5

资料来源：Wind

## 相关研报

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……2025-05-11

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……2025-02-13

表 1: 中芯国际 (0981.HK) 损益表

(单位: 百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>主营收入</b>	6,322	8,030	9,260	11,118	13,815
晶圆销售	5,794	7,485	8,742	10,616	13,329
掩膜制造、测试、其他	527	545	517	502	487
<b>营业成本</b>	-5,104	-6,582	-7,340	-8,756	-10,628
<b>毛利</b>	1,218	1,448	1,920	2,363	3,188
其它收入	667	548	642	738	654
营业开支	-1,224	-1,385	-1,712	-2,001	-2,419
<b>营业利润</b>	660	611	850	1,099	1,423
财务成本净额	527	249	-197	-240	-216
应占利润及亏损	0	0	100	100	100
<b>税前利润</b>	1,187	860	753	959	1,308
所得税开支	-63	-130	-30	-38	-52
<b>税后经营利润</b>	1,125	730	723	921	1,255
少数股东权益	-222	-237	-25	-50	-50
<b>归母净利润</b>	903	493	698	871	1,205
息税折旧前利润	3,236	3,792	3,643	4,453	5,247
息税前利润	569	569	828	1,074	1,407
每股收益 (美元)	0.11	0.06	0.09	0.11	0.15

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
<b>总资产</b>	47,787	49,161	50,049	52,169	55,400
<b>流动资产</b>	13,635	14,784	10,726	12,628	16,990
现金及短期投资	9,344	10,571	5,556	6,671	9,818
有价证券及短期投资	257	338	298	318	308
应收账款	494	407	810	800	967
存货	2,736	2,958	3,167	3,778	4,586
其它流动资产	804	509	895	1,060	1,311
<b>非流动资产</b>	34,152	34,378	39,323	39,541	38,410
长期投资	2,045	1,253	1,303	1,353	1,403
固定资产净额	13,121	15,832	22,610	25,747	28,477
其他非流动资产	18,986	17,293	15,410	12,442	8,531
<b>总负债</b>	16,942	17,292	17,453	18,652	20,628
<b>流动负债</b>	7,602	8,760	8,472	9,544	11,212
应付账款	3,728	3,280	4,455	5,314	6,450
短期借贷	1,216	2,926	668	336	0
其它流动负债	2,657	2,553	3,350	3,893	4,762
<b>长期负债</b>	9,340	8,532	8,981	9,109	9,416
长期债务	8,934	8,038	8,538	8,588	8,863
其它	406	494	443	521	553
<b>股东权益合计</b>	30,846	31,870	32,596	33,517	34,772
股东权益	20,116	20,614	21,307	22,178	23,384
少数股东权益	10,730	11,256	11,289	11,339	11,389
<b>负债及股东权益总额</b>	47,787	49,161	50,049	52,169	55,400
净现金/(负债)	-1,213	-887	-4,093	-2,774	403
营运资本	-498	85	-478	-735	-897
长期可运用资本	40,186	40,402	41,577	42,626	44,188
股东及少数股东权益	30,846	31,870	32,596	33,517	34,772

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
<b>经营活动现金流</b>	3,358	3,176	4,576	5,054	5,973
净利润	903	493	698	871	1,205
折旧与摊销	2,667	3,223	2,815	3,378	3,840
营运资本变动	-434	-434	562	258	162
其它	222	-107	502	547	766
<b>投资活动现金流</b>	-6,208	-4,518	-7,610	-3,486	-2,585
资本性支出净额	-7,630	-7,641	-7,563	-4,642	-5,265
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	2	1,206	2,729
<b>自由现金流</b>	-4,321	-5,715	-4,310	-1,397	-1,523
<b>融资活动现金流</b>	2,466	1,608	-1,981	-453	-241
股本变动	57	52	8	0	0
净债务变化	1,565	814	-1,759	-282	-61
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	844	742	-231	-171	-179
<b>净现金流</b>	-383	265	-5,015	1,115	3,147

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
<b>营业收入</b>	45,250	57,796	66,579	79,836	99,060
营业成本	35,346	47,051	52,788	62,856	76,172
折旧和摊销	18,860	22,915	19,084	21,529	23,821
税金及附加	223	276	333	399	495
销售费用	272	0	333	399	495
管理费用	3,153	3,835	3,329	3,992	4,953
财务费用	-3,774	-1,833	-1,814	-1,373	36
研发费用	4,992	5,447	7,657	9,181	10,897
资产减值损失	-1,344	-525	-15	-42	-42
其他收益	2,577	2,858	3,329	3,992	4,953
投资收益	250	1,100	1,000	1,000	1,000
<b>营业利润</b>	<b>6,906</b>	<b>6,299</b>	<b>8,701</b>	<b>9,817</b>	<b>12,401</b>
<b>利润总额</b>	6,840	6,292	8,670	11,468	15,156
所得税	444	919	347	459	606
<b>净利润</b>	6,396	5,373	8,324	11,009	14,550
少数股东损益	1,573	1,674	3,650	5,000	6,250
<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,823</b>	<b>3,699</b>	<b>4,674</b>	<b>6,009</b>	<b>8,300</b>

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
<b>总资产</b>	338,463	353,415	345,918	361,446	422,970
货币资金	51,235	48,029	40,615	27,404	29,718
交易性金融资产	1,520	1,957	300	600	900
应收账款	3,501	2,923	7,934	9,513	11,804
应收票据	442	365	333	399	495
其他应收款 (合计)	160	239	1,312	1,573	1,951
存货	19,378	21,267	15,836	18,837	22,812
其他流动资产	4,000	2,513	2,733	3,064	3,545
<b>流动资产合计</b>	96,574	106,279	69,799	62,257	72,265
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	145,054	155,044
在建工程	77,003	88,275	88,884	82,785	80,364
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	36,275	49,533	87,980
<b>非流动资产合计</b>	241,889	247,137	276,119	299,188	350,705
<b>总负债</b>	119,993	124,308	108,476	112,995	159,970
短期借款	3,398	1,070	0	0	44,645
应付账款	4,940	5,658	6,862	8,171	9,902
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	12	33	20	24	30
其他流动负债	1,583	926	926	926	926
<b>流动负债合计</b>	52,614	61,544	42,982	46,764	93,299
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	4,009	3,346	2,385
<b>非流动负债合计</b>	67,379	62,763	65,495	66,232	66,671
无息负债	47,787	41,001	38,691	41,810	42,739
有息负债	72,206	83,307	69,785	71,185	117,231
<b>股东权益</b>	218,470	229,108	237,442	248,450	263,000
股本	226	226	237	237	237
公积金	102,332	102,906	103,024	103,024	103,024
未分配利润	35,750	39,449	44,004	50,013	58,313
<b>归属母公司权益</b>	142,476	148,191	152,874	158,883	167,183
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
<b>经营活动现金流</b>	23,048	22,659	50,163	28,249	31,625
净利润	4,823	3,699	4,674	6,009	8,300
折旧摊销	18,860	22,915	19,084	21,529	23,821
净营运资金增加	109	23,743	-22,668	5,565	11,271
其他	-744	-27,698	49,073	-4,855	-11,767
<b>投资活动产生现金流</b>	-41,701	-30,669	-45,440	-43,570	-74,359
净资本支出	-53,828	-54,347	-43,250	-30,762	-34,863
长期投资变化	14,484	9,004	0	0	0
其他资产变化	-2,357	14,674	-2,190	-12,808	-39,497
<b>融资活动现金流</b>	15,728	9,999	-12,136	2,110	45,048
股本变化	1	1	10	0	0
债务净变化	11,964	11,101	-13,521	1,400	46,045
无息负债变化	4,630	-6,787	-2,310	3,119	929
<b>净现金流</b>	-4,263	1,732	-7,414	-13,211	2,314

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
行业及公司评级	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。
<b>基准指数说明：</b>		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