

科技	收盘价 港元 48.66	目标价 港元 47.00个	潜在涨幅 -3.4%
----	-----------------	------------------	---------------

2025 年 8 月 11 日

中芯国际 (981 HK)

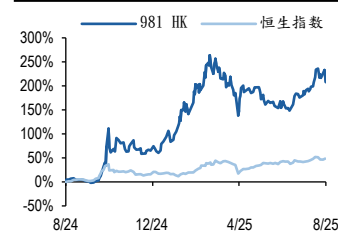
3Q25 收入或恢复增长，维持中性

- 2Q25 业绩强于指引：**收入环比降 1.7%，毛利率 20.4%，高于我们预期/指引上限。但我们同时看到，2Q25 较高端的 12 英寸收入环比下降约 5%（介于公司对于总体收入指引环比降 4%-6% 之间，12 英寸收入占比为 75% 左右），8 英寸收入则环比增 6%，我们认为驱动公司业绩好于预期的主要因素是 8 英寸产品的增长。非控股权益利润约 0.14 亿美元，环比降 89.5%。管理层之前提到 1Q25 设备维护出现的突发状况影响或持续到 2Q25。我们测算 2Q25 新增约 0.8 万片 12 寸产能，总体产能提升约 1.8%。管理层指引 3Q25 收入恢复环比增长 5%-7%，而毛利率 18%-20% 的指引与管理层之前给出的 2Q25 指引一致。
- 需求平稳过渡到下半年：**2Q25 产能利用率 92.5%，环比扩 2.9ppts，管理层指出产能利用率保持近满载状态，我们认为公司各成熟制程平台需求总体继续温和复苏。管理层提到前三季度客户或已经提前建立库存，预计 4Q25 急单和备货需求或放缓，但至少到 10 月公司产能依旧供不应求，管理层将继续收集客户反馈以评估。总体需求方面，因关税影响提前拉货的情况对公司影响不大。管理层认为，除客户更重视供应链安全的原因外，推动上半年收入同比增 22% 的核心原因是客户产品竞争力增强，成功替代海外 IDM 产品（我们认为这里包括海外射频/手机 SoC/存储器厂商）。管理层同时提到公司不主动涨价，但如果同业涨价，公司或跟随。
- 维持中性评级：**预测 3Q25 收入环比升 6.3% 至 23.5 亿美元，毛利率 19.3%。预测 2025/26 年收入 92.9/110.0 亿美元，毛利率 20.5%/21.0%。我们维持 2025 全年增加 4.5 万片/月 12 英寸产能的预测不变。我们测算 1H25 新增 12 英寸月产能 1.9 万片，预测 3Q25 继续新增 1.1 万片月产能。根据我们的预测，3Q25 ASP 虽高于 2Q25，但仍略低于 1Q25，这点符合我们的预期。我们看好公司国产晶圆代工龙头地位，认为公司或持续受益于关键半导体产品的国产替代趋势。我们保持之前对公司目前的估值水平或充分反映基本面的看法，维持中性评级，H 股目标价微调至 47 港元（前为 45 港元），对应 2.1 倍 2026 年市净率（前为 2.1 倍 2025 年市净率）。

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	57.80
52周低位 (港元)	15.38
市值 (百万港元)	291,848.08
日均成交量 (百万)	218.64
年初至今变化 (%)	53.02
200天平均价 (港元)	46.11

资料来源: FactSet

王大卫, PhD, CFA

Dawei.wang@bocomgroup.com
(852) 3766 1867

童钰枫

Carrie.Tong@bocomgroup.com
(852) 3766 1804

财务数据一览

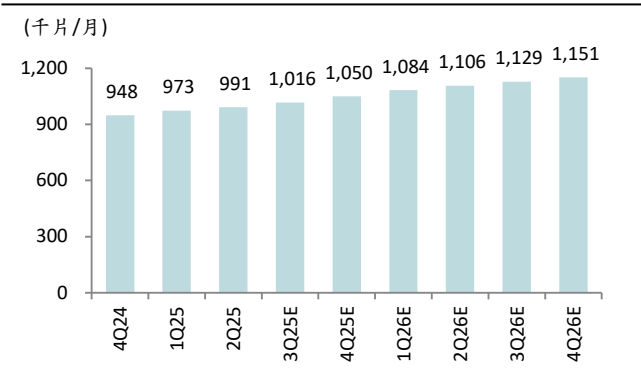
年结 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万美元)	6,322	8,030	9,294	10,997	11,954
同比增长 (%)	-13.1	27.0	15.7	18.3	8.7
净利润 (百万美元)	903	493	769	892	1,216
每股盈利 (美元)	0.11	0.06	0.10	0.11	0.15
同比增长 (%)	-50.5	-45.5	55.7	15.9	36.4
前EPS预测值 (美元)			0.11	0.15	0.19
调整幅度 (%)			-12.9	-25.6	-20.4
市盈率 (倍)	54.7	100.4	64.5	55.7	40.8
每股账面净值 (美元)	2.53	2.58	2.72	2.93	3.19
市账率 (倍)	2.45	2.40	2.28	2.12	1.94

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

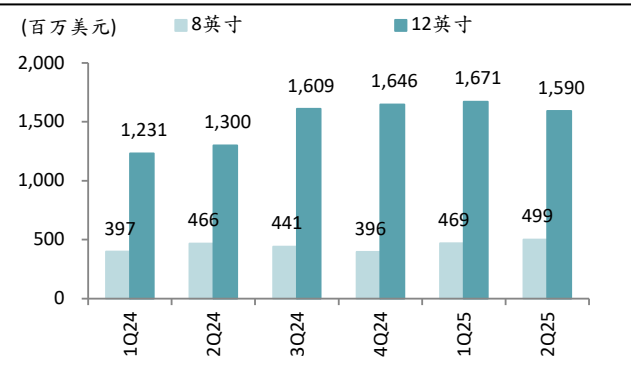
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：中芯国际总产能（8 英寸等效）



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2：2Q25 8 英寸收入表现亮眼



资料来源：公司资料，交银国际

图表 3：中芯国际 2Q25 业绩

百万美元	2Q25	2Q24	同比	1Q25	环比	实际值	交银国际预测	差异	VA 预测	差异
营业收入	2,209	1,901	16%	2,247	(2%)	2,209	2,150	3%	2,185	1%
毛利润	450	265	70%	506	(11%)	450	431	4%	430	5%
净利润	132	165	(19%)	188	(30%)	132	193	(31%)	191	(31%)
利润率	2Q25	2Q24	同比	1Q25	环比	实际值	交银国际预测	差异	VA 预测	差异
毛利率	20.4%	13.9%	6.4ppts	22.5%	-2.1ppts	20.4%	20.0%	0.3ppt	19.7%	0.7ppt
净利率	6.0%	8.7%	-2.7ppts	8.4%	-2.4ppts	6.0%	9.0%	-3.0ppts	8.7%	-2.8ppts

资料来源：Visible Alpha，交银国际预测

图表 4：交银国际预测调整

百万美元	2025E			2026E			3Q25E		
	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异
营业收入	9,294	8,949	4%	10,997	10,326	7%	2,347	2,271	3%
毛利润	1,905	1,860	2%	2,313	2,346	(1%)	453	461	(2%)
营业利润	474	403	18%	756	858	(12%)	99	112	(12%)
净利润	769	883	(13%)	892	1,198	(26%)	216	264	(18%)
基本 EPS(美元)	0.10	0.11	(13%)	0.11	0.15	(26%)	0.03	0.03	(18%)
利润率									
毛利率	20.5%	20.8%	-0.3ppt	21.0%	22.7%	-1.7ppt	19.3%	20.3%	-1.0ppt
营业费用率	15.4%	16.3%	-0.9ppt	14.2%	14.4%	-0.3ppt	15.1%	15.4%	-0.3ppt
营业利润率	5.1%	4.5%	0.6ppt	6.9%	8.3%	-1.4ppt	4.2%	4.9%	-0.7ppt
净利率	8.3%	9.9%	-1.6ppt	8.1%	11.6%	-3.5ppts	9.2%	11.6%	-2.4ppts

资料来源：交银国际预测

我们对股价的思考

我们自 4Q24 业绩后（2025 年 2 月）调整中芯国际评级以来，看到股价波动，符合我们的预期。我们在这次业绩后看到令我们鼓舞的发展包括：

- 1) 手机，PC 和消费电子需求总体稳定：管理层认为，因关税原因而大规模提前出货或需求随补贴政策边际影响减弱后出现大规模波动的情况尚未出现；
- 2) 成熟制程，特别是以 8 英寸产品收入/ASP 出现向好趋势：汽车/工业产品需求复苏对功率器件以及第三代半导体（GaN、SiC 等半导体）的需求上升有积极作用；
- 3) 国产替代的深度和广度似乎在提升：管理层提到的存储器相关配套控制电路，网络通信器件等几个领域的订单增加，以及国产设计商能力提升后相应需求上升，这些或都意味着集成电路的国产替代向更多更广的应用推进。

我们认为投资者之后或继续关心以下问题：

- 1) 与 AI 服务器长期向好的趋势，甚至是与汽车/工业的需求复苏相比，全球智能手机，以及消费电子等总量的长期需求增长缺乏驱动力。而中芯国际对这些领域的敞口或大于部分中国内地竞争对手。虽然内地设计厂商市场份额增长，但部分期望或在之前已计入股价。管理层之前曾表示 8 月或对全年需求有较好能见度，此次管理层的相关表述相对模糊；
- 2) 1Q25 设备维护出现的突发状况影响的后续；
- 3) 之后产品单价的变化：和华虹（1347 HK/买入）不同的是，中芯国际没有明确表示近期提价。

从中长期看，我们认为市场需要对以下问题有更好的能见度，以确定股价进一步的走势：

- 1) 长期产能扩张（每年月产能扩张 5 万片左右）和国产设计厂客户实现国产替代进度的关系。若国产替代能产生较高的代工需求，中芯国际或将始终处于供不应求的状态。这或许是中芯国际对于整个国产电子/半导体板块具有代表意义的原因；
- 2) 公司在全球半导体供应链中的地位，与上游设备厂商的关系，以及是否能长期保持技术升级的趋势；
- 3) 业绩与股价是集成电路市场供需驱动，还是晶圆代工技术驱动？我们认为两者都有作用，但如果股价在当前位置需要向上突破则需要两个因素同时都出现积极信号。

我们维持对当下股价已较好反映基本面的看法，微调目标价至 47 港元，维持中性评级。

图表 5：中芯国际 (981 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 6：交银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
002371 CH	北方华创	买入	329.09	392.59	19.3%	2025 年 07 月 02 日	半导体设备
1810 HK	小米集团	买入	51.25	67.00	30.7%	2025 年 06 月 27 日	消费电子
1347 HK	华虹半导体	买入	44.00	49.00	11.4%	2025 年 08 月 08 日	晶圆代工
TSM US	台积电	买入	241.83	280.00	15.8%	2025 年 07 月 17 日	晶圆代工
981 HK	中芯国际	中性	48.66	47.00	-3.4%	2025 年 08 月 11 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	182.70	195.00	6.7%	2025 年 07 月 21 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	172.76	196.00	13.5%	2025 年 08 月 06 日	半导体设计
603501 CH	豪威集团	买入	119.23	180.00	51.0%	2025 年 04 月 30 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	75.74	72.00	-4.9%	2025 年 04 月 28 日	半导体设计

资料来源：FactSet，交银国际，收盘价截至 2025 年 8 月 10 日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,322	8,030	9,294	10,997	11,954
主营业务成本	(5,104)	(6,582)	(7,389)	(8,684)	(9,118)
毛利	1,218	1,448	1,905	2,313	2,836
销售及管理费用	(518)	(620)	(670)	(713)	(698)
研发费用	(707)	(765)	(761)	(845)	(872)
经营利润	(8)	63	474	756	1,266
财务成本净额	527	249	131	113	97
其他非经营净收入/费用	668	548	461	407	360
税前利润	1,187	860	1,066	1,276	1,722
税费	(63)	(130)	(67)	(64)	(86)
非控股权益	(222)	(237)	(230)	(320)	(420)
净利润	903	493	769	892	1,216
作每股收益计算的净利润	903	493	769	892	1,216

资产负债表 (百万元美元)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6,215	6,364	3,699	3,115	3,962
应收账款及票据	1,170	840	1,360	1,546	1,661
存货	2,736	2,958	3,562	3,926	4,141
其他流动资产	3,514	4,621	5,064	5,265	5,473
总流动资产	13,635	14,784	13,686	13,852	15,237
物业、厂房及设备	23,945	28,092	31,725	33,686	34,728
其他有形资产	474	432	386	386	386
无形资产	34	24	50	103	150
合资企业/联营公司投资	9,430	5,427	4,794	4,794	4,794
其他长期资产	269	402	35	35	35
总长期资产	34,152	34,378	36,990	39,004	40,093
总资产	47,787	49,161	50,675	52,855	55,330
短期贷款	1,216	2,926	3,163	3,291	3,425
应付账款	3,728	3,279	3,315	3,654	3,854
其他短期负债	2,657	2,554	1,466	1,526	1,588
总流动负债	7,602	8,760	7,944	8,471	8,866
长期贷款	8,335	8,038	8,831	8,835	8,839
其他长期负债	1,005	494	413	413	413
总长期负债	9,340	8,532	9,243	9,247	9,251
总负债	16,942	17,292	17,187	17,719	18,118
股本	32	32	128	320	511
储备及其他资本项目	20,084	20,582	21,674	23,131	25,015
股东权益	20,116	20,614	21,802	23,450	25,526
非控股权益	10,730	11,256	11,686	11,686	11,686
总权益	30,846	31,870	33,488	35,137	37,212

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,125	730	999	1,212	1,636
折旧及摊销	2,667	3,223	3,762	4,473	4,887
营运资本变动	(510)	(710)	(1,579)	(352)	(277)
利息调整	(527)	(249)	(56)	0	0
税费	63	130	40	0	0
其他经营活动现金流	541	51	38	0	0
经营活动现金流	3,358	3,176	3,204	5,333	6,245
资本开支	(7,466)	(7,326)	(7,261)	(6,487)	(5,976)
投资活动	1,218	3,025	850	0	0
其他投资活动现金流	40	(218)	(436)	0	0
投资活动现金流	(6,208)	(4,518)	(6,847)	(6,487)	(5,976)
负债净变动	1,686	1,506	237	128	134
权益净变动	57	52	192	192	192
其他融资活动现金流	723	50	403	141	144
融资活动现金流	2,466	1,608	832	461	469
汇率收益/损失	(335)	(116)	146	108	108
年初现金	6,933	6,215	6,364	3,699	3,115
年末现金	6,215	6,364	3,699	3,115	3,962

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(美元)					
核心每股收益	0.113	0.062	0.096	0.111	0.152
每股账面值	2.526	2.582	2.723	2.929	3.188
利润率分析(%)					
毛利率	19.3	18.0	20.5	21.0	23.7
EBITDA利润率	64.3	54.5	55.3	54.7	57.1
EBIT利润率	22.1	14.4	14.8	14.0	16.3
净利率	14.3	6.1	8.3	8.1	10.2
盈利能力(%)					
ROA	2.0	1.0	1.5	1.7	2.2
ROE	3.0	1.6	2.4	2.6	3.4
ROIC	(0.0)	0.1	1.0	1.5	2.4
其他					
净负债权益比(%)	10.8	14.4	24.8	25.6	22.3
流动比率	1.8	1.7	1.7	1.6	1.7
存货周转天数	166.2	157.9	161.0	157.4	161.5
应收账款周转天数	71.4	45.7	43.2	48.2	49.0
应付账款周转天数	248.3	194.3	162.9	146.5	150.3

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。