

买入

2025年8月12日

下游需求逐步复苏，驱动基本面稳步上升

- 业绩摘要:** 2025Q2 公司收入 22.1 亿美元，同比增长 16.2%，环比下滑 1.7%，略高于一致预期的 21.6 亿美元。本季度公司产能环比增长 1.8 万片至 99.1 万片等效 8 寸晶圆，产能利用率为 92.5%，环比增加 2.9pct。晶圆 ASP 达 874 美元，同比增长 4.5%，环比下滑 6.3%。公司的毛利率 20.4%，环比下滑 2.1pct。归母净利润同比下滑 19.5%至 1.3 亿美元，每股盈利 0.02 美元。公司指引 2025Q3 收入环比增长 5%-7%至 23.2-23.6 亿美元，中值符合彭博一致预期，毛利率介于 18%-20%，中值略低于一致预期的 19.7%。
- 消费电子市场需求回落，Q3 晶圆产能需求及 ASP 均有增长预期:** 本季度 8 英寸和 12 英寸晶圆收入环比分别增长 6.6%/下滑 2.6%，主要系生产中新设备调试仍需时间以及下游消费电子市场需求回落影响。公司指引 2025 财年手机出货量同比持平，但下游客户市场份额的提升有望驱动公司订单供不应求至 10 月份，Q3 晶圆 ASP 也有涨价预期。2025 年 AI 相关需求增速在 10%以上，晶圆出货量增长但价格将有小幅下滑，综合产能利用率逐步恢复至 80%以上。截止 2025Q1，公司位列全球第三大晶圆代工厂，市场份额 6%，环比增长 0.5pct。随着先进制程技术的突破和量产有望带动产业链上下游高速增长。
- 关税政策对海外客户影响较小，全年资本开支同比持平:** Q2 美国收入占比 12.9%，关税对客户业务影响小于 10%，对公司总营收影响小于 2%。Q2 资本开支环比增长 33.2%至 18.9 亿美元，因投产增加使晶圆单位成本降低，折旧摊销环比下降 6.0%至 7.5 亿美元。Q2 公司 8/12 英寸晶圆收入分别占比 23.9%/76.1%，ASP 环比下滑 6.3%达 874 美元。2025 年公司将匀速扩张产能，平均每年新增 5 万片 12 英寸晶圆月产能，需求主要来自 AI、汽车、AIoT 产品及部分封测管理业务，全年资本开支有望同比持平。
- 目标价 60.00 港元，买入评级:** 我们认为半导体国产替代的迫切性叠加下游客户因市场份额的提升带动需求增长将使得公司后续几个季度的产能利用率逐步回升。我们预计公司未来三年的收入 CAGR 为 25.0%，归母净利润 CAGR 为 90.0%。基于公司 2025 年的盈利预期，我们根据 2.8 倍 PB 的估值中枢给予公司目标价 60.00 港元，相对于当前股价有 23.20%的上升空间，买入评级。
- 风险因素:** 产能扩张不及预期、半导体周期下行、下游需求恢复不及预期

曹凌霁

+852-25321539

Rita.cao@firstshanghai.com.hk

韩啸宇

852-25321539

Peter.han@firstshanghai.com.hk

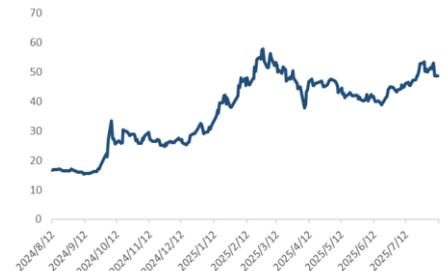
主要数据

| | | |
|---------|-----------------------|--------|
| 行业 | 半导体 | |
| 股价 | 48.70 港元 | |
| 目标价 | 60.00 港元 (+23.20%) | |
| 股票代码 | 981 HK | |
| 已发行股本 | 79.9 亿股 | |
| 市值 | 3889.3 亿港元 | |
| 52 周高/低 | 59.70/15.24 港元 | |
| 每股净资产 | 20.70 港元 | |
| 主要股东 | 中国信科 | 16.81% |
| | 华鑫投资 | 6.57% |
| | 华夏基金 | 1.67% |

盈利摘要

| 截至12月31日止财政年度 | 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 | 12,556,712 |
| | 变动 | | | | |
| | -13.09% | 27.02% | 18.16% | 15.32% | 14.76% |
| 归母净利润 (千美元) | 902,526 | 492,754 | 851,729 | 1,277,335 | 1,778,030 |
| | -50.35% | -45.40% | 72.85% | 49.97% | 39.20% |
| 每股盈利 (美元) | 0.11 | 0.06 | 0.11 | 0.16 | 0.22 |
| | 变动 | | | | |
| | -50.35% | -45.40% | 72.85% | 49.97% | 39.20% |
| 基于48.7港元的市盈率 (估) | 56.8 | 101.3 | 58.6 | 39.0 | 28.0 |
| 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% |

来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现


来源: Bloomberg

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

| 损益表 | | | | | | |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 截至<12月31日>, 千美元 | | | | | | |
| | 2022年 实际 | 2023年 实际 | 2024年 实际 | 2025年 预测 | 2026年 预测 | 2027年 预测 |
| 收入 | 7,273,284 | 6,321,560 | 8,029,921 | 9,488,028 | 10,941,458 | 12,556,712 |
| 毛利 | 2,761,648 | 1,217,744 | 1,447,968 | 1,995,848 | 2,634,956 | 3,399,523 |
| 研究和开发费用 | -733,096 | -707,275 | -765,279 | -806,482 | -897,200 | -1,004,537 |
| 销售、管理及其他费用 | -925,969 | -859,997 | -974,068 | -1,457,361 | -1,624,807 | -1,813,189 |
| 营运收入 | 1,835,679 | 357,747 | 473,900 | 538,487 | 1,010,150 | 1,586,334 |
| 财务开支 | 230,139 | 538,322 | 260,211 | 425,234 | 497,824 | 561,914 |
| 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 | 1,633,420 | 2,273,695 |
| 所得税 | -16,023 | -62,514 | -129,565 | -87,133 | -130,674 | -181,896 |
| 净利润 | 2,198,082 | 1,124,935 | 729,993 | 1,002,034 | 1,502,747 | 2,091,800 |
| 少数股东应占利润 | 380,140 | 222,409 | 237,239 | 150,305 | 225,412 | 313,770 |
| 本公司股东应占利润 | 1,817,942 | 902,526 | 492,754 | 851,729 | 1,277,335 | 1,778,030 |
| 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 | 5,107,523 | 6,102,729 |
| 增长 | | | | | | |
| 总收入 (%) | 33.6% | -13.1% | 27.0% | 18.2% | 15.3% | 14.8% |
| EBITDA (%) | 18.4% | -22.1% | 15.3% | 10.2% | 21.2% | 19.5% |

| 资产负债表 | | | | | | |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 截至<12月31日>, 千美元 | | | | | | |
| | 2022年 实际 | 2023年 实际 | 2024年 实际 | 2025年 预测 | 2026年 预测 | 2027年 预测 |
| 现金 | 7,609,524 | 6,394,594 | 6,364,189 | 3,659,838 | 1,801,775 | 511,104 |
| 应收账款 | 1,302,642 | 1,170,008 | 840,153 | 1,187,587 | 1,369,509 | 1,582,490 |
| 存货 | 1,911,487 | 2,735,921 | 2,958,350 | 3,181,611 | 3,459,146 | 3,763,228 |
| 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 | 11,251,453 | 10,477,845 |
| 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 | 53,284,291 | 56,281,873 |
| 应付账款 | 3,217,001 | 3,727,922 | 3,280,365 | 3,592,141 | 4,005,327 | 4,440,610 |
| 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 | 9,484,649 | 9,919,932 |
| 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 | 18,016,552 | 18,451,835 |
| 少数股东权益 | 9,811,445 | 10,729,514 | 11,255,849 | 11,406,154 | 11,631,566 | 11,945,336 |
| 股东权益 | 19,149,976 | 20,116,102 | 20,613,809 | 21,871,838 | 23,636,172 | 25,884,702 |
| 每股账面值(摊薄) | 2.41 | 2.52 | 2.58 | 2.74 | 2.96 | 3.25 |
| 营运资产 | 9,569,273 | 6,033,581 | 6,024,028 | 3,578,596 | 1,766,804 | 557,914 |

数据来源：公司资料、第一上海预测

| 财务分析 | | | | | |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2023年 实际 | 2024年 实际 | 2025年 预测 | 2026年 预测 | 2027年 预测 |
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 19.3% | 18.0% | 21.0% | 24.1% | 27.1% |
| EBITDA 利率 (%) | 52.5% | 47.6% | 44.4% | 46.7% | 48.6% |
| 净利率 (%) | 17.8% | 9.1% | 10.6% | 13.7% | 16.7% |
| 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 | 0.49 |
| 经营性现金流/收入 | 0.53 | 0.40 | 0.50 | 0.54 | 0.55 |
| 税前盈利对利息倍数 | -2.21 | -3.30 | -2.56 | -3.28 | -4.05 |

| 现金流量表 | | | | | |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 截至<12月31日>, 千美元 | | | | | |
| | 2023年 实际 | 2024年 实际 | 2025年 预测 | 2026年 预测 | 2027年 预测 |
| EBITDA | 3,316,418 | 3,822,410 | 4,213,468 | 5,107,523 | 6,102,729 |
| 净融资成本 | 285,448 | 98,709 | 412,846 | 485,436 | 549,527 |
| 营运资金变化 | -510,096 | -709,548 | -258,919 | -46,271 | -81,781 |
| 所得税 | 17,179 | -48,305 | -87,133 | -130,674 | -181,896 |
| 其他 | 249,345 | 12,289 | 425,234 | 497,824 | 561,914 |
| 营运现金流 | 3,358,294 | 3,175,555 | 4,705,495 | 5,913,839 | 6,950,494 |
| 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 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他融资活动 | 727,870 | 69,537 | -6,546 | 1,564 | -79,027 |
| 融资活动现金流 | 2,466,338 | 1,608,336 | -6,546 | 1,564 | -79,027 |
| 现金变化 | -382,940 | 265,454 | -2,704,351 | -1,858,062 | -1,290,671 |
| 期初持有现金 | 6,932,587 | 6,215,058 | 6,364,189 | 3,659,838 | 1,801,775 |
| 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 | 1,801,775 | 511,104 |

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」), 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。