

科技	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 75.60	港元 90.00	+19.0%

2025 年 11 月 14 日

中芯国际 (981 HK)

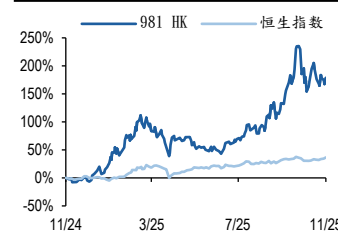
3Q25 毛利率超预期，2026 年或继续扩产；维持买入

- 3Q25 毛利率超预期/指引：**3Q25 收入 23.8 亿美元（环比升 7.8%，ASP 升约 3.8%，出货量升 4.6%）符合我们/市场预期。毛利率 22.0%，超过我们预期（19.3%）/前期指引（上限 20%）。管理层认为主要原因包括：**1）**此前生产波动影响或一定程度上得到解决。我们看到，**3Q25 非控股权益利润约 1.24 亿美元，环比+772%，但低于 1Q25 非控股权益利润约 1.35 亿美元；2）**产能利用率提升（2Q25/3Q25 分别为 92.5%/95.8%）对冲折旧压力（管理层提到折旧或是长期影响毛利率的最大因素）；以及**3）**产品结构变化。公司指引 4Q25 收入环比持平到增长 2%，毛利率 18-20%，与 3Q25 指引持平。
- 存储器价格上涨或造成 2026 年部分需求能见度下降，公司或继续扩产：**需求方面，管理层认为产业链加速切换，公司产线供不应求。我们认为，国产设计厂竞争力提升是驱动公司收入长期增长的主要因素。3Q25 消费电子产品占比上升明显，至 43.4%（2Q25：41.0%）。管理层称家电类需求旺盛；而智能手机占比则环比下降 3.7ppts 到 21.5%。管理层同时提到，汽车与工业端需求信心温和恢复，终端补库意愿回升。管理层提到因 AI 拉动存储价格上涨，造成客户或在短期（4Q25）加速拉货以抢占市场，但对 2026 年及之后的市场（特别是手机行业）需求缺乏能见度。公司提到 2H25 相较 1H25 产能建设或加快，供应商恢复提供正常出货。海外光刻机或存在出货前置情况。我们认为，公司 2026 年或继续积极加速扩产，或利好国产半导体设备。
- 维持买入及目标价：**我们上调公司 2025/26/27 年资本开支预测到 74.0/76.0/72.0 亿美元（前值为 68.5/64.9/59.8 亿美元）。12 英寸产能方面，我们预计公司在 3Q25 增加约 1.1 万片每月产能的基础上，4Q25 增加 1 万片新产能，2025/26/27 分别增加 4.0/5.0/5.5 万片产能。我们预测 4Q25 收入/毛利率分别为 24.2 亿美元/19.8%，微调 2025/26/27 年营收至 92.6/109.7/122.8 亿美元（前值 92.9/110.0/123.1 亿美元），调整毛利率 21.1%/23.0%/23.3%（前值 20.5%/22.1%/24.9%）。维持**买入**评级和港股目标价 90 港元，对应 3.9 倍 2026 年市净率。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	91.05
52周低位 (港元)	24.65
市值 (百万港元)	453,638.56
日均成交量 (百万)	88.52
年初至今变化 (%)	137.74
200天平均价 (港元)	56.11

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	9,260	10,972	12,276
同比增长 (%)	-13.1	27.0	15.3	18.5	11.9
净利润 (百万美元)	903	493	730	1,160	1,302
每股盈利 (美元)	0.11	0.06	0.09	0.14	0.16
同比增长 (%)	-50.5	-45.5	47.7	58.8	12.3
前EPS预测值 (美元)			0.10	0.13	0.18
调整幅度 (%)			-5.1	11.1	-10.0
市盈率 (倍)	85.9	157.6	106.7	67.2	59.8
每股账面净值 (美元)	2.53	2.58	2.70	2.93	3.18
市账率 (倍)	3.85	3.77	3.60	3.33	3.06

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，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：中芯国际 3Q25 业绩

百万美元	3Q25	3Q24	同比	2Q25	环比	交银国际			VA 预测	差异
						实际值	预测	差异		
营业收入	2,382	2,171	10%	2,209	8%	2,382	2,347	1%	2,345	2%
毛利润	523	444	18%	450	16%	523	453	15%	462	13%
净利润	192	149	29%	132	45%	192	216	(11%)	198	(3%)
基本 EPS (美元)	0.02	0.02	28%	0.02	45%	0.02	0.03	(11%)	0.02	1%
利润率	3Q25	3Q24	同比	2Q25	环比	交银国际			VA 预测	差异
						实际值	预测	差异		
毛利率	22.0%	20.5%	1.5	20.4%	1.6	22.0%	19.3%	2.7	19.7%	2.3
净利率	8.1%	6.9%	1.2	6.0%	2.1	8.1%	9.2%	(1.2)	8.5%	(0.4)

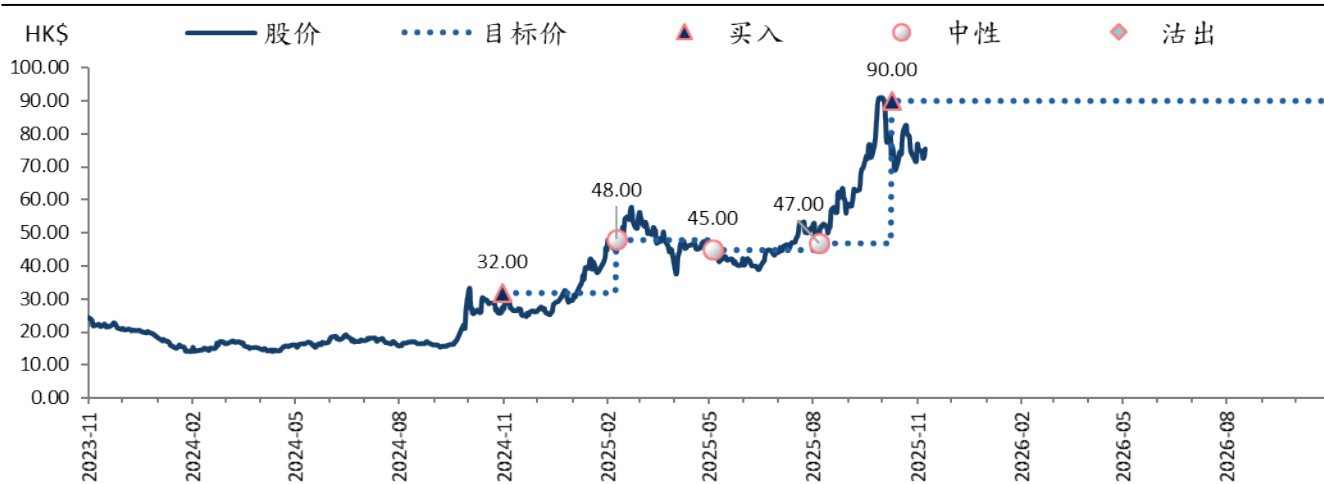
资料来源：Visible Alpha，交银国际预测

图表 2：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	9,260	9,294	(0%)	10,972	10,997	(0%)	12,276	12,311	(0%)
毛利润	1,958	1,905	3%	2,520	2,431	4%	2,861	3,060	(7%)
营业利润	625	474	32%	1,070	874	23%	1,355	1,445	(6%)
净利润	730	769	(5%)	1,160	1,044	11%	1,302	1,446	(10%)
基本 EPS(美元)	0.09	0.10	(5%)	0.15	0.13	11%	0.16	0.18	(10%)
利润率			百分点			百分点			百分点
毛利率	21.1%	20.5%	0.6	23.0%	22.1%	0.9	23.3%	24.9%	(1.6)
营业费用率	14.4%	15.4%	(1.0)	13.2%	14.2%	(1.0)	12.3%	13.1%	(0.9)
营业利润率	6.7%	5.1%	1.6	9.8%	7.9%	1.8	11.0%	11.7%	(0.7)
净利率	7.9%	8.3%	(0.4)	10.6%	9.5%	1.1	10.6%	11.7%	(1.1)

资料来源：交银国际预测

图表 3：中芯国际（981 HK）评级及目标价



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 4：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
1810 HK	小米集团	买入	43.50	60.00	37.9%	2025 年 08 月 21 日	消费电子
1347 HK	华虹半导体	买入	78.65	91.00	15.7%	2025 年 11 月 07 日	晶圆代工
TSM US	台积电	买入	282.20	360.00	27.6%	2025 年 10 月 17 日	晶圆代工
981 HK	中芯国际	买入	75.60	90.00	19.0%	2025 年 10 月 14 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	186.86	240.00	28.4%	2025 年 10 月 31 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	247.96	275.00	10.9%	2025 年 11 月 06 日	半导体设计
603501 CH	豪威集团	买入	124.27	180.00	44.8%	2025 年 04 月 30 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	72.21	76.00	5.2%	2025 年 10 月 31 日	半导体设计
002371 CH	北方华创	买入	413.67	500.00	20.9%	2025 年 11 月 04 日	半导体设备
688012 CH	中微公司	买入	303.52	325.00	7.1%	2025 年 11 月 03 日	半导体设备

资料来源：FactSet，交银国际预测；截至 2025 年 11 月 13 日收盘

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	9,260	10,972	12,276
主营业务成本	(5,104)	(6,582)	(7,302)	(8,452)	(9,415)
毛利	1,218	1,448	1,958	2,520	2,861
销售及管理费用	(518)	(620)	(579)	(617)	(621)
研发费用	(707)	(765)	(754)	(832)	(885)
经营利润	(8)	63	625	1,070	1,355
财务成本净额	527	249	91	71	60
其他非经营净收入/费用	668	548	407	375	334
税前利润	1,187	860	1,123	1,516	1,750
税费	(63)	(130)	(75)	(76)	(87)
非控股权益	(222)	(237)	(318)	(280)	(360)
净利润	903	493	730	1,160	1,302
作每股收益计算的净利润	903	493	730	1,160	1,302

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	3,107	1,477	1,003
应收账款及票据	1,170	840	1,400	1,635	1,852
存货	2,736	2,958	3,648	4,069	4,588
其他流动资产	3,514	4,621	5,850	6,071	6,301
总流动资产	13,635	14,784	14,005	13,252	13,745
物业、厂房及设备	23,945	28,092	31,882	34,949	37,090
其他有形资产	474	432	381	381	381
无形资产	34	24	34	98	158
合资企业/联营公司投资	9,430	5,427	3,629	3,629	3,629
其他长期资产	269	402	37	37	37
总长期资产	34,152	34,378	35,962	39,093	41,294
总资产	47,787	49,161	49,966	52,344	55,039
短期贷款	1,216	2,926	3,632	3,779	3,932
应付账款	3,728	3,279	3,102	3,460	3,901
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	8,200	8,765	9,422
长期贷款	8,335	8,038	7,914	7,918	7,922
其他长期负债	1,005	494	422	422	422
总长期负债	9,340	8,532	8,335	8,339	8,343
总负债	16,942	17,292	16,535	17,105	17,765
股本	32	32	80	272	463
储备及其他资本项目	20,084	20,582	21,541	23,158	25,000
股东权益	20,116	20,614	21,621	23,430	25,463
非控股权益	10,730	11,256	11,810	11,810	11,810
总权益	30,846	31,870	33,431	35,240	37,273

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	903	493	730	1,160	1,302
合资企业/联营公司收入调整	222	237	318	280	360
折旧及摊销	2,667	3,223	3,760	4,469	4,999
营运资本变动	(510)	(710)	(1,806)	(460)	(463)
利息调整	(527)	(249)	(58)	0	0
税费	63	130	61	0	0
其他经营活动现金流	541	51	40	0	0
经营活动现金流	3,358	3,176	3,047	5,449	6,198
资本开支	(7,466)	(7,326)	(7,395)	(7,600)	(7,200)
投资活动	1,218	3,025	1,736	0	0
其他投资活动现金流	40	(218)	(990)	0	0
投资活动现金流	(6,208)	(4,518)	(6,649)	(7,600)	(7,200)
负债净变动	1,686	1,506	705	147	153
权益净变动	57	52	192	192	192
其他融资活动现金流	723	50	610	143	145
融资活动现金流	2,466	1,608	1,507	482	491
汇率收益/损失	(335)	(116)	111	39	39
年初现金	6,933	6,215	6,364	3,107	1,477
年末现金	6,215	6,364	3,107	1,477	1,003

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	0.091	0.145	0.163
每股账面值	2.526	2.582	2.700	2.925	3.179
利润率分析(%)					
毛利率	19.3	18.0	21.1	23.0	23.3
EBITDA利润率	64.3	54.5	56.4	57.2	57.0
EBIT利润率	22.1	14.4	15.8	16.5	16.3
净利率	14.3	6.1	7.9	10.6	10.6
盈利能力(%)					
ROA	2.0	1.0	1.5	2.3	2.4
ROE	3.0	1.6	2.2	3.4	3.6
ROIC	(0.0)	0.1	1.3	2.2	2.6
其他					
净负债权益比(%)	10.8	14.4	25.2	29.0	29.1
流动比率	1.8	1.7	1.7	1.5	1.5
存货周转天数	166.2	157.9	165.1	166.6	167.8
应收账款周转天数	71.4	45.7	44.1	50.5	51.8
应付账款周转天数	248.3	194.3	159.5	141.7	142.7

交銀國際

香港中環德輔道中 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、捷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、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司及协创数据技术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，在参与有关报告内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。