

公司研究

25Q3 业绩全面超预期，强劲需求驱动 2026 年扩产有望加速

——中芯国际（0981.HK+688981.SH）2025 年三季度业绩点评

要点

事件：3Q25 业绩全面超预期。3Q25 收入 23.82 亿美元，YoY+9.7%，QoQ+7.8%，超过公司 QoQ+5%~+7% 指引区间上限、和市场预期（23.47 亿美元）。其中晶圆出货量环比提升 4.6%；晶圆 ASP 环比增长 3.8%，系产品组合改善、更先进制程产品出货增加。3Q25 毛利率 22%，YoY+1.5pct，QoQ+1.6pct，超过公司 18%~20% 指引区间的上限，超过 19.6% 的市场预期。3Q 净利润 3.15 亿美元，其中归母净利润 1.92 亿美元，YoY+28.9%，QoQ+44.7%，高于 1.81 亿美元的市场预期，且 3Q 非控制性权益实现 1.24 亿美元，YoY+66.1%，QoQ+771.6%。**4Q25 营收指引相对谨慎。**4Q25 指引收入 QoQ+0%~2%，对应 23.8~24.3 亿美元，对应 YoY+7.9%~10.1%；指引毛利率 18%~20%。4Q 传统淡季，但持续受益于国产替代、淡季不淡；存储涨价导致手机等终端面临供给瓶颈、导致短期其他逻辑电路出货节奏或偏谨慎。

消费电子、工业与汽车领域表现优异，12 英寸规模持续扩大。收入拆分，1) 应用：3Q25 智能手机、电脑与平板、消费电子、互联与可穿戴、工业与汽车分别占晶圆收入的 21.5%/15.2%/43.4%/8.0%/11.9%，其中消费电子、工业与汽车营收占比分别 QoQ+2.4pct/+1.3pct，而智能手机 3Q 营收偏弱，系公司优先供应急单而推迟手机相关出货、客户季节性调整等；**2) 尺寸：**3Q25 12 英寸收入占晶圆收入的 77%，YoY-1.5pct，QoQ+0.9pct；**3) 地区：**3Q25 中国区/美国区/欧亚区收入占比分别为 86.2%/10.8%/3%。

国产替代驱动需求持续强劲，存储涨价短暂扰动部分逻辑电路出货节奏。1) 整体需求强劲，持续供不应求。公司预计 AI 需求持续旺盛，其他领域实现温和增长，当前订单相对产线仍然供不应求。**2) 受益国产替代。**国产替代趋势，使得中芯国际客户的订单和市场份额提升，进而带动中芯国际代工份额；目前模拟芯片、存储器、CIS 等产业链积极向国内切换。**3) 存储缺芯短暂影响出货。**手机等终端厂商因不确定未来存储拿货情况，因此短期不敢积极拉货逻辑电路，我们认为更多是出货节奏问题、不影响整体需求表现。

供不应求推高稼动率，2026 年预计扩产加速。1) 稼动率：3Q25 稼动率 95.8%，YoY+5.4pct，QoQ+3.3pct；晶圆出货（折合 8 英寸）249.95 万片，系国产替代需求叠加部分下游持续补库存。考虑到存储缺芯或带来短期晶圆出货扰动，我们预计 4Q25 稼动率略降或持平。**2) 资本支出：**3Q25 资本开支 23.9 亿美元，QoQ+27%，1H25 因地缘政治影响设备到货、3Q25 开启恢复，指引 2025 年资本开支同比持平或略高；**3) 产能：**3Q25 约当 8 英寸月产能达 102.28 万片，考虑到 AI、存储和国产替代持续推高需求，叠加设备到货逐步恢复，公司预计 2026 年产能扩产有望加速。

盈利预测、估值与评级：AI 和国产替代驱动需求，更先进制程放量，叠加扩产加速，上调中芯国际（0981.HK）25-27 年归母净利润预测为 7.4/11.0/13.2 亿美元（较上次预测 +5%/+26%/+10%），对应 YoY+49%/+50%/+20%；同理，上调中芯国际（688981.SH）25-27 年归母净利润预测为 49.3/76.0/91.0 亿人民币（较上次预测 +5%/+26%/+10%）。股价对应 25-26 年港股 PB 3.5x/3.4x，A 股 PB 6.2x/5.9x，维持中芯国际港股/A 股“买入”评级。

风险提示：美国管制趋严；下游需求疲软；行业竞争加剧；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	9,294	11,599	14,155
营收增长率（%）	(13.1)	27.0	15.7	24.8	22.0
归母净利润（百万美元）	903	493	735	1,101	1,321
归母净利润增长率（%）	(50.4)	(45.4)	49.2	49.8	20.0
P/B	3.7	3.6	3.5	3.4	3.2
A 股（688981.SH）指标					
归母净利润（百万人民币）	4,823	3,699	4,925	7,595	9,099
P/B	6.6	6.4	6.2	5.9	5.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价日期为 2025-11-14；按 1.0 USD = 7.7773 HKD 汇率换算。

A 股：买入（维持）

H 股：买入（维持）

A 股当前价：118.18 人民币元

H 股当前价：73.50 港元

作者

分析师：付天姿，CFA，FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：董馨悦

执业证书编号：S0930525070008

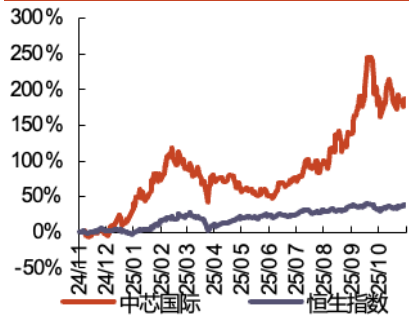
021-52523858

dongxinyue@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	80.00
总市值(亿港元):	7,003.22
一年最低/最高(港元):	24.15-93.5
近 3 月换手率 (%) :	216.3

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.1	34.2	141.6
绝对	6.4	39.3	178.4

资料来源：Wind

相关研报

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……2025-08-10

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

表 1：中芯国际（0981.HK）损益表

（单位：百万美元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入	6,322	8,030	9,294	11,599	14,155
晶圆销售	5,794	7,485	8,803	11,124	13,694
掩膜制造、测试、其他	527	545	490	475	461
营业成本	-5,104	-6,582	-7,324	-9,016	-10,759
毛利	1,218	1,448	1,969	2,583	3,396
其它收入	667	548	637	894	715
营业开支	-1,224	-1,385	-1,718	-2,088	-2,478
营业利润	660	611	889	1,388	1,633
财务成本净额	527	249	-197	-290	-304
应占利润及亏损	0	0	100	100	100
税前利润	1,187	860	792	1,199	1,428
所得税开支	-63	-130	-32	-48	-57
税后经营利润	1,125	730	760	1,151	1,371
少数股东权益	-222	-237	-25	-50	-50
净利润	903	493	735	1,101	1,321
息税折旧前利润	3,236	3,792	3,682	4,839	5,650
息税前利润	569	569	867	1,363	1,616
每股收益（美元）	0.11	0.06	0.09	0.14	0.17

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
总资产	47,787	49,161	50,073	55,594	56,874
流动资产	13,635	14,784	10,745	13,106	15,774
现金及短期投资	9,344	10,571	5,576	6,960	8,493
有价证券及短期投资	257	338	298	318	308
应收账款	494	407	813	835	991
存货	2,736	2,958	3,160	3,891	4,643
其它流动资产	804	509	898	1,103	1,340
非流动资产	34,152	34,378	39,328	42,488	41,100
长期投资	2,045	1,253	1,303	1,353	1,403
固定资产净额	13,121	15,832	22,611	28,529	30,997
其他非流动资产	18,986	17,293	15,414	12,606	8,701
总负债	16,942	17,292	17,439	21,810	21,719
流动负债	7,602	8,760	8,459	12,686	12,289
应付账款	3,728	3,280	4,445	5,472	6,530
短期借贷	1,216	2,926	655	3,180	900
其它流动负债	2,657	2,553	3,359	4,033	4,859
长期负债	9,340	8,532	8,980	9,124	9,430
长期债务	8,934	8,038	8,538	8,588	8,863
其它	406	494	442	536	567
股东权益合计	30,846	31,870	32,634	33,784	35,155
股东权益	20,116	20,614	21,345	22,446	23,767
少数股东权益	10,730	11,256	11,289	11,339	11,389
负债及股东权益总额	47,787	49,161	50,073	55,594	56,874
净现金/(负债)	-1,213	-887	-4,059	-5,345	-1,837
营运资本	-498	85	-472	-747	-896
长期可运用资本	40,186	40,402	41,613	42,909	44,585
股东及少数股东权益	30,846	31,870	32,634	33,784	35,155

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
经营活动现金流	3,358	3,176	4,615	5,538	6,330
净利润	903	493	735	1,101	1,321
折旧与摊销	2,667	3,223	2,815	3,476	4,033
营运资本变动	-434	-434	556	275	150
其它	222	-107	508	686	826
投资活动现金流	-6,208	-4,518	-7,615	-6,525	-2,522
资本性支出净额	-7,630	-7,641	-7,564	-7,942	-5,065
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	-1	1,466	2,592
自由现金流	-4,321	-5,715	-4,289	-4,632	-942
融资活动现金流	2,466	1,608	-1,995	2,371	-2,274
股本变动	57	52	8	0	0
净债务变化	1,565	814	-1,772	2,575	-2,005
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	844	742	-231	-204	-270
净现金流	-383	265	-4,995	1,383	1,533

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
营业收入	45,250	57,796	66,820	83,257	101,474
营业成本	35,346	47,051	51,371	64,614	77,090
折旧和摊销	18,860	22,915	19,084	21,815	24,474
税金及附加	223	276	334	416	507
销售费用	272	0	334	416	507
管理费用	3,153	3,835	3,341	4,163	5,074
财务费用	-3,774	-1,833	-1,816	-1,162	484
研发费用	4,992	5,447	7,684	9,575	11,162
资产减值损失	-1,344	-525	-15	-42	-42
其他收益	2,577	2,858	3,341	4,163	5,074
投资收益	250	1,100	1,000	1,000	1,000
营业利润	6,906	6,299	10,331	10,837	13,161
利润总额	6,840	6,292	8,932	13,120	15,988
所得税	444	919	357	525	640
净利润	6,396	5,373	8,575	12,595	15,349
少数股东损益	1,573	1,674	3,650	5,000	6,250
归属母公司净利润	4,823	3,699	4,925	7,595	9,099

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
总资产	338,463	353,415	345,931	385,601	445,818
货币资金	51,235	48,029	40,911	24,977	30,442
交易性金融资产	1,520	1,957	300	600	900
应收账款	3,501	2,923	7,962	9,921	12,092
应收票据	442	365	334	416	507
其他应收款（合计）	160	239	1,316	1,640	1,999
存货	19,378	21,267	15,411	19,364	23,087
其他流动资产	4,000	2,513	2,739	3,149	3,605
流动资产合计	96,574	106,279	69,691	60,958	73,684
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	153,183	164,955
在建工程	77,003	88,275	88,884	94,566	88,485
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	36,396	52,833	89,267
非流动资产合计	241,889	247,137	276,240	324,643	372,133
总负债	119,993	124,308	108,225	135,300	180,167
短期借款	3,398	1,070	0	22,159	64,795
应付账款	4,940	5,658	6,678	8,400	10,022
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	12	33	20	25	30
其他流动负债	1,583	926	926	926	926
流动负债合计	52,614	61,544	42,742	69,239	113,618
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	3,997	3,175	2,264
非流动负债合计	67,379	62,763	65,483	66,061	66,550
无息负债	47,787	41,001	38,439	41,956	42,787
有息负债	72,206	83,307	69,785	93,344	137,380
股东权益	218,470	229,108	237,706	250,301	265,650
股本	226	226	250	250	250
公积金	102,332	102,906	103,031	103,031	103,031
未分配利润	35,750	39,449	44,248	51,843	60,942
归属母公司权益	142,476	148,191	153,139	160,734	169,833
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
经营活动现金流	23,048	22,659	50,575	29,358	33,811
净利润	4,823	3,699	4,925	7,595	9,099
折旧摊销	18,860	22,915	19,084	21,815	24,474
净营运资金增加	109	23,743	-22,759	7,493	10,684
其他	-744	-27,698	49,326	-7,545	-10,447
投资活动产生现金流	-41,701	-30,669	-45,561	-69,190	-70,987
净资本支出	-53,828	-54,347	-43,250	-53,202	-33,503
长期投资变化	14,484	9,004	0	0	0
其他资产变化	-2,357	14,674	-2,311	-15,987	-37,484
融资活动现金流	15,728	9,999	-12,133	23,898	42,641
股本变化	1	1	24	0	0
债务净变化	11,964	11,101	-13,521	23,559	44,036
无息负债变化	4,630	-6,787	-2,561	3,517	831
净现金流	-4,263	1,732	-7,119	-15,933	5,465

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。
基准指数说明：		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所载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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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