

买入

2025 年 11 月 19 日

供应链国产替代需求增长强劲，消费电子市场需求回暖

- 业绩摘要:** 2025Q3 公司收入 23.8 亿美元，同比增长 9.7%，环比增长 7.8%，基本符合一致预期的 23.5 亿美元。本季度公司产能环比增长 3.2 万片至 102.3 万片等效 8 寸晶圆，产能利用率为 95.8%，环比增加 3.3pct。晶圆 ASP 达 913 美元，同比下滑 5.5%，环比增长 4.4%。公司的毛利率 22.0%，环比增长 1.6pct。归母净利润同比增长 28.9%至 1.9 亿美元，每股盈利 0.02 美元。公司指引 2025Q4 收入环比增长 0%-2%至 23.8-24.3 亿美元，中值基本符合彭博一致预期，毛利率介于 18%-20%，中值略低于一致预期的 19.4%。
- 消费电子市场需求回暖，2025 财年 AI 需求增速超 10%:** 本季度 8 英寸和 12 英寸晶圆收入环比分别增长 2.7%/8.9%，其中晶圆付运量环比增长 4.6%至 249.9 万片，平均晶圆 ASP 环比增长 4.4%至 931 美元/片。下游应用方面，消费电子收入环比增长 19.4%，主要系国内客户的市场份额提升叠加出口需求增长；智能手机收入环比下滑 4.7%，主要系部分订单因供不应求暂时延迟叠加行业竞争激烈。Q4 客户备货受季节性因素影响放缓，手机领域存储产品价格增长较快备货成本提升导致客户年底投片节奏放缓。2025 年公司 AI 需求增速有望达 10%以上，全年晶圆出货增加升但价格将有小幅下滑，综合产能利用率逐步恢复至 80%以上。
- 供应链国产替代需求增长强劲，全年资本开支同比持平:** Q3 中国收入占比 86.2%，国内客户拉货需求强劲。Q3 资本开支环比增长 27.0%至 23.9 亿美元，增长主要系此前受地缘政治影响的部分设备在近期批文恢复后集中出货。Q3 折旧摊销环比增长 7.0%至 8.0 亿美元，Q4 仍需保持较高的产能利用率来抵消折旧影响。未来将匀速扩张产能，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 90.00 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 38.6%，归母净利润 CAGR 为 90.6%。基于公司 2025 年的盈利预期，我们根据 4.0 倍 PB 的估值中枢给予公司目标价 90.00 港元，相对于当前股价有 21.63%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	74.00 港元	
目标价	90.00 港元 (+21.63%)	
股票代码	981 HK	
已发行股本	80.0 亿股	
市值	5920.07 亿港元	
52 周高/低	93.5/24.15 港元	
每股净资产	20.67 港元	
主要股东	中国信科	16.78%
	华鑫投资	6.56%
	华夏基金	1.65%

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	9,400,428	13,087,975	15,422,746
变动	-13.09%	27.02%	17.07%	39.23%	17.84%
归母净利润 (千美元)	902,526	492,754	728,934	1,341,087	1,789,975
变动	-50.35%	-45.40%	47.93%	83.98%	33.47%
每股盈利 (美元)	0.11	0.06	0.09	0.17	0.22
变动	-50.35%	-45.40%	47.93%	83.98%	33.47%
基于74港元的市盈率 (估)	86.2	154.0	104.0	56.5	42.3
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							财务分析					
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		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	9,400,428	13,087,975	15,422,746	盈利能力					
毛利	2,761,648	1,217,744	1,447,968	1,973,387	3,208,600	4,051,565	毛利率 (%)	19.3%	18.0%	21.0%	24.5%	26.3%
研究及开发费用	-733,096	-707,275	-765,279	-752,034	-889,982	-1,017,901	EBITDA 利率 (%)	52.5%	47.6%	45.9%	43.7%	43.7%
销售、管理及其他费用	-925,969	-859,997	-974,068	-1,332,981	-1,583,645	-1,822,969	净利率 (%)	17.8%	9.1%	11.1%	14.6%	16.6%
营运收入	1,835,679	357,747	473,900	640,406	1,624,956	2,228,597	营运表现					
财务开支	230,139	538,322	260,211	372,537	332,031	425,422	销售及管理费用/收入 (%)	13.6%	12.1%	14.2%	12.1%	11.8%
联营公司等	148,287	291,380	125,447	125,447	125,447	125,447	实际税率 (%)	5.3%	15.1%	8.0%	8.0%	8.0%
税前盈利	2,214,105	1,187,449	859,558	1,138,391	2,082,433	2,779,465	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税	-16,023	-62,514	-129,565	-91,071	-166,595	-222,357	库存周转	166.2	157.9	155.0	152.0	150.0
净利润	2,198,082	1,124,935	729,993	1,047,319	1,915,839	2,557,108	应收账款天数	71.4	45.7	45.7	45.7	46.0
少数股东应占利润	380,140	222,409	237,239	318,385	574,752	767,132	应付账款天数	248.3	194.3	175.0	176.0	177.0
本公司股东应占利润	1,817,942	902,526	492,754	728,934	1,341,087	1,789,975	财务状况					
折旧及摊销	-2,271,361	-2,667,291	-3,223,063	-3,549,534	-3,971,927	-4,390,948	总负债/总资产	0.35	0.35	0.35	0.34	0.34
EBITDA	4,255,327	3,316,418	3,822,410	4,315,387	5,722,329	6,744,992	收入/净资产	0.31	0.39	0.43	0.56	0.60
增长							经营性现金流/收入	0.53	0.40	0.50	0.46	0.47
总收入 (%)	33.6%	-13.1%	27.0%	17.1%	39.2%	17.8%	税前盈利对利息倍数	-2.21	-3.30	-3.06	-6.27	-6.53
EBITDA (%)	18.4%	-22.1%	15.3%	12.9%	32.6%	17.9%	现金流量表					
资产负债表							截至<12月31日>, 千美元					
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
现金	7,609,524	6,394,594	6,364,189	3,712,519	2,094,902	1,237,365	EBITDA	3,316,418	3,822,410	4,315,387	5,722,329	6,744,992
应收账款	1,302,642	1,170,008	840,153	1,176,623	1,638,182	1,943,689	净融资成本	285,448	98,709	360,150	319,644	413,034
存货	1,911,487	2,735,921	2,958,350	3,153,949	4,114,150	4,673,088	营运资金变化	-510,096	-709,548	-251,523	-218,917	-113,954
其他流动资产	5,770,549	3,334,640	4,621,023	4,621,023	4,621,023	4,621,023	所得税	17,179	-48,305	-91,071	-166,595	-222,357
总流动资产	16,594,202	13,635,163	14,783,715	12,664,113	12,468,257	12,475,165	其他	249,345	12,289	372,537	332,031	425,422
固定资产	19,385,327	24,418,758	28,524,185	32,377,951	36,179,489	39,950,680	营运现金流	3,358,294	3,175,555	4,705,480	5,988,492	7,247,136
无形资产	45,331	33,662	24,268	24,268	24,268	24,268	资本开支	-7,633,447	-7,669,891	-7,403,300	-7,773,465	-8,162,138
长期投资	1,921,093	2,044,966	1,252,520	1,252,520	1,252,520	1,252,520	其他投资活动	1,425,875	3,151,454	0	0	0
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	投资活动现金流	-6,207,572	-4,518,437	-7,403,300	-7,773,465	-8,162,138
总资产	43,807,784	47,787,312	49,161,248	50,895,412	54,501,094	58,279,193	负债变化	1,738,468	1,538,799	0	0	0
应付账款	3,217,001	3,727,922	3,280,365	3,560,910	4,763,753	5,514,244	股本变化	0	0	0	0	0
短期银行借款	1,268,218	1,216,283	2,926,311	2,926,311	2,926,311	2,926,311	股息	0	0	0	0	0
其他短期负债	2,539,710	2,657,377	2,553,011	2,553,011	2,553,011	2,553,011	其他融资活动	727,870	69,537	46,150	167,356	57,466
总短期负债	7,024,929	7,601,582	8,759,687	9,040,232	10,243,075	10,993,566	融资活动现金流	2,466,338	1,608,336	46,150	167,356	57,466
长期银行借款	6,718,304	8,334,648	8,038,148	8,038,148	8,038,148	8,038,148	现金变化	-382,940	265,454	-2,651,670	-1,617,617	-857,536
其他负债	1,103,130	1,005,466	493,755	493,755	493,755	493,755	期初持有现金	6,932,587	6,215,058	6,364,189	3,712,519	2,094,902
总负债	14,846,363	16,941,696	17,291,590	17,572,135	18,774,978	19,525,469	汇兑变化	-334,589	-116,323	0	0	0
少数股东权益	9,811,445	10,729,514	11,255,849	11,574,234	12,148,986	12,916,118	期末持有现金	6,215,058	6,364,189	3,712,519	2,094,902	1,237,365
股东权益	19,149,976	20,116,102	20,613,809	21,749,043	23,577,130	25,837,606						
每股账面值(摊薄)	2.41	2.52	2.58	2.72	2.95	3.24						
营运资产	9,569,273	6,033,581	6,024,028	3,623,881	2,225,182	1,481,519						

数据来源：公司资料、第一上海预测

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。