

## 公司研究

## 4Q25 营收超预期，扩产坚定推进下折旧压力待消化

## ——中芯国际（0981.HK+688981.SH）2025 年四季度业绩点评

## A 股：买入(维持)

## H 股：买入(维持)

A 股当前价：115.01 人民币元

H 股当前价：70.00 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

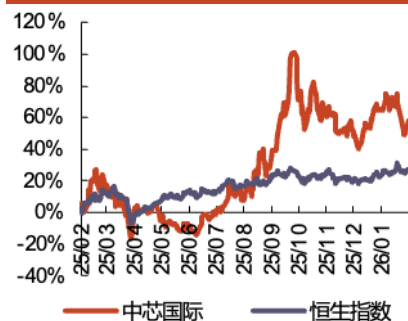
021-52523858

dongxinyue@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	80.00
总市值(亿港元):	6,789.67
一年最低/最高(港元)	37-93.5
近3月换手率(%)	111.7

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.5	-5.7	26.5
绝对	-7.0	-4.4	54.5

资料来源：Wind

## 相关研报

中芯南方增资助力长期产能建设，中芯北方收购有望提升盈利能力——中芯国际（0981.HK+688981.SH）中芯南方增资和中芯北方收购点评……2025-12-31

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……2025-11-16

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

## 要点

**事件：4Q25营收超预期，1Q26指引偏谨慎。**4Q25收入24.89亿美元，YoY+12.8%，QoQ+4.5%，超过此前公司23.8~24.3亿美元指引区间的上限，超过市场预期的24.2亿美元。其中，晶圆出货量YoY+26.3%，QoQ+0.6%；晶圆ASP YoY-10.8%，QoQ+0.8%。4Q25毛利率19.2%，YoY-3.4pct，QoQ-2.8pct，符合公司18%~20%的指引区间，略低于市场预期的20%，主要系折旧上升。4Q25净利润2.03亿美元，YoY-24.9%，QoQ-35.5%，其中4Q归母净利润1.73亿美元，非控制性权益0.31亿美元，YoY-81.3%，QoQ-75.3%。**2025全年盈利水平修复。**2025年实现营收93.27亿美元，创历史新高，YoY+16.2%；毛利率21%，YoY+3.0pct。2025年归母净利润6.85亿美元，YoY+39.1%。**1Q26指引相对谨慎。**1Q26指引收入环比持平，对应YoY+10.7%；指引毛利率18%~20%，低于市场预期的20.9%。**2026全年指引方面**，公司预计营收同比增速高于可比同业平均值，资本开支与2025年持平，折旧指引同比增长30%。

**消费电子营收占比提升。收入拆分，1) 应用：**4Q25，智能手机、计算机与平板、消费电子、互联与可穿戴、工业与汽车的营收分别占晶圆收入的21.5%/11.8%/47.3%/7.2%/12.2%，其中消费电子营收占比QoQ+3.9pct，计算机与平板营收占比QoQ-3.4pct。**2) 尺寸：**4Q25，12英寸营收占晶圆收入的比例为77.2%，YoY-3.4pct，QoQ+0.2pct。**3) 地区：**4Q25，中国区/美国区/欧亚区收入占比为87.6%/10.3%/2.1%。

**2026年需求呈结构性分化，AI+产业链回流机遇与存储大周期带来的挑战并存。1) AI与汽车拉动增量，公司积极产能转换。**AI数据中心、边缘AI和汽车领域带动增量需求，带动BCD电源管理、存储器等产品需求旺盛。公司顺应结构性变化，将产能转向需求更强的产品。**2) 消费电子存储器的供给紧张局面，将比AI相关存储器更早改善。**当前中低端手机库存偏高，存储供应紧张叠加通道商囤货，上半年出货仍承压，但手机、PC等终端仍存在需求。随着消费电子相关存储器逐渐开启晶圆代工生产，公司期待消费电子端的存储供给局面有望于2026年下半年逐步缓解。**3) 国产制造回流趋势持续利好公司需求和订单。**

**稼动率维持高位，2026年积极投资但产能释放节奏或稍慢。1) 稼动率：**4Q25稼动率95.7%，YoY+10.2pct，QoQ-0.1pct；晶圆出货(折合8英寸)251.50万片。公司指引1Q26稼动率与4Q25基本持平。**2) 资本支出：**4Q25资本开支24.1亿美元，QoQ+0.56%；2026年公司预计资本开支与2025年基本持平，持续大力投入。**3) 产能：**4Q25约当8英寸月产能达105.9万片；公司指引2026年约当12英寸月产能新增4万片，系配套设备不一定能否成套交付因素影响，公司预计26年资本开支投入节奏快于产能释放节奏。

**盈利预测、估值与评级：**基于存储周期对消费电子需求的阶段性压制，以及新产线爬坡带来的折旧压力上升，我们审慎下调公司盈利预测。下调后，预计中芯国际（0981.HK）2026-2027 年归母净利润为 10.8/12.5 亿美元（较前次预测下调 2%/5%），同比增长 58%/16%；同理，预计中芯国际（688981.SH）2026-2027 年归母净利润为 74.5/85.4 亿元人民币（较前次预测下调 2%/6%）。当前股价对应港股 2026-2027 年 PB 为 3.2x/3.0x，A 股为 5.7x/5.4x。

尽管短期盈利因投入加大而承压，但公司核心成长逻辑——受益于 AI 算力需求与国产替代的确定性趋势——持续强化。当前估值未充分定价其长期产能释放与技术升级带来的营收规模与盈利能力跃迁。因此，我们维持中芯国际港股及 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	9,327	11,153	13,462
营收增长率 (%)	(13.1)	27.0	16.2	19.6	20.7
归母净利润 (百万美元)	903	493	685	1,080	1,249
归母净利润增长率 (%)	(50.4)	(45.4)	39.1	57.6	15.7
P/B	3.5	3.5	3.4	3.2	3.0
A 股 (688981.SH) 指标					
归母净利润 (百万人民币)	4,823	3,699	5,041	7,449	8,536
P/B	6.4	6.2	6.0	5.7	5.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价日期为 2026-02-11；按 1.0 USD = 7.8170 HKD 汇率换算。因中芯南方新增资扩股和中芯北方收购两项交易均未落地，我们盈利预测暂未考虑两项交易的影响。因 25Q4 财报未经审计，故 2025 年数据仍显示为预测值 (2025E)。

表 1: 中芯国际 (0981.HK) 损益表

(单位: 百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>主营收入</b>	6,322	8,030	9,327	11,153	13,462
晶圆销售	5,794	7,485	8,796	10,639	12,963
掩膜制造、测试、其他	527	545	531	515	499
<b>营业成本</b>	(5,104)	(6,582)	(7,370)	(8,774)	(10,441)
<b>毛利</b>	1,218	1,448	1,957	2,379	3,022
其它收入	667	548	827	1,322	1,342
营业开支	(1,224)	(1,385)	(1,724)	(2,008)	(2,357)
<b>营业利润</b>	660	611	1,059	1,694	2,008
财务成本净额	527	249	(370)	(567)	(705)
应占利润及亏损	0	0	50	50	50
<b>税前利润</b>	1,187	860	740	1,177	1,353
所得税开支	(63)	(130)	(30)	(47)	(54)
<b>税后经营利润</b>	1,125	730	710	1,130	1,299
少数股东权益	(222)	(237)	(25)	(50)	(50)
<b>净利润</b>	903	493	685	1,080	1,249
息税折旧前利润	3,236	3,792	3,872	5,205	6,178
息税前利润	569	569	1,037	1,669	1,991
每股收益 (美元)	0.11	0.06	0.09	0.13	0.16

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测。2025Q4 业绩公告已披露, 但利润表部分科目未披露, 故已披露科目为 2025 年实际值, 未披露科目为 2025 年预测值; 因中芯南方新增资扩股和中芯北方收购两项交易均未落地, 我们暂未考虑两项交易对损益表预测的影响。

表 2: 中芯国际 (0981.HK) 资产负债表

(单位: 百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总资产</b>	47,787	49,161	55,385	63,353	68,218
<b>流动资产</b>	13,635	14,784	15,455	19,355	23,190
现金及短期投资	9,344	10,571	10,260	13,384	16,155
有价证券及短期投资	257	338	298	318	308
应收账款	494	407	816	803	942
存货	2,736	2,958	3,180	3,786	4,505
其它流动资产	804	509	901	1,063	1,279
<b>非流动资产</b>	34,152	34,378	39,931	43,998	45,029
长期投资	2,045	1,253	1,278	1,303	1,328
固定资产净额	13,121	15,832	23,154	29,655	34,064
其他非流动资产	18,986	17,293	15,499	13,041	9,637
<b>总负债</b>	16,942	17,292	22,798	29,636	33,203
<b>流动负债</b>	7,602	8,760	13,819	20,530	23,795
应付账款	3,728	3,280	3,685	4,387	5,220
短期借贷	1,216	2,926	7,073	12,608	14,360
其它流动负债	2,657	2,553	3,061	3,535	4,214
<b>长期负债</b>	9,340	8,532	8,979	9,106	9,408
长期债务	8,934	8,038	8,538	8,588	8,863
其它	406	494	441	518	545
<b>股东权益合计</b>	30,846	31,870	32,588	33,717	35,016
股东权益	20,116	20,614	21,295	22,375	23,623
少数股东权益	10,730	11,256	11,293	11,343	11,393
<b>负债及股东权益总额</b>	47,787	49,161	55,385	63,353	68,218
净现金/(负债)	(1,213)	(887)	(5,792)	(8,330)	(7,613)
营运资本	(498)	85	311	202	227
长期可运用资本	40,186	40,402	41,567	42,823	44,423
股东及少数股东权益	30,846	31,870	32,588	33,717	35,016

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测。2025Q4 业绩预告已披露, 但资产负债表部分科目未披露, 故 2025 年为预测值; 因中芯南方新增资扩股和中芯北方收购两项交易均未落地, 我们暂未考虑两项交易对资产负债表预测的影响。因公司 25Q4 港股财报未披露 2025 年全年现金流量表完整数据, 故本报告暂不展示中芯国际港股的现金流量表。

表 3: 中芯国际 (688981.SH) 损益表

(单位: 百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	45,250	57,796	67,323	80,386	96,919
营业成本	35,346	47,051	54,605	64,897	77,285
折旧和摊销	18,860	22,915	19,084	21,876	24,823
税金及附加	223	276	337	402	485
销售费用	272	0	337	402	485
管理费用	3,153	3,835	3,366	4,019	4,846
财务费用	(3,774)	(1,833)	(1,809)	(1,213)	435
研发费用	4,992	5,447	7,742	9,244	10,661
资产减值损失	(1,344)	(525)	(15)	(42)	(42)
其他收益	2,577	2,858	3,366	4,019	4,846
投资收益	250	1,100	1,000	1,000	1,000
<b>营业利润</b>	<b>6,906</b>	<b>6,299</b>	<b>7,530</b>	<b>8,097</b>	<b>9,008</b>
<b>利润总额</b>	6,840	6,292	9,053	12,968	15,402
所得税	444	919	362	519	616
<b>净利润</b>	6,396	5,373	8,691	12,449	14,786
少数股东损益	1,573	1,674	3,650	5,000	6,250
<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,823</b>	<b>3,699</b>	<b>5,041</b>	<b>7,449</b>	<b>8,536</b>

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测。2025Q4 业绩公告已披露, 但利润表部分科目未披露, 故已披露科目为 2025 年实际值, 未披露科目为 2025 年预测值; 因中芯南方新增资扩股和中芯北方收购两项交易均未落地, 我们暂未考虑两项交易对损益表预测的影响。因公司 25Q4 的 A 股财报未披露 2025Q4 和 2025 年全年的资产负债表和现金流量表, 故本报告暂不展示中芯国际 A 股的资产负债表和现金流量表。

## 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。
<b>基准指数说明：</b>		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的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

香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼