

科技	收盘价 港元 70.00	目标价 港元 91.00↓	潜在涨幅 +30.0%
----	-----------------	------------------	----------------

2026年2月12日

中芯国际 (981 HK)

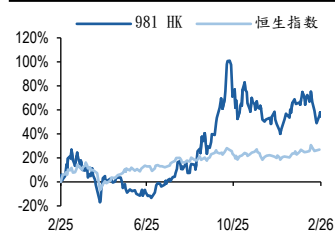
存储器涨价对需求影响或相对可控；维持买入

- 4Q25 收入超之前指引：**4Q25 收入 24.89 亿美元，环比+4.5%，高于之前指引上限（+2%），管理层提到晶圆销量和 ASP 同时环比微增。毛利率 19.2%，环比-2.8ppts，符合指引（18%-20%之间）和我们的预期。产能利用率 95.7%（环比-0.1 ppts），管理层称 8 英寸产线超过满产，12 英寸则接近满产。管理层指引 1Q26 收入环比持平，略低于市场一致预期的环比略增（VA 一致预期：25.4 亿美元），毛利率指引维持为 18-20% 区间。管理层指引 2026 年全年销售增幅高于可比同业平均。
- 存储超级周期影响相对可控：**需求方面，管理层提到中低端手机/电脑厂商面临存储涨价造成的成本压力。终端厂商故需在 a) 利润水平下降和 b) 提高销售价格从而影响销量二者间做出平衡。关于存储价格影响的持续时间，管理层提到，部分此前生产消费电子的存储产能或因追逐高利润的 HBM 等产品而进行转化，而新产能在设备交付后或较快完成建设，故总体消费电子存储供需失衡的情况或到 3Q26 出现改善。同时，公司鼓励中低端客户谨慎缩减订单以应对需求反弹。管理层亦提到存储周期对中高端消费电子影响有限，而与 AI 服务器相关的传输连接、BCD、功率与电源管理等产品则供不应求。资本支出和产能方面，2025 年资本支出 81 亿美元，同比增 10.5%，高于之前指引的同比持平。管理层称主要是为应对客户需求而提前设备采购。全年增 5 万片 12 英寸产能。管理层指引 2026 年资本支出同比持平，且会增加配套设备采购，并预计增加 4 万片/月。我们认为不同设备采购的进度不同或使部分采购需要一段时间转化为产能。
- 维持买入：**我们认为 4Q25 之后部分设备开始计提折旧或对公司毛利率水平产生一定压力。管理层提到 2026 年折旧水平或同比上升 30%，我们预计折旧增速高于收入增速。管理层同时提到公司尚未达到设备进入和完成折旧的平衡，且压力或会持续到 2027 年。我们下调 2026/2027 年公司毛利率水平到 20.2%/21.6%（前值 23.0%/23.3%）。我们同时调整 2026/2027 年收入预测到 106.9/123.6 亿美元（前值 109.7/122.8 亿美元），我们调整中芯国际目标价到 91 港元（原 93 港元），对应 3.8 倍 2026E 市净率。我们继续长期看好晶圆代工国产替代进程，维持买入。

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)	37.70
市值 (百万港元)	420,058.80
日均成交量 (百万)	88.26
年初至今变化 (%)	(2.03)
200天平均价 (港元)	68.72

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万美元)	8,030	9,327	10,685	12,357	14,060
同比增长 (%)	27.0	16.2	14.6	15.6	13.8
净利润 (百万美元)	493	685	1,199	1,547	2,021
每股盈利 (美元)	0.06	0.09	0.14	0.18	0.24
同比增长 (%)	-45.5	38.6	63.8	29.0	30.7
前EPS预测值 (美元)			0.16	0.18	
调整幅度 (%)			-9.7	0.0	
市盈率 (倍)	145.1	104.7	63.9	49.6	37.9
每股账面净值 (美元)	2.58	2.68	3.05	3.29	3.58
市账率 (倍)	3.47	3.34	2.93	2.73	2.50

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 4Q25 业绩

百万美元	4Q25	4Q24	同比	3Q25	环比	交银国际			VA 预测	差异
						实际值	预测	差异		
营业收入	2,489	2,207	13%	2,382	4%	2,489	2,422	3%	2,414	3%
毛利润	478	499	(4%)	523	(9%)	478	479	(0%)	482	(1%)
净利润	173	108	61%	192	(10%)	173	218	(21%)	214	(19%)
基本 EPS (美元)	0.02	0.01	60%	0.02	(10%)	0.02	0.03	(21%)	0.03	(21%)
利润率	4Q25	4Q24	同比	3Q25	环比	交银国际			VA 预测	差异
毛利率	19.2%	22.6%	(3.4)	22.0%	(2.7)	19.2%	19.8%	(0.6)	20.0%	(0.8)
净利率	6.9%	4.9%	2.1	8.1%	(1.1)	6.9%	9.0%	(2.0)	8.9%	(1.9)

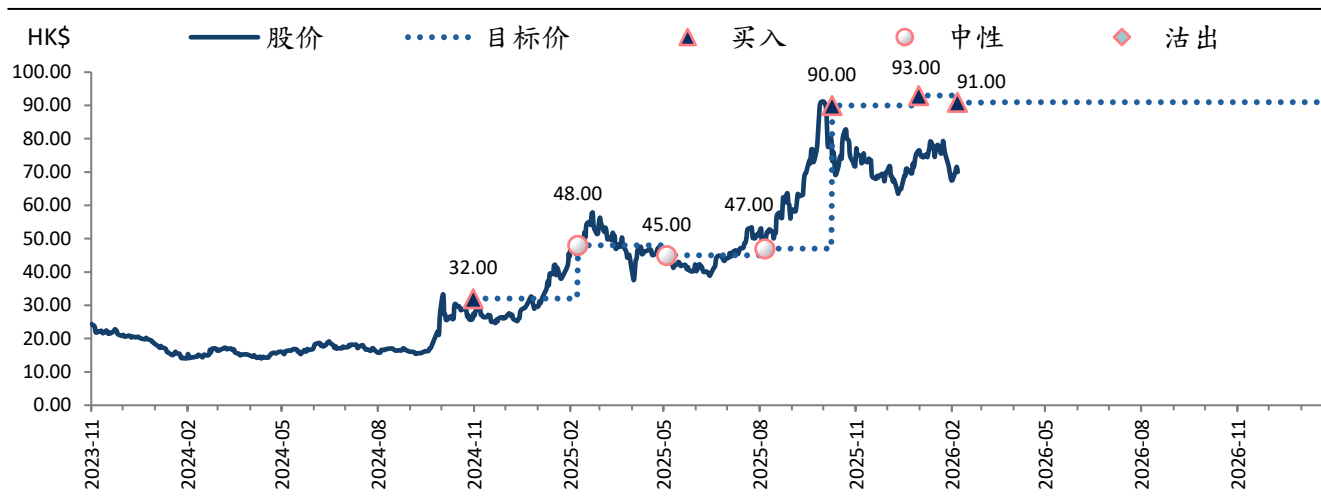
资料来源：Visible Alpha，交银国际预测

图表 2：交银国际预测调整

百万美元	2026E			2027E			2028E		
	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	10,685	10,972	(3%)	12,357	12,276	1%	14,060	-	-
毛利润	2,157	2,520	(14%)	2,672	2,861	(7%)	3,305	-	-
营业利润	654	1,070	(39%)	1,056	1,355	(22%)	1,593	-	-
净利润	1,199	1,328	(10%)	1,547	1,546	0%	2,021	-	-
基本 EPS(美元)	0.14	0.16	(10%)	0.18	0.18	(0%)	0.24	-	-
利润率			百分点			百分点			
毛利率	20.2%	23.0%	(2.8)	21.6%	23.3%	(1.7)	23.5%	-	-
营业费用率	14.1%	13.2%	0.9	13.1%	12.3%	0.8	12.2%	-	-
营业利润率	6.1%	9.8%	(3.6)	8.5%	11.0%	(2.5)	11.3%	-	-
净利率	11.2%	12.1%	(0.9)	12.5%	12.6%	(0.1)	14.4%	-	-

资料来源：交银国际预测

图表 3：中芯国际 (981 HK) 目标价及评级



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	37.10	50.00	34.8%	2025年11月20日	消费电子
981 HK	中芯国际	买入	70.00	91.00	30.0%	2026年02月12日	晶圆代工
TSM US	台积电	买入	361.91	450.00	24.3%	2026年01月16日	晶圆代工
1347 HK	华虹半导体	买入	99.60	91.00	-8.6%	2025年11月07日	晶圆代工
AVGO US	博通	买入	340.44	460.00	35.1%	2025年12月15日	半导体设计
NVDA US	英伟达	买入	188.54	245.00	29.9%	2025年11月21日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	213.57	275.00	28.8%	2025年11月06日	半导体设计
603501 CH	豪威集团	买入	117.29	180.00	53.5%	2025年04月30日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	75.16	76.00	1.1%	2025年10月31日	半导体设计
002371 CH	北方华创	买入	475.00	500.00	5.3%	2025年11月04日	半导体设备
688012 CH	中微公司	买入	346.86	415.00	19.6%	2026年01月27日	半导体设备

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至2026年2月12日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	8,030	9,327	10,685	12,357	14,060
主营业务成本	(6,582)	(7,370)	(8,528)	(9,685)	(10,755)
毛利	1,448	1,957	2,157	2,672	3,305
销售及管理费用	(620)	(569)	(585)	(607)	(621)
研发费用	(765)	(774)	(918)	(1,009)	(1,091)
经营利润	63	614	654	1,056	1,593
财务成本净额	249	25	(12)	(17)	(16)
其他非经营净收入/费用	548	435	739	726	729
税前利润	860	1,073	1,380	1,765	2,307
税费	(130)	(84)	(69)	(88)	(115)
非控股权益	(237)	(304)	(112)	(130)	(170)
净利润	493	685	1,199	1,547	2,021
作每股收益计算的净利润	493	685	1,199	1,547	2,021

资产负债表 (百万元美元)					
截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	6,364	5,873	2,885	3,274	4,764
应收账款及票据	840	1,433	1,608	1,872	2,145
存货	2,958	3,630	3,990	4,566	5,054
其他流动资产	4,621	4,690	4,861	5,040	5,226
总流动资产	14,784	15,625	13,345	14,752	17,188
物业、厂房及设备	28,092	32,558	35,682	37,226	37,813
其他有形资产	432	375	375	375	375
无形资产	24	20	90	150	206
合资企业/联营公司投资	5,800	3,652	3,652	3,652	3,652
其他长期资产	30	41	41	41	41
总长期资产	34,378	36,646	39,840	41,444	42,087
总资产	49,161	52,271	53,185	56,196	59,275
短期贷款	2,926	2,593	2,698	2,808	2,922
应付账款	3,280	2,966	3,260	3,731	4,129
其他短期负债	2,553	1,258	1,309	1,362	1,418
总流动负债	8,760	6,817	7,268	7,901	8,469
长期贷款	8,038	9,995	9,999	10,003	10,007
其他长期负债	494	439	439	439	439
总长期负债	8,532	10,434	10,438	10,442	10,446
总负债	17,292	17,251	17,705	18,343	18,915
股本	32	32	34	34	34
储备及其他资本项目	20,582	21,408	26,094	28,088	30,596
股东权益	20,614	21,440	26,128	28,122	30,630
非控股权益	11,256	13,581	9,351	9,731	9,731
总权益	31,870	35,021	35,479	37,853	40,361

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	493	685	1,199	1,547	2,021
合资企业/联营公司收入调整	237	304	112	130	170
折旧及摊销	3,223	3,810	4,956	5,597	6,156
营运资本变动	(710)	(1,695)	(362)	(494)	(493)
利息调整	(249)	(25)	0	0	0
税费	130	84	0	0	0
其他经营活动现金流	51	31	0	0	0
经营活动现金流	3,176	3,194	5,906	6,780	7,855
资本开支	(7,326)	(8,102)	(8,150)	(7,200)	(6,800)
投资活动	3,025	2,017	0	0	0
其他投资活动现金流	(218)	(410)	0	0	0
投资活动现金流	(4,518)	(6,495)	(8,150)	(7,200)	(6,800)
负债净变动	1,506	(333)	105	110	114
权益净变动	52	192	192	192	192
其他融资活动现金流	50	2,518	189	384	4
融资活动现金流	1,608	2,377	486	685	310
汇率收益/损失	(116)	133	125	125	125
年初现金	6,215	6,364	4,518	2,885	3,274
年末现金	6,364	5,873	2,885	3,274	4,764

财务比率					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(美元)					
核心每股收益	0.062	0.086	0.140	0.181	0.236
每股账面值	2.582	2.677	3.052	3.285	3.578
利润率分析(%)					
毛利率	18.0	21.0	20.2	21.6	23.5
EBITDA利润率	54.5	56.4	62.4	61.9	61.9
EBIT利润率	14.4	15.5	16.1	16.6	18.1
净利率	6.1	7.3	11.2	12.5	14.4
盈利能力(%)					
ROA	1.0	1.4	2.3	2.8	3.5
ROE	1.6	2.0	3.4	4.2	5.2
ROIC	0.1	1.2	1.3	2.0	2.8
其他					
净负债权益比(%)	14.4	19.2	27.7	25.2	20.2
流动比率	1.7	2.3	1.8	1.9	2.0
存货周转天数	157.9	163.1	163.1	161.2	163.2
应收账款周转天数	45.7	44.5	51.9	51.4	52.1
应付账款周转天数	194.3	154.7	133.2	131.7	133.4

交銀國際

香港中环德辅道中 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有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、亲或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、其亲或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、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、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、拔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、上海攀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、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司及智慧互通科技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，或可能以委托人身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，而并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，在参与有关报告中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。