

今日焦點:

► 中芯國際 (0981.HK, 港元71.55元, 市值5,720億港元)

2025年第四季業績：收入勝預期，毛利率受壓

領先的晶圓代工廠中芯國際2025年第四季收入表現優於預期，達到24.9億美元（按年增長12.7%，按季增長4.5%），優於管理層先前給出的按季持平至增長2%的指引。然而，毛利率收窄及營運開支比率上升拖累了盈利能力，導致純利率低於預期。

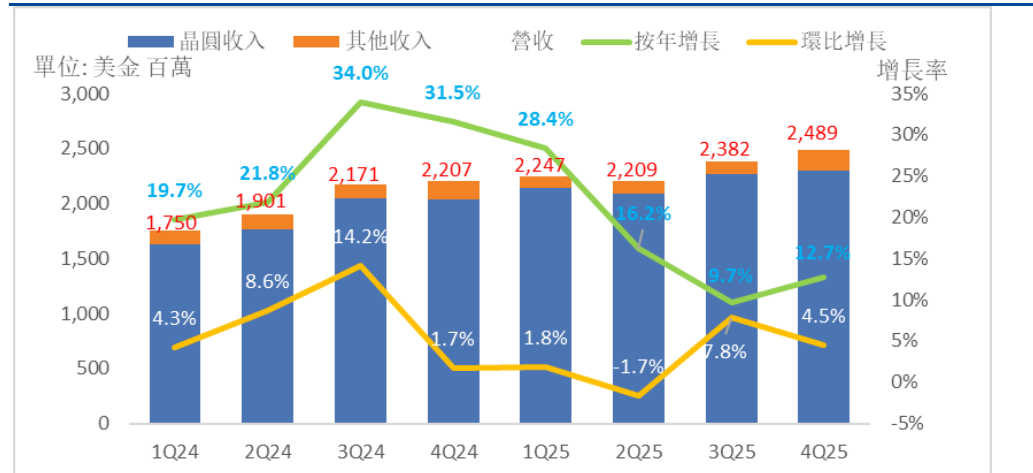
產量方面，在資本開支增加帶動的產能擴充及利用率維持在歷史高位95.7%的支持下，晶圓廠產能（以8吋晶圓折算）攀升至251萬片，創下歷史新高（按年增長26.3%，按季增長0.6%）。

定價方面，平均銷售單價（以8吋晶圓折算）按季上升3.8%至990美元，連續第四個季度改善，主要受12吋晶圓佔比提升所驅動，該佔比較上一季度微升0.2個百分點至77.2%。

按終端市場劃分，智能手機業務佔比穩定在21.5%，止住了前期的下滑趨勢；消費電子業務則持續擴張至47.3%。電腦及平板電腦業務佔比下降至11.8%。消費電子業務佔比上升，亦支持了晶圓產品組合持續向12吋遷移。按地區劃分，本土化需求增強，將中國區收入貢獻推高至87.6%，美洲及歐亞區則分別佔10.3%及2.1%。

毛利率遜於預期：2025年第四季毛利率按季下降2.8個百分點至19.2%，主要由於資本開支增加導致折舊費用上升。折舊及攤銷費用按季增加15.2%，佔銷售成本按季增幅的80%以上。

圖 1: 總營收(美元/百萬)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	27,183	0.6%	6.1%
中資企業指數	9,242	0.8%	3.7%
紅籌指數	4,407	0.3%	9.8%
滬深300指數	4,724	0.1%	2.0%
上海A股	4,329	0.1%	4.5%
上海B股	265	0.0%	4.5%
深圳A股	2,826	0.1%	6.8%
深圳B股	1,250	-0.0%	-1.1%

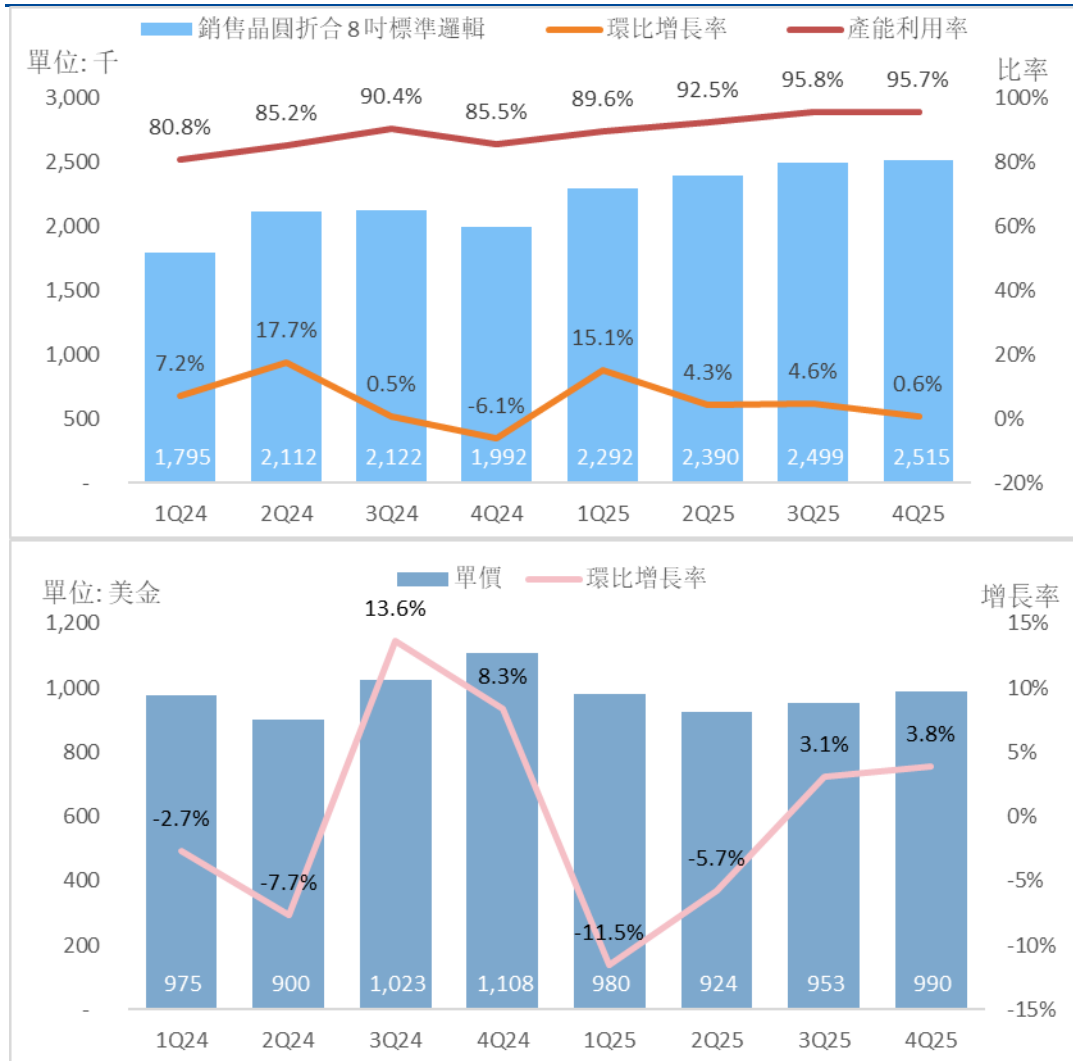
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	50,188	0.1%	4.4%
標普500	6,941	-0.3%	1.4%
美國納斯達克指數	23,102	-0.6%	-0.6%
日經平均指數	57,650	2.3%	14.5%
英國富時指數	10,353	-0.3%	4.3%
法國證券公會指數	8,327	0.1%	2.2%
德國法蘭克福指數	24,987	-0.1%	2.0%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	5,025	-0.6%	16.8%
銅價 (美元/盎司)	3,043	0.6%	19.7%
銀價 (美元/盎司)	80	-3.1%	14.0%
原油 (美元/桶)	63	-0.6%	12.0%
銅價 (美元/盎司)	13,108	0.9%	5.5%
鋁價 (美元/盎司)	3,093	0.3%	3.3%
鉛價 (美元/盎司)	2,088	-1.6%	2.3%
錫價 (美元/盎司)	3,395	1.5%	8.9%
小麥 (美分/蒲式耳)	528	-0.3%	4.2%
玉米 (美分/蒲式耳)	428	-0.3%	-2.6%
糖 (美分/磅)	71	-5.8%	-
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,122	0.7%	7.2%
PVC (美元/噸)	4,961	-0.6%	9.2%
CRB 指數	308	-0.4%	3.0%
BDI		-1.5%	1.0%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.8	154.4	0.8	6.9
港元	0.1		0.1	19.7	9.8	0.9
歐羅	1.2	9.3		183.7	1.1	8.2
日元	0.0	5.1	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.2	1.1	201.0		9.0
人民幣	0.1	1.1	0.1	22.4	0.1	

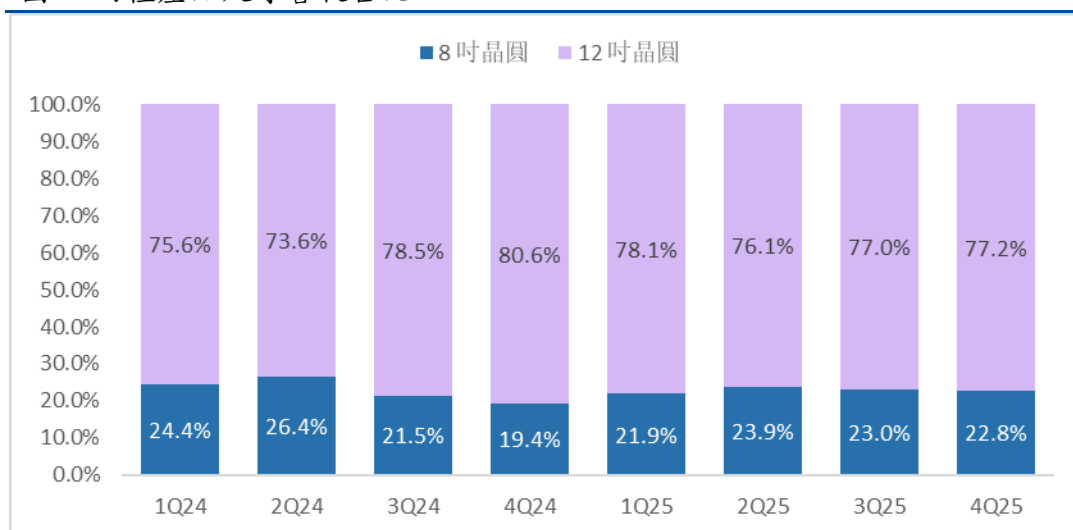
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	17	-1.2%

圖 2: 出貨量和均價



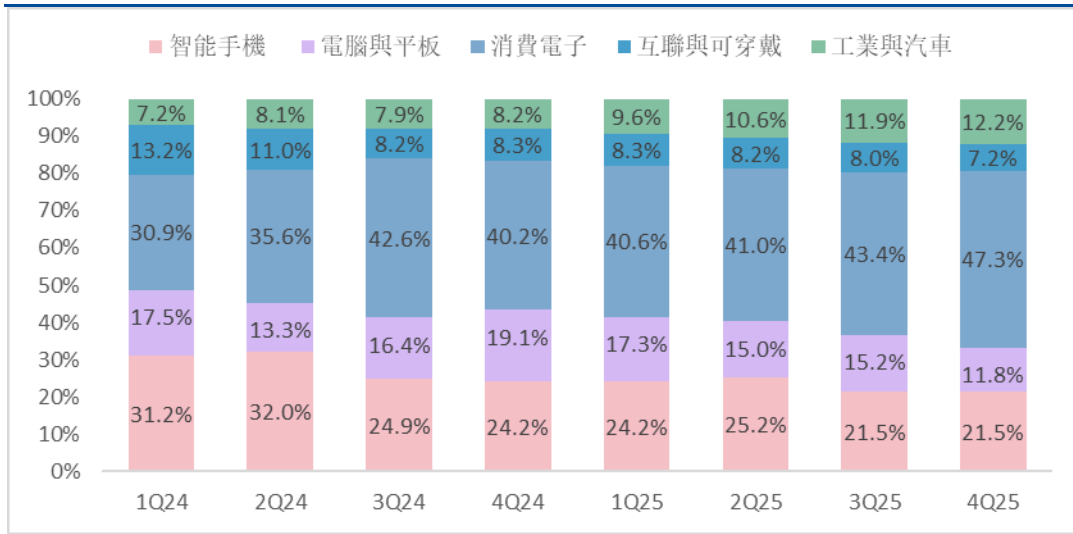
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 3: 兩種產品尺寸營收占比



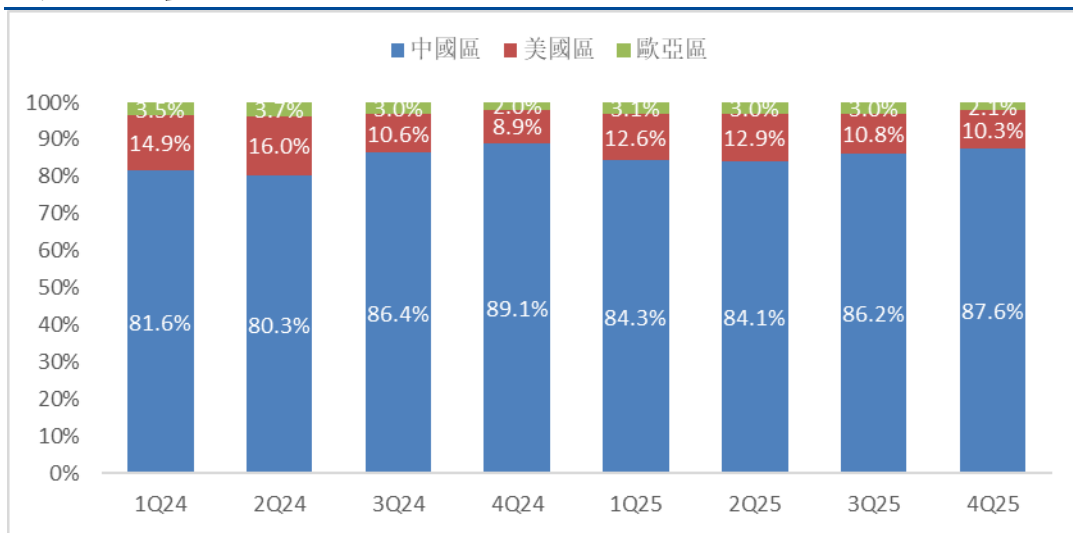
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 4: 不同應用的營收占比



資料來源: 公司數據, 新華滙富

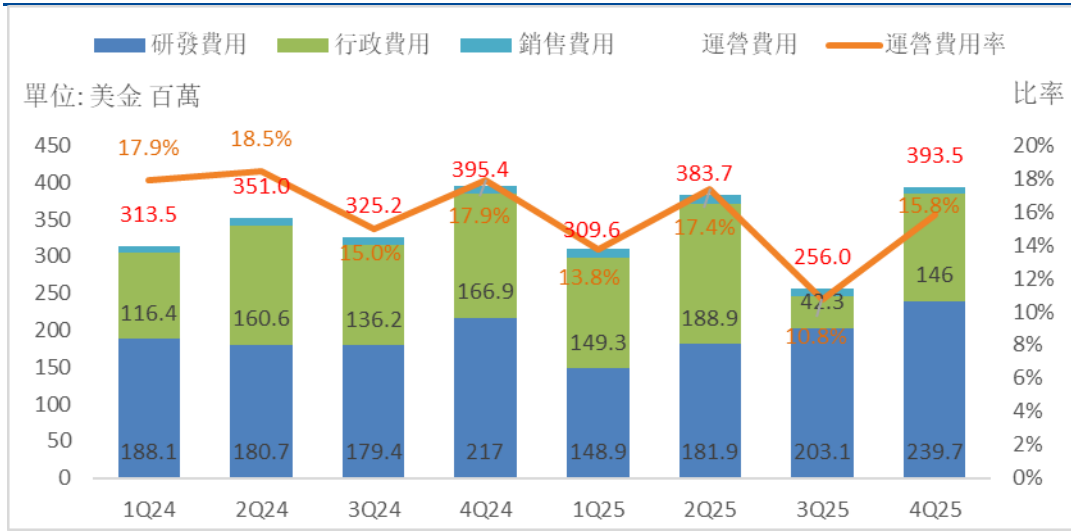
圖 5: 區域營收占比



資料來源: 公司數據, 新華滙富

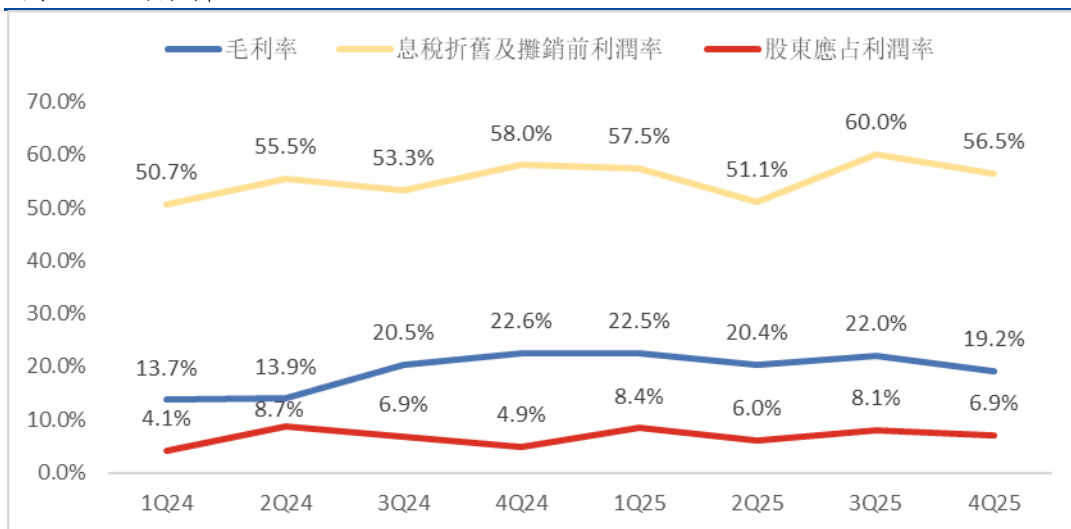
營運開支拖累盈利：2025年第四季營運開支比率按季上升5個百分點至15.8%，主要由研發及一般行政開支增加所帶動。其他收入亦出現惡化，反映財務成本上升，以及其他收益/（虧損）淨額大幅轉為虧損。因此，息稅折舊攤銷前利潤下降至14.1億美元，對應的利潤率為56.5%；而股東應佔利潤則下降至1.73億美元，純利率為6.9%。

圖 6: 運營費用拆解 (美元/百萬)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 7: 盈利分析

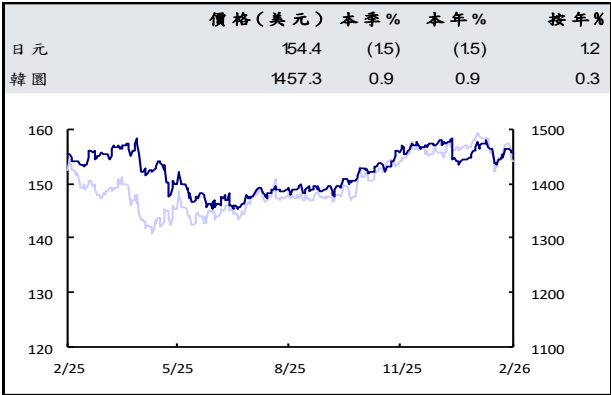
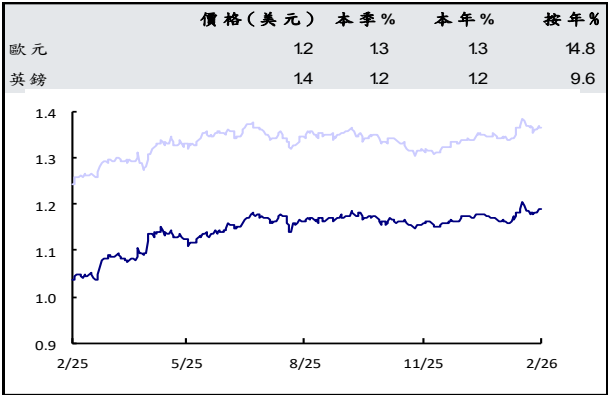
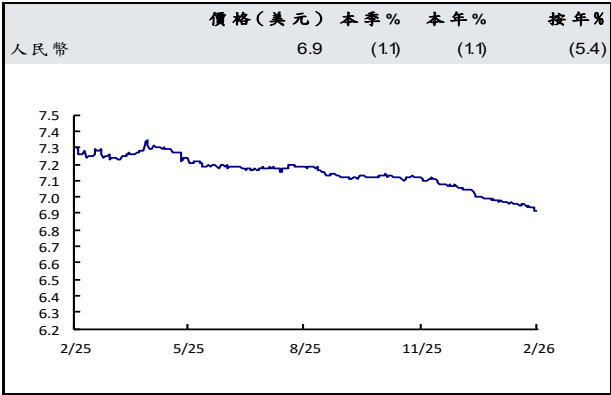
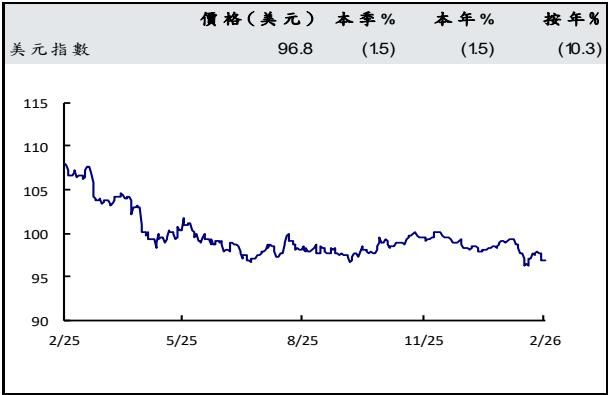
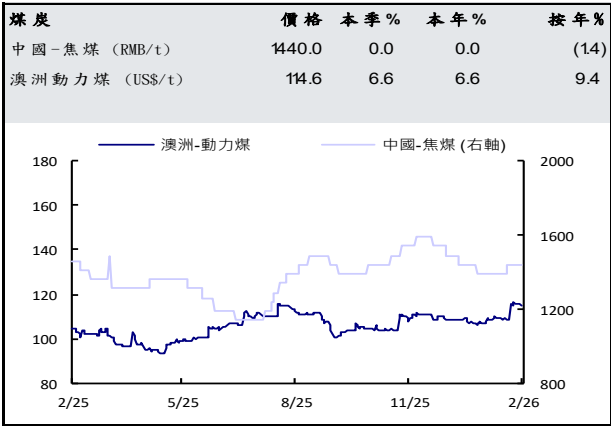
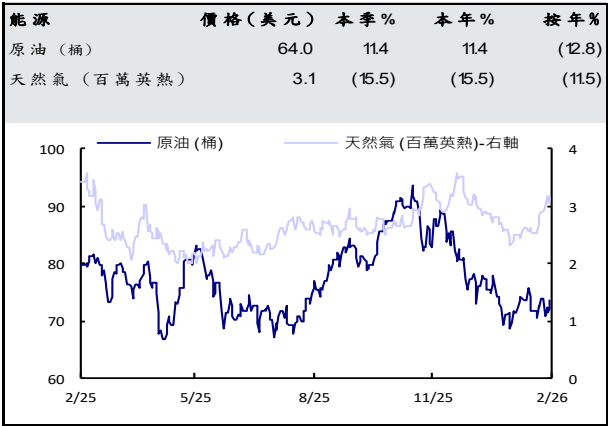
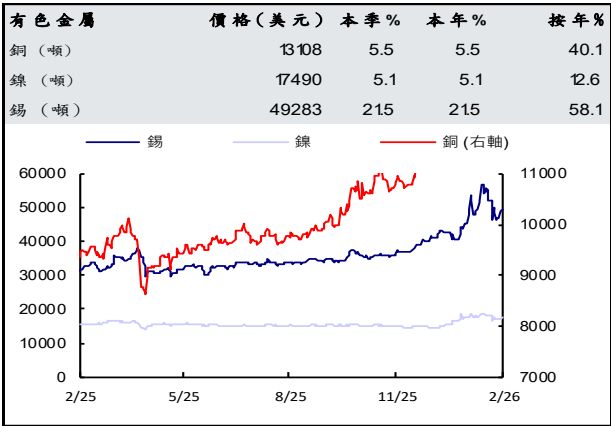
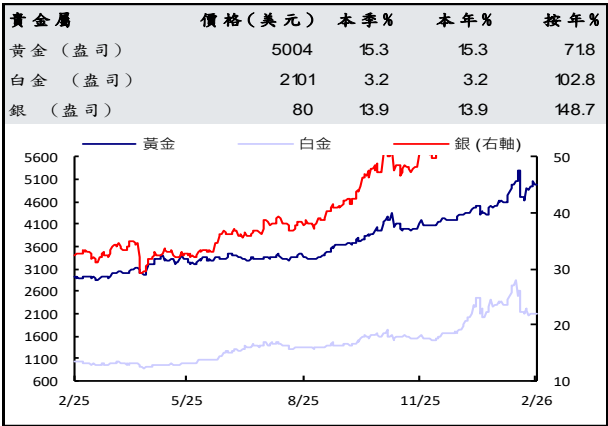


資料來源: 公司數據, 新華滙富

我們的觀點：管理層預期2026年第一季收入將與上季持平，毛利率介乎18-20%，資本開支大致與2025年水平相若，此指引低於市場預期，顯示其對短期需求及盈利復甦持謹慎看法。儘管2025年第四季收入持續增長，但當前較低的毛利率以及對2026年第一季毛利率的溫和展望，很可能反映了先進製程產能爬坡期的效率問題，較低的良率及工藝成熟度正在影響成本吸收並限制利潤率提升。

我們繼續視中芯國際為中國先進邏輯晶片國產替代的核心受益者。外部限制正強化本土化需求，而國產GPU出貨量的加速增長應能進一步支持對先進製程產能的需求。此外，公司持續利用深紫外光刻設備進行工藝迭代，正加強其競爭力，並支持向7奈米級別製程能力推進。我們認為，當前的利潤率壓力屬過渡性質，本土化趨勢的動能以及先進製程良率的改善，有望幫助提升利潤率。該股目前交易於68倍2026財年預測市盈率及3.2倍2026財年預測市帳率。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
零售業銷售額	月		26年2月10日
就業報告	月		26年2月11日
首次申請失業保險金人數	週		26年2月12日
成屋銷售量	月		26年2月12日
消費者物價指數	月		26年2月13日
耐久財訂單	月		26年2月18日
新屋開工與營建許可	月		26年2月18日
工業生產指數	月		26年2月18日
貿易收支	月		26年2月19日
批發庫存	月		26年2月19日
個人收入與支出	月		26年2月20日
國內生產毛額	季		26年2月20日
工廠訂單	月		26年2月23日
消費者信心指數	月		26年2月24日
生產者物價指數	月		26年2月27日
採購經理人指數	月		26年3月2日
新屋銷售	月		26年2月20日
商業庫存	月		26年2月10日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		26年2月10日
生產者物價指數	月		26年2月11日
消費者物價指數	月		26年2月11日
採購經理人指數	月		26年3月4日
外匯儲備	季		26年3月7日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
失業率報告	月		26年2月20日
消費者物價指數	月		26年2月25日
國內生產毛額	季		26年2月25日
貿易收支	月		26年2月27日
M2貨幣供應量	月		26年2月27日
零售業銷售額	月		26年3月4日
採購經理人指數	月		26年3月4日
外匯儲備	月		26年3月6日
生產價格	季		26年3月13日
工業生產報告	季		26年3月13日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員 王學宏 (Howard Wong) 李旭佳 (Alan Li)	電郵 howard.wong@sunwahkingsway.com alan.li@sunwahkingsway.com	電話 (852)22837307 (852)22837306

[illegible]

滙富金融服務有限公司-<http://www.sunwahkingsway.com>
請務必參閱後文重要資訊披露(如有)及免責聲明

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

滙富金融服務及/或其聯屬公司實益擁有中芯國際集成電路製造有限公司(981.HK) 之股票。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
SunwahTower,MezzanineFloor
115NguyenHue
District1
HoChiMinhCity
Vietnam