

今日焦點:

► 中芯國際（0981.HK，報53.00港元，市值4,230億港元）
2025年第二季業績：跌幅小過指引，第三季需求疲軟

2季收入勝預期 付運量增長部分抵銷均價壓力：全球主要晶圓代工廠中芯國際公布，2025年第二季收入按季跌1.7%至22.1億美元，顯著優於管理層此前預期的4-6%跌幅。表現超預期主要受惠晶圓付運量按季增4.3%（相當於239萬片8吋晶圓），部分抵銷平均售價（ASP）按季跌5.7%至每片924美元的壓力。均價下行壓力延續自首季趨勢，主因早期生產維護調整導致晶圓廠良率問題，加上低均價的8吋晶圓佔比提升。

產能利用率攀兩年高位：產能利用率按季升290基點至92.5%，創兩年新高；8吋晶圓月產能增至97.3萬片。區域分布方面，中國市場仍為核心，貢獻84%收入。終端應用中，工業/汽車及消費電子類別份額按季提升——前者反映需求穩健，後者可能受惠於2025年下半年消費補貼及旺季前的提前備貨。

毛利率具韌性 經營溢利銳減：毛利率按季微降21基點至20.4%，高於管理層指引的18-20%，高產能利用率形成支撐。然而經營溢利按季劇跌51.3%至1.51億美元，主要受三大因素拖累：1）營運開支（OPEX）按季急增52.4%；2）折舊費用上升；3）低利潤率8吋晶圓佔比提高。

我們的觀點：管理層對第三季給出謹慎指引：預計收入按季增5-7%至23.2-23.6億美元，毛利率介乎18-20%，低於市場共識的23.7億美元收入及21.1%毛利率預期，反映其對下游需求態度保守。高資本開支（次季達18.9億美元）將使折舊維持高位，短期持續壓制經營利潤率。作為中國晶片製造龍頭，中芯的投資邏輯更繫於先進製程（如14奈米及以下）國產替代進展，而非短期營運波動。現階段需關注兩大變量：1）美國半導體關稅政策調整對供應鏈需求的影響；2）先進製程技術突破進度。該股現交易於2025年預測市盈率70倍及市賬率2.5倍。（研究部）

香港及中國市場指數		收市	每日升跌	今年累升
恒生指數		25,081	0.7%	25.0%
中資企業指數		8,981	0.5%	23.2%
紅籌指數		4,264	1.1%	12.8%
滬深300指數		4,114	0.0%	4.6%
上海A股		3,815	0.2%	0.1%
上海B股		267	-0.4%	0.1%
深圳A股		2,327	-0.1%	13.7%
深圳B股		1,306	0.1%	7.7%

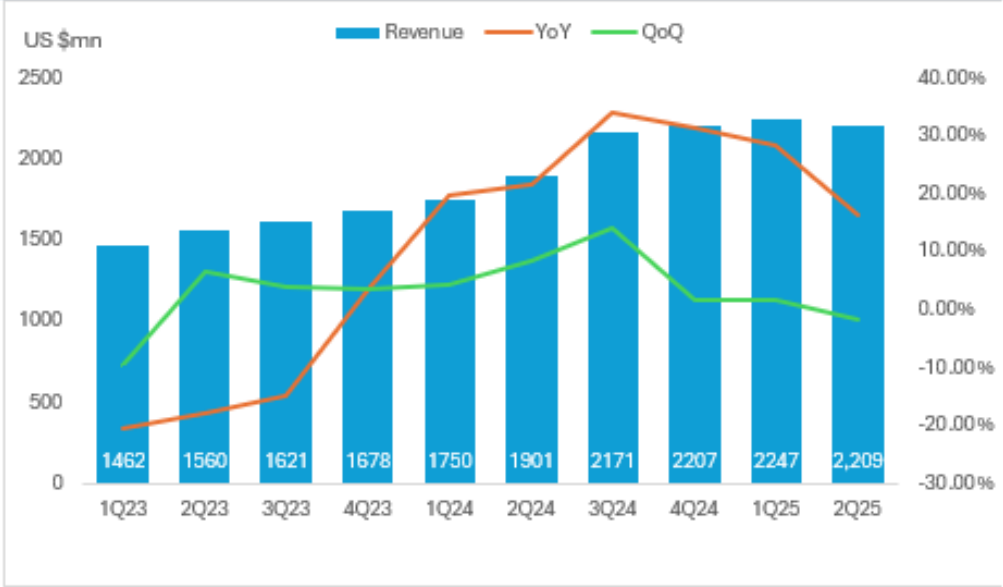
主要市場指數		收市	每日升跌	今年累升
美國道指		43,968	-0.5%	3.3%
標普500		6,340	-0.1%	7.8%
美國納斯達克指數		21,242	0.3%	10.0%
日經平均指數		41,557	1.2%	4.2%
英國富時指數		9,100	-0.7%	11.4%
法國證券公會指數		7,709	1.0%	4.5%
德國法蘭克福指數		24,192	1.1%	21.5%

商品價格		收市	每日升跌	今年累升
金價	(美元/盎司)	3,396	0.8%	29.2%
銅價	(美元/盎司)	2,040	0.4%	14.2%
銀價	(美元/盎司)	38	1.2%	32.4%
原油	(美元/桶)	63	-0.7%	-11.0%
銅價	(美元/盎司)	9,684	0.5%	10.5%
鋁價	(美元/盎司)	2,610	1.9%	2.3%
鎳價	(美元/盎司)	1,340	0.3%	47.1%
鎘價	(美元/盎司)	2,813	2.0%	-5.6%
小麥	(美分/蒲式耳)	518	1.9%	-6.0%
玉米	(美分/蒲式耳)	407	1.4%	-8.2%
糖	(美分/磅)	N/A	N/A	
黃豆	(美分/蒲式耳)	993	0.9%	-2.9%
PVC	(美元/噸)	N/A	N/A	-8.1%
CRB 指數		293	0.2%	3.0%
BDI				100.0%

匯率						
	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	147.1	0.8	7.2
港元	0.1		0.1	18.7	10.3	0.9
歐羅	1.2	9.2		171.7	1.1	8.3
日元	0.0	5.3	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.2	9.7	1.1	182.4		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	20.6	0.1	

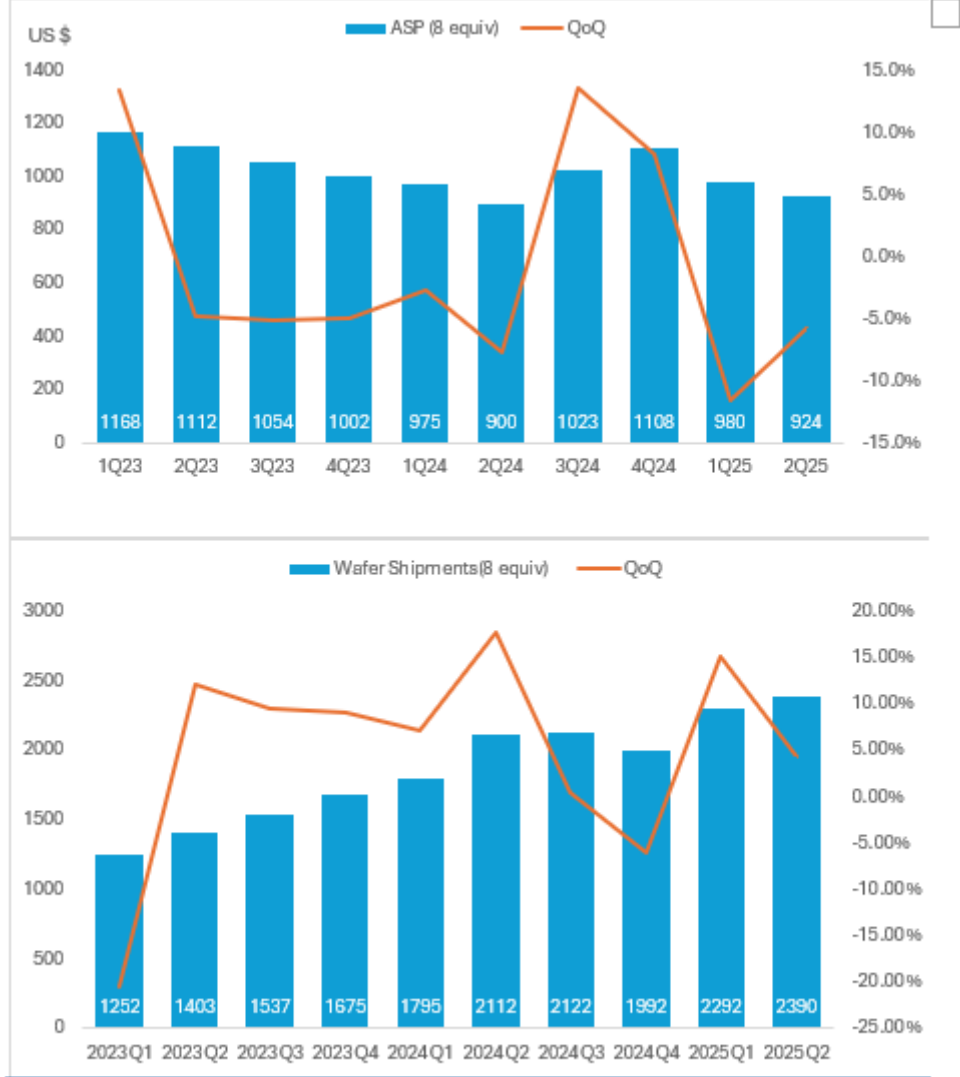
市場情緒		目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期			
希臘		N/A	N/A
愛爾蘭		83	-2.4%
義大利		139	-0.6%
葡萄牙		207	-0.0%
西班牙		108	0.3%
波動率指數		16	-0.9%

圖 1: 總營收 (美元/百萬)



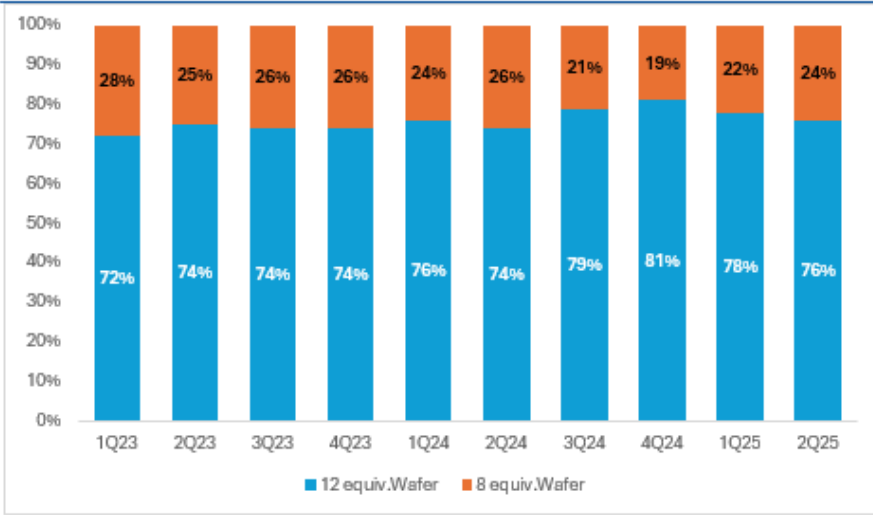
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 2: 出貨量和均價



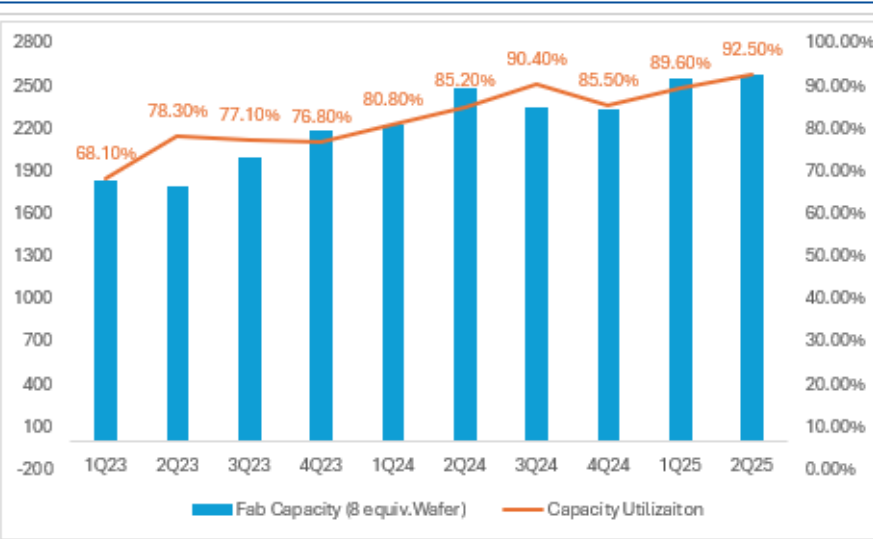
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 3：兩種產品尺寸營收占比



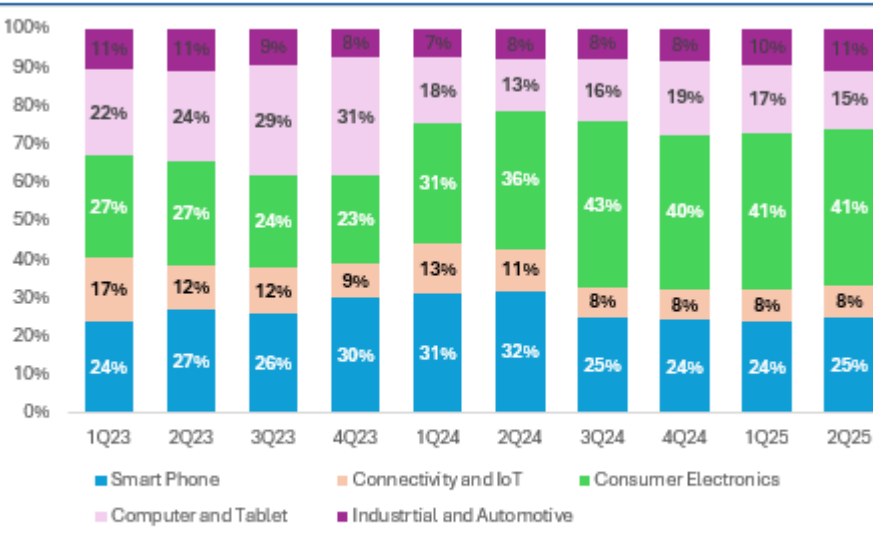
資料來源：公司數據，新華滙富

圖 4：產量和產能利用率



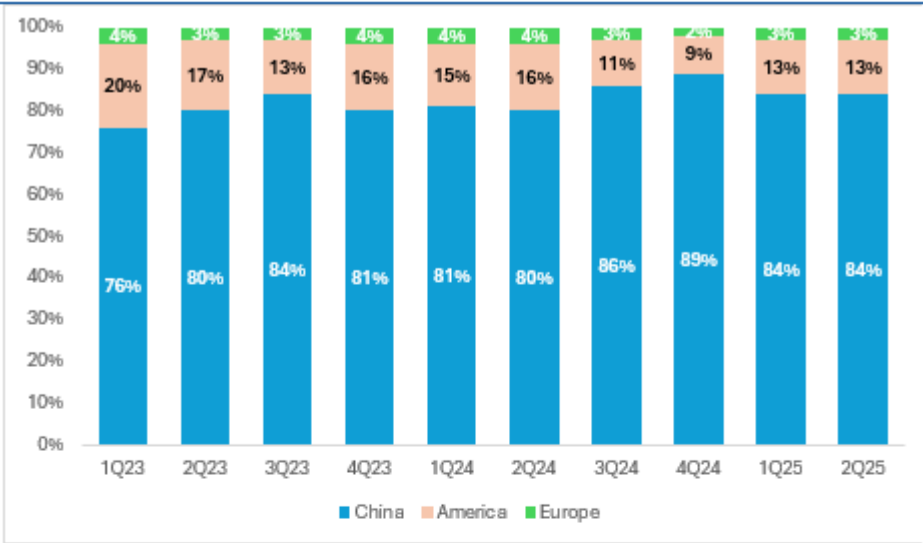
資料來源：公司數據，新華滙富

圖 5：不同應用的營收占比



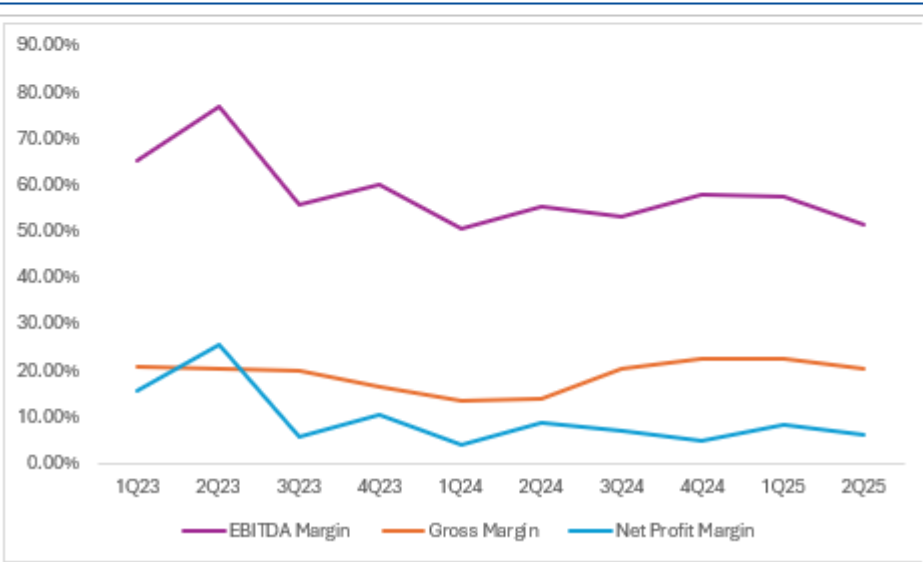
資料來源：公司數據，新華滙富

圖 6: 區域營收占比 (美元/百萬)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

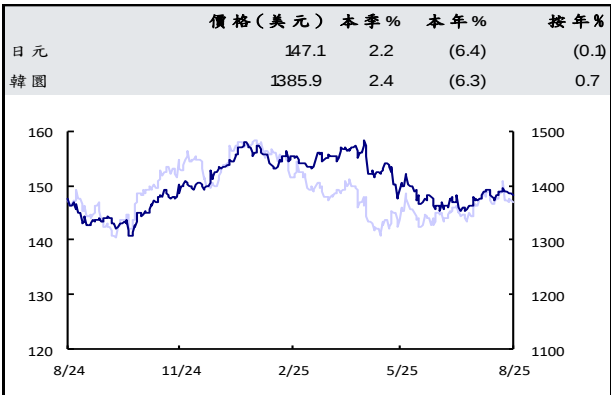
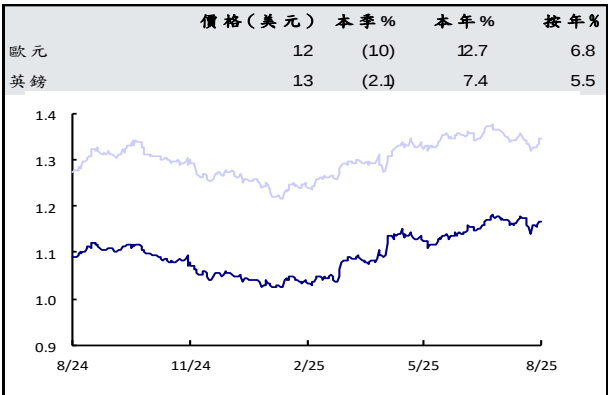
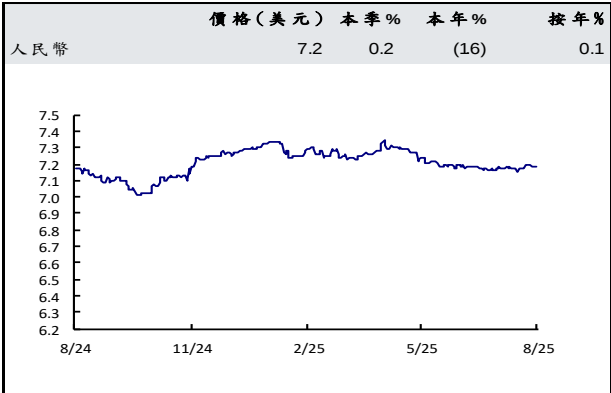
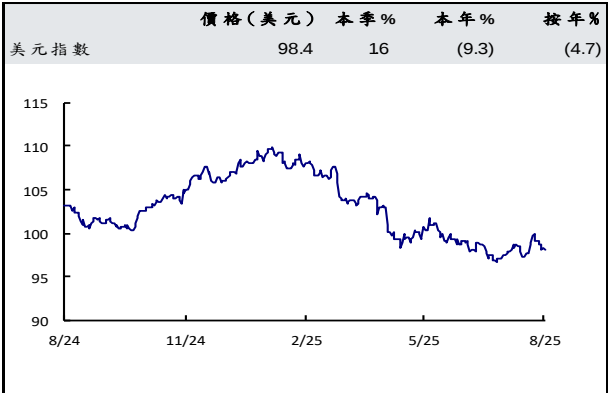
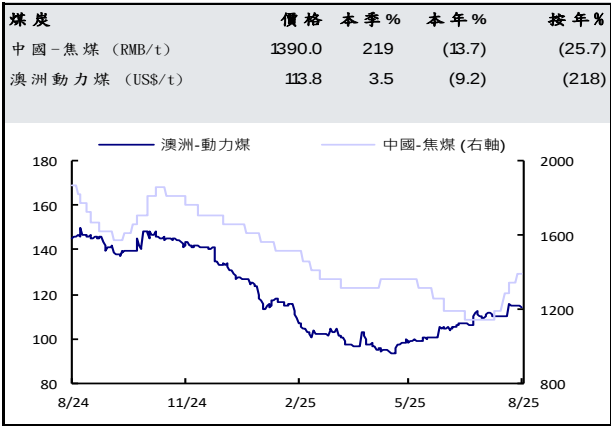
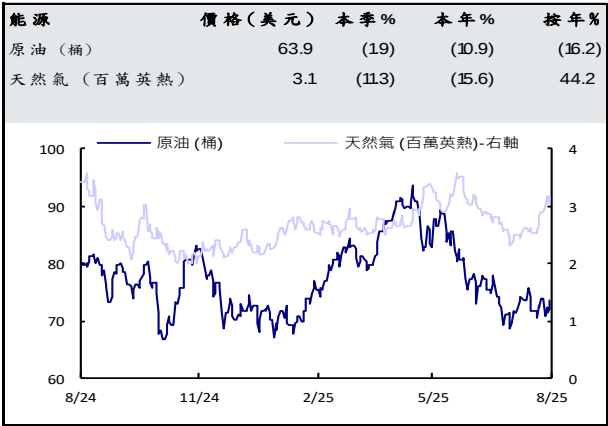
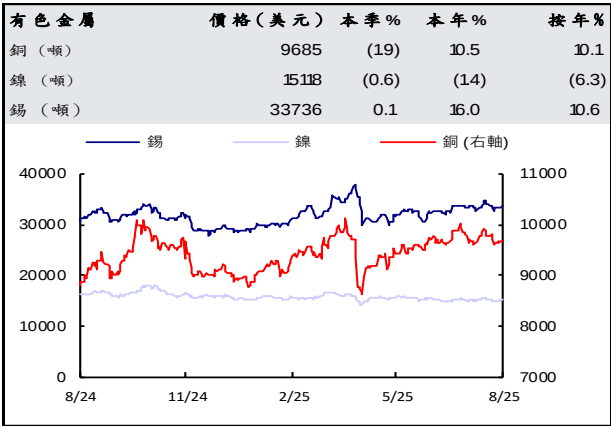
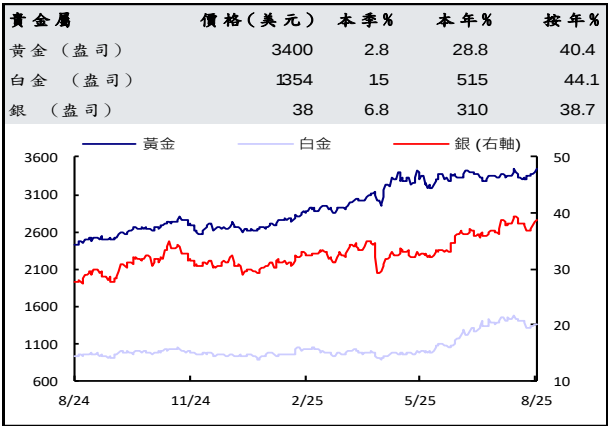
圖 7: 盈利分析



資料來源: 公司數據, 新華滙富

美元\$百萬	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
總營收	1,462.3	1,560.4	1,620.6	1,678.3	1,750.2	1,901.3	2,171.2	2,207.3	2,247.2	2209.1
同比	-20.6%	-18.0%	-15.0%	3.5%	19.7%	21.8%	34.0%	31.5%	28.4%	16.2%
環比	-9.8%	6.7%	3.9%	3.6%	4.3%	8.6%	14.2%	1.7%	1.8%	-1.7%
總成本	1,157.6	1,243.9	1,299.0	1,403.3	1,510.5	1,636.2	1,727.0	1,708.3	1,741.3	1759.3
毛利潤	304.7	316.5	321.6	275.0	239.7	265.1	444.2	499.0	505.9	449.8
同比	-59.4%	-57.8%	-56.7%	-47.0%	-21.3%	-16.2%	38.1%	81.5%	111.0%	69.7%
環比	-41.3%	3.9%	1.6%	-14.5%	-12.8%	10.6%	67.5%	12.3%	1.4%	-
毛利率	20.8%	20.3%	19.8%	16.4%	13.7%	13.9%	20.5%	22.6%	22.5%	20.4%
銷售費用	8.1	9.3	9.5	9.3	9.0	9.7	9.6	11.5	11.4	12.9
占比	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%
管理費用	99.9	106.4	128.1	147.8	116.4	160.6	136.2	166.9	149.3	188.9
占比	6.8%	6.8%	7.9%	8.8%	6.6%	8.4%	6.3%	7.6%	6.6%	8.6%
研發費用	167.7	177.6	172.8	189.1	188.1	180.7	179.4	217.0	148.9	181.9
占比	11.5%	11.4%	10.7%	11.3%	10.7%	9.5%	8.3%	9.8%	6.6%	8.2%
運營成本比例	15.0%	15.2%	14.5%	10.0%	13.5%	9.4%	12.6%	12.9%	8.7%	13.5%
EBITDA	951.5	1200.6	901.3	1010.9	886.7	1055.9	1157.3	1279.9	1291.8	1129.4
Ebitda 率	65.1%	76.9%	55.6%	60.2%	50.7%	55.5%	53.3%	58.0%	57.5%	51.5%
淨利潤	231.1	402.8	94.0	174.7	71.8	164.6	148.8	107.6	188.0	132.5
淨利率	15.8%	25.8%	5.8%	10.4%	4.1%	8.7%	6.9%	4.9%	8.4%	6.0%
折舊攤銷	631.5	656.5	679.3	700.0	745.5	1,498.7	831.1	1,637.3	865.6	878.8
占比	43.2%	42.1%	41.9%	41.7%	42.6%	78.8%	38.3%	74.2%	38.5%	39.8%
資本開支	1258.6	1731.5	2134.7	2340.9	2235.4	2251.4	1178.8	1660.1	1415.5	1885.1
現金	9108.9	7661.8	7099.0	6429.7	5579.1	3795.4	3884.4	6636.4	4701.3	5082.7
資產負債率	31.6%	32.2%	31.5%	33.1%	33.47%	31.7%	31.2%	36.4%	34.9%	36.5%
自由現金流	-525.9	-936.2	-1452.4	-1357.7	-1435.8	-2342.2	-644.4	-66.3	-1990.0	

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
首次申請失業保險金人數	週		25年8月7日
批發庫存	月		25年8月7日
消費者物價指數	月		25年8月12日
生產者物價指數	月		25年8月14日
商業庫存	月		25年8月15日
零售業銷售額	月		25年8月15日
工業生產指數	月		25年8月15日
新屋開工與營建許可	月		25年8月19日
成屋銷售量	月		25年8月21日
新屋銷售	月		25年8月25日
耐久財訂單	月		25年8月26日
消費者信心指數	月		25年8月26日
國內生產毛額	季		25年8月28日
個人收入與支出	月		25年8月29日
採購經理人指數	月		25年9月2日
工廠訂單	月		25年9月3日
貿易收支	月		25年9月4日
就業報告	月		25年9月5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		25年8月9日
生產者物價指數	月		25年8月9日
消費者物價指數	月		25年8月9日
零售業銷售額	月		25年8月15日
工業生產報告	月		25年8月15日
採購經理人指數	月		25年8月31日
外匯儲備	季		25年9月7日
貿易收支	月		25年9月8日
國內生產毛額	年		25年10月20日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
國內生產毛額	季		25年8月15日
失業率報告	月		25年8月19日
消費者物價指數	月		25年8月21日
貿易收支	月		25年8月26日
M2貨幣供應量	月		25年8月29日
零售業銷售額	月		25年9月1日
採購經理人指數	月		25年9月3日
外匯儲備	月		25年9月5日
生產價格	季		25年9月15日
工業生產報告	季		25年9月15日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員 王學宏 (Howard Wong) 劉恩妍 (Ensley Liu)	電郵 Howard.wong@sunwahkingsway.com Ensley.liu@sunwahkingsway.com	電話 (852)22837307 (852)22837618

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。

2025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