

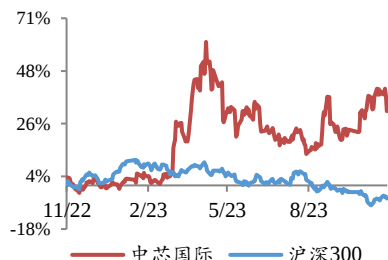
收入环比持续提升，全年资本开支上调

投资评级：增持（首次）

报告日期：2023-11-17

收盘价（元）	53.70
近 12 个月最高/最低（元）	66.50/40.01
总股本（百万股）	7946
流通股本（百万股）	1974
流通股比例（%）	24.84
总市值（亿元）	4267
流通市值（亿元）	1060

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001

邮箱：chenyaobo@hazq.com

主要观点：

● 事件

公司发布 2023 年三季报，根据公告，公司 23 年前三季度实现收入 330.98 亿元，同比减少 12.35%；实现归母净利润 36.75 亿元，同比减少 60.86%；实现扣非净利润 22.72 亿元，同比减少 71.50%；毛利率 23.01%，净利率 14.51%。

23Q3，公司实现单季度收入 117.80 亿元，同比下滑 10.56%，环比增长 6.04%；实现单季度归母净利润 6.78 亿元，同比下滑 78.41%，环比减少 51.78%；实现单季度扣非净利润 6.27 亿元，同比下滑 77.61%，环比下滑 18.47%；毛利率 24.05%，环比增长 1.91pct，净利率 9.55%。

● **国内消费市场复苏+客户在市场上的份额提升，公司收入实现环比增长**
根据公司公告，公司 23Q3 单季度收入占比中，中国区收入占比 84%，美国区占比 12.9%，欧亚区收入占比 3.1%。相比 23Q2，公司 23Q3 来自于中国区的收入环比提升 11.91%，来自于美国区的收入环比减少 22.27%。我们认为，公司收入实现环比增长主要受益于①国内消费市场进入传统旺季②受地缘政治因素和成本竞争带来的产业链重组，公司的中国客户在市场上的份额有所提升。

● 受产能利用率下滑影响，公司盈利能力阶段性承压

公司整体出货量持续增长，但由于作为分母的总产能增至 79.6 万片，所以平均产能利用率下降了 1.2pct，导致公司归母净利润同比减少。同时，公司 23Q3 单季度归母净利润环比下滑，还受到投资净收益亏损、资产减值损失扩大的影响。

● 为保证已启动的项目达产，公司上调 23 年全年资本开支至 75 亿美元

公司 23 年初预计全年资本开支同比基本持平（公司 22 年全年资本开支约 63.5 亿美元）。截至 23 年第三季度末，公司累计 23 年前三季度资本开支约 51 亿美元，23Q3 单季度资本开支约 21 亿美元。由于地缘政治对设备交付周期的影响复杂化，为保证已启动的项目达产，公司上调全年资本开支至 75 亿美元。

● 投资建议

我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 50.04/71.54/88.92 亿元，对应 PE 为 85.28/59.64/47.99 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

下游需求恢复不及预期、地缘政治风险、研发与技术迭代不及预期。

● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	495.16	450.36	506.74	588.94
收入同比 (%)	39.0%	-9.0%	12.5%	16.2%
归属母公司净利润	121.33	50.04	71.54	88.92
净利润同比 (%)	13.0%	-58.8%	43.0%	24.3%
毛利率 (%)	38.3%	22.8%	22.8%	22.8%
ROE (%)	9.1%	3.5%	4.7%	5.6%
每股收益 (元)	1.53	0.63	0.90	1.12
P/E	26.89	85.28	59.64	47.99
P/B	2.44	2.97	2.83	2.67
EV/EBITDA	11.37	13.80	13.27	11.34

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 中芯国际：国产集成电路制造业领导者，静待行业筑底反转.....	5
1.1 国产晶圆代工龙头，多元化产品及研发布局.....	5
1.2 消费需求有所回暖，公司上调全年资本开支以保项目达产	7
风险提示：	7
财务报表与盈利预测	8

图表目录

图表 1 公司业务覆盖多个环节	5
图表 2 公司下游营收占比（截至 23Q3）	6
图表 3 公司在研项目（截止 2023 年 6 月 30 日）	6
图表 4 全球手机出货量情况	7
图表 5 全球电脑出货量情况	7

1 中芯国际：国产集成电路制造业领导者，静待行业筑底反转

1.1 国产晶圆代工龙头，多元化产品及研发布局

公司是世界领先的集成电路晶圆代工企业之一，也是中国大陆集成电路制造业领导者。公司拥有领先的工艺制造能力、产能优势、服务配套，向全球客户提供 0.35 微米到 FinFET 不同技术节点的晶圆代工与技术服务。公司总部位于中国上海，拥有全球化的制造和服务基地，在上海、北京、天津、深圳建有三座 8 英寸晶圆厂和四座 12 英寸晶圆厂；在上海、北京、天津各有一座 12 英寸晶圆厂在建中。公司除高端的制造能力之外，还为客户提供全方位的晶圆代工解决方案，包括光罩制造、IP 研发及后段辅助设计服务等一站式服务(包含凸块加工服务、晶圆探测，以及最终的封装、测试等)。公司的工艺技术平台涵盖先进制程、成熟制程和特殊工艺平台。

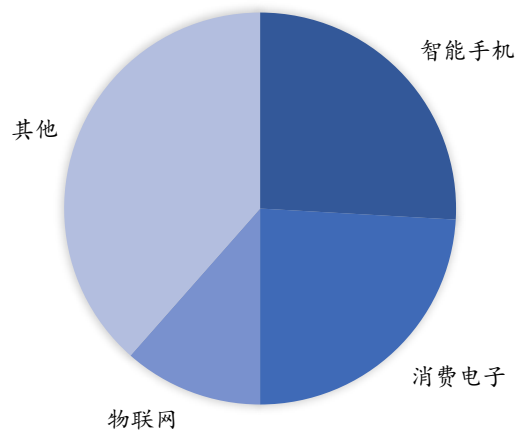
图表 1 公司业务覆盖多个环节



资料来源：公司官网，华安证券研究所

产品布局多元化，智能手机和消费电子为主要下游产品应用。公司具备逻辑电路、电源/模拟、高压驱动、嵌入式非挥发性存储、非易失性存储、混合信号/射频、图像传感器等多个技术平台的量产能力，可为客户提供智能手机、消费电子、智能家居等不同领域集成电路晶圆代工及配套服务。23Q3 单季度，公司来自于智能手机和消费电子的收入占比分别为 25.9%、24.1%。智能手机和消费电子晶圆代工作为公司营收的核心组成部分，其行业景气度对公司业绩表现具有较大影响。

图表 2 公司下游营收占比 (截至 23Q3)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

高强度研发助推公司成长，多项在研项目彰显技术实力。为保持技术领先，公司多个平台项目开发按计划进行,包括中国大陆领先的 28 纳米 HKD 超低功耗平台、40 纳米嵌入式存储工艺汽车平台、40nm 超低功耗平台优化等。截至 2023 年上半年，公司 4X 纳米 NOR Flash 工艺平台项目、55 纳米高压显示驱动汽车工艺平台项目、0.13 微米 EEPROM 汽车电子平台研发项目和 0.18 微米图像传感器环境光近场光光感项目已完成研发，进入小批量试产。

图表 3 公司在研项目 (截止 2023 年 6 月 30 日)

项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
28 纳米 HKD 超低功耗平台项目	在 28HKC+ 工艺平台基础上，进一步提升性能，工艺定版，开发全套器件和低功耗 SRAM，工艺和产品可靠性验证顺利推进，推出模型和设计工具包。	以 28HKC+ 工艺平台为基础，进一步提升性能，完成平台开发，包括逻辑器件以及低功耗 SRAM，推出模型和 PDK，进一步满足消费电子在低功耗性能上的需求。	中国大陆领先	主要应用于物联网、消费电子等领域。
40 纳米嵌入式存储工艺汽车平台项目	平台工艺、器件可靠性通过汽车电子标准，产品导入验证中。	完成平台开发，工艺及 IP 可靠性达到车规级标准，满足汽车电子产品需求。	中国大陆领先	主要应用于汽车电子领域，实现汽车电子智能化需求。
40 纳米超低功耗平台优化项目	基于 40 纳米低功耗平台开发更低功耗和低漏电平台，产品设计引入中。	完成平台开发，导入客户，并实现批量生产。	中国大陆领先	主要应用于蓝牙、Wi-Fi 等低功耗消费类终端。
8 英寸及 12 英寸 BCD 平台持续研发项目	多平台开发进行中，部分平台完成工艺定版，并有产品导入中。	商用平台性能进一步提升，拓展更多器件范围，并实现风险量产。	中国大陆领先	主要应用于电源管理、工业应用、车用芯片等。

0.11 微米混合信号纯铝后段项目	完成后段工艺开发, 性能达标, 工艺可靠性验证顺利推进完成, 正在验证客户产品。	完成自主平台开发, 提供全套 IP 及有竞争力的 SRAM, 导入客户实现批量生产。	中国大陆领先	主要应用于蓝牙、家用电器等消费电子领域。
-------------------	--	--	--------	----------------------

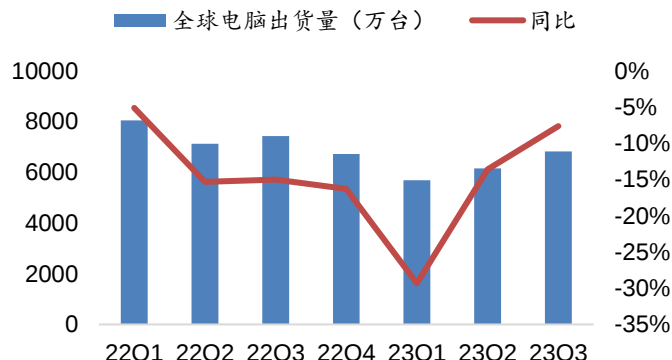
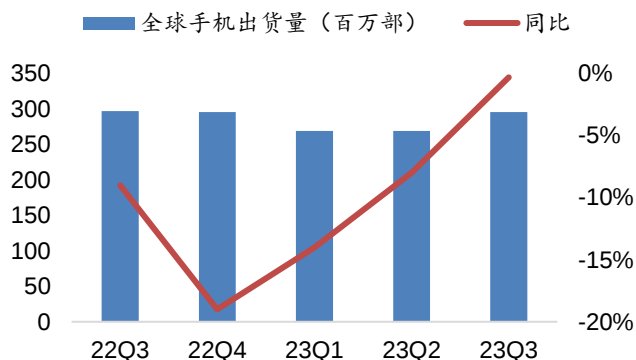
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

1.2 消费需求有所回暖, 公司上调全年资本开支以保项目达产

23Q3 全球手机及 PC 出货量同比降幅继续收窄, 消费电子逐步复苏有望带动公司业绩回暖。根据 TechInsights, 2023 年 3 季度全球智能手机出货量 2.96 亿部, 同比下降 0.3%, 上一季度同比降幅为-8%, 出货量同比情况已连续四个季度好转。库存水平和终端用户需求持续改善, 叠加苹果、华为等主要手机厂商新机发布, 带动全球智能手机市场回暖。根据 IDC, 2023 年 3 季度全球 PC 出货量 6820 万台, 同比下降 7.6%, 自 2022 年 1 季度以来同比降幅首次收窄至个位数。Intel, AMD 等海外大厂指引 PC 库存周期已经接近底部, AI PC 或将驱动 2024 年 PC 出货量继续好转。随着下游消费电子需求的改善, 公司相关业绩有望随之提升。

图表 4 全球手机出货量情况

图表 5 全球电脑出货量情况



资料来源: TechInsights, 华安证券研究所

资料来源: IDC, 华安证券研究所

为保证已启动的项目达产, 公司上调全年资本开支至 75 亿美元。公司 23 年年初预计全年资本开支同比基本持平。但由于地缘政治对设备交付周期的影响变得越来越复杂, 为保证已启动的项目达产, 公司上调全年资本开支至 75 亿美元。

风险提示:

下游需求恢复不及预期、地缘政治风险、研发与技术迭代不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1156	806	686	650	营业收入	495	450	507	589
现金	749	365	208	120	营业成本	306	348	391	455
应收账款	48	38	42	49	营业税金及附加	3	2	2	3
其他应收款	4	4	5	5	销售费用	2	2	3	3
预付账款	7	7	8	9	管理费用	30	31	30	32
存货	133	172	195	229	财务费用	-16	-37	-16	-5
其他流动资产	214	220	228	237	资产减值损失	-4	-11	0	0
非流动资产	1895	2498	2809	3074	公允价值变动收益	1	3	3	3
长期投资	134	134	134	134	投资净收益	8	4	10	18
固定资产	854	1134	1287	1404	营业利润	148	69	92	114
无形资产	34	34	34	34	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	873	1197	1353	1502	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	3051	3304	3495	3723	利润总额	148	69	92	114
流动负债	479	586	651	734	所得税	1	4	6	7
短期借款	45	95	145	195	净利润	147	65	86	107
应付账款	40	43	43	44	少数股东损益	25	15	15	18
其他流动负债	393	447	463	495	归属母公司净利润	121	50	72	89
非流动负债	555	585	624	663	EBITDA	274	334	366	444
长期借款	468	498	538	578	EPS (元)	1.53	0.63	0.90	1.12
其他非流动负债	88	87	86	85					
负债合计	1034	1170	1275	1396					
少数股东权益	683	698	713	731					
股本	2	2	2	2					
资本公积	995	1022	1022	1022					
留存收益	336	412	483	572					
归属母公司股东权益	1334	1436	1507	1596					
负债和股东权益	3051	3304	3495	3723					

现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	366	360	353	416	成长能力				
净利润	147	65	86	107	营业收入	39.0%	-9.0%	12.5%	16.2%
折旧摊销	154	302	290	335	营业利润	26.8%	-53.2%	32.7%	24.3%
财务费用	13	12	14	15	归属于母公司净利润	13.0%	-58.8%	43.0%	24.3%
投资损失	-8	-4	-10	-18	获利能力				
营运资金变动	60	-23	-21	-17	毛利率 (%)	38.3%	22.8%	22.8%	22.8%
其他经营现金流	87	97	101	117	净利率 (%)	24.5%	11.1%	14.1%	15.1%
投资活动现金流	-695	-891	-591	-583	ROE (%)	9.1%	3.5%	4.7%	5.6%
资本支出	-417	-796	-597	-596	ROIC (%)	4.5%	1.1%	2.4%	3.2%
长期投资	-296	13	-4	-4	偿债能力				
其他投资现金流	18	-108	10	18	资产负债率 (%)	33.9%	35.4%	36.5%	37.5%
筹资活动现金流	233	154	81	79	净负债比率 (%)	51.3%	54.9%	57.4%	60.0%
短期借款	34	50	50	50	流动比率	2.42	1.38	1.05	0.89
长期借款	154	30	40	40	速动比率	1.76	0.75	0.45	0.30
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	17	26	0	0	总资产周转率	0.19	0.14	0.15	0.16
其他筹资现金流	28	48	-9	-11	应收账款周转率	10.76	10.52	12.70	12.89
现金净增加额	-64	-384	-157	-87	应付账款周转率	8.31	8.32	9.00	10.45

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	1.53	0.63	0.90	1.12	P/E	26.89	85.28	59.64	47.99
每股经营现金流 (摊薄)	4.61	4.53	4.44	5.24	P/B	2.44	2.97	2.83	2.67
每股净资产	16.86	18.07	18.97	20.09	EV/EBITDA	11.37	13.80	13.27	11.34

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：陈耀波，华安证券电子行业首席分析师。北京大学金融管理双硕士，有工科交叉学科背景。曾就职于广发资管，博时基金投资部等，具有 8 年买方投研经验

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。