

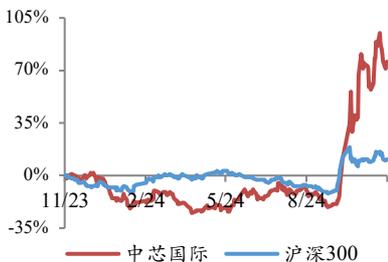
晶圆本土化需求推动收入新高, 单季毛利率显著改善

投资评级: 增持 (维持)

报告日期: 2024-11-20

收盘价 (元)	94.90
近 12 个月最高/最低 (元)	109.50/40.01
总股本 (百万股)	7,975
流通股本 (百万股)	1,988
流通股比例 (%)	24.93
总市值 (亿元)	7,568
流通市值 (亿元)	1,887

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

分析师: 李美贤

执业证书号: S0010524020002

邮箱: limeixian@hazq.com

相关报告

1. 中芯国际: 收入环比持续提升, 全年资本开支上调 2023-11-19

主要观点:

● 事件

中芯国际在 2024 年前三季度实现收入 419 亿元, 同比增长 27%; 归母净利润 27 亿元, 同比下降 26%; 扣非归母净利润 22 亿元, 同比下降 10%。

公司在 24Q3 实现收入 156 亿元, 环比增长 14%, 同比增长 33%; 归母净利润 11 亿元, 环比略降 7%, 同比增长 56%; 扣非归母净利润 9 亿元, 环比增长 37%, 同比增长 32%。

● 本土化需求推动单季收入新高, 单价环比显著提升带来毛利大幅改善

随着晶圆本土化需求加速提升, 12 寸部分节点价格向好, 叠加出货增长弥补 8 寸出货减少 (8 寸部分出货提前至二季度), 公司 Q3 收入创历史新高。Q3 公司产能利用率继续改善, 达到 90%+ (环比+5 pct)。由于 12 寸出货占比提升, 平均单价在连续 5 个季度下降后首次回升, 环比 +15%, 带动 Q3 毛利率环比增长 7 pct 至 21% (IFRS)。

● 温和复苏下仍看到 Q4 指引乐观, CAPEX 压力有望缓解

公司看到半导体行业整体温和复苏, 消费类市场在逐步恢复, 随着单价更高的 12 寸占比提升, 公司预计 Q4 收入环比+0~2%, 毛利率在 18%~20% 的区间。根据 SEMI 数据, 2026 年中国大陆 12 寸晶圆产能占全球比例将达到 25%, 跃升至全球第一的位置。公司作为本土晶圆制造佼佼者, 有望充分受益晶圆制造国产化。公司近年来正积极进行产能扩张, Q3 新增 2 万片 12 寸月产能, 预计 Q4 再释放 3 万片, 年底月产能预计达到 95 万片左右 (折合 8 寸), 相比去年底增长月产能 15 万片。Q3 公司 CAPEX 为 84 亿人民币, 环比下降 48%, 回落至 23Q1 水平。公司预计明年的产能增量幅度会少于今年。随着新增产线设备陆续到位, 我们预计明年来自 CAPEX 的压力减少, 叠加晶圆本土化需求增长, 公司有望进入业绩释放期。

● 投资建议

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 38、49、61 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.48、0.61、0.77 元, 最新收盘价对应 PE 分别为 193x、152x、122x, 对应 PB 分别为 5x、4.9x、4.7x, 维持“增持”评级。

● 风险提示

行业复苏不及预期, 地缘政治冲突加剧。

● 重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	45250	57524	66124	77347
收入同比 (%)	-8.6%	27.1%	15.0%	17.0%
归属母公司净利润	4823	3847	4899	6111
净利润同比 (%)	-60.3%	-20.2%	27.3%	24.8%
毛利率 (%)	21.9%	19.4%	20.1%	20.9%

ROE (%)	3.4%	2.6%	3.3%	3.9%
每股收益 (元)	0.61	0.48	0.61	0.77
P/E	86.92	193.37	151.85	121.72
P/B	2.96	5.11	4.94	4.75
EV/EBITDA	20.69	21.42	17.87	18.89

资料来源: Wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	96574	89264	92127	105960	营业收入	45250	57524	66124	77347
现金	51235	40492	41307	50534	营业成本	35346	46377	52806	61161
应收账款	3501	4794	5510	6446	营业税金及附加	223	259	331	387
其他应收款	160	160	184	215	销售费用	254	316	331	387
预付账款	752	696	792	795	管理费用	3153	3797	4166	4641
存货	19378	19612	20202	23184	财务费用	-3774	-1481	-936	-1087
其他流动资产	21547	23512	24131	24787	资产减值损失	-1344	-1003	-803	-503
非流动资产	241889	248955	251878	251296	公允价值变动收益	357	10	10	10
长期投资	14484	14584	14784	15084	投资净收益	250	288	331	387
固定资产	92432	102598	102984	103608	营业利润	6906	4973	6333	7901
无形资产	3344	3241	3238	3235	营业外收入	12	0	0	0
其他非流动资产	131629	128532	130872	129369	营业外支出	77	0	0	0
资产总计	338463	338220	344005	357256	利润总额	6840	4973	6333	7901
流动负债	52614	53694	58716	65777	所得税	444	448	570	711
短期借款	3398	798	398	398	净利润	6396	4526	5763	7190
应付账款	4940	5797	6601	7645	少数股东损益	1573	679	864	1078
其他流动负债	44277	47099	51717	57734	归属母公司净利润	4823	3847	4899	6111
非流动负债	67379	62186	57186	56186	EBITDA	21386	36227	43081	40203
长期借款	59032	58032	53032	52032	EPS (元)	0.61	0.48	0.61	0.77
其他非流动负债	8347	4154	4154	4154					
负债合计	119993	115879	115901	121963					
少数股东权益	75994	76673	77538	78616	主要财务比率				
股本	226	226	226	226	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	102332	102982	102982	102982	成长能力				
留存收益	39918	42459	47358	53469	营业收入	-8.6%	27.1%	15.0%	17.0%
归属母公司股东权	142476	145667	150566	156677	营业利润	-53.2%	-28.0%	27.3%	24.8%
负债和股东权益	338463	338220	344005	357256	归属于母公司净利润	-60.3%	-20.2%	27.3%	24.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	21.9%	19.4%	20.1%	20.9%
					净利率 (%)	10.7%	6.7%	7.4%	7.9%
					ROE (%)	3.4%	2.6%	3.3%	3.9%
					ROIC (%)	0.8%	1.1%	1.7%	2.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	35.5%	34.3%	33.7%	34.1%
					净负债比率 (%)	54.9%	52.1%	50.8%	51.8%
					流动比率	1.84	1.66	1.57	1.61
					速动比率	1.09	0.91	0.86	0.93
					营运能力				
					总资产周转率	0.14	0.17	0.19	0.22
					应收账款周转率	10.89	13.87	12.83	12.94
					应付账款周转率	7.90	8.64	8.52	8.59
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.61	0.48	0.61	0.77
					每股经营现金流(摊薄)	2.89	4.32	6.09	5.60
					每股净资产	17.93	18.27	18.88	19.65
					估值比率				
					P/E	86.92	193.37	151.85	121.72
					P/B	2.96	5.11	4.94	4.75
					EV/EBITDA	20.69	21.42	17.87	18.89

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	23048	34486	48568	44623
净利润	6396	4526	5763	7190
折旧摊销	18860	32735	37684	33389
财务费用	-520	1849	1696	1598
投资损失	-250	-288	-331	-387
营运资金变动	-2424	-5457	2975	2355
其他经营现金流	9806	11102	3568	5312
投资活动现金流	-41701	-42805	-40656	-32798
资本支出	-53828	-49288	-40387	-32485
长期投资	8679	-700	-600	-700
其他投资现金流	3449	7183	331	387
筹资活动现金流	15728	-2420	-7096	-2598
短期借款	-1122	-2600	-400	0
长期借款	12242	-1000	-5000	-1000
普通股增加	1	1	0	0
资本公积增加	2788	650	0	0
其他筹资现金流	1820	529	-1696	-1598
现金净增加额	-4263	-10744	816	9227

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

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。

李美贤，中国人民大学硕士，2024 年 1 月加入华安证券。曾任职于东兴证券，4 年电子及通信行业研究经验。擅长海外对标复盘，重点覆盖模拟芯片及 SOC，FPGA、GPU 等 AI 芯片相关领域。

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达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 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。