

2023年11月13日

中芯国际（688981.SH）

公司快报

电子 | 集成电路III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2023-11-13)

54.24 元

交易数据

总市值（百万元）	430,984.84
流通市值（百万元）	107,048.56
总股本（百万股）	7,945.89
流通股本（百万股）	1,973.61
12个月价格区间	62.11/40.39

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.35	23.45	38.75
绝对收益	1.02	15.6	33.24

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号：S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsc.cn

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号：S0910523020005
 wanghaiwei@huajinsc.cn

相关报告

中芯国际：区域化趋势下，本土代工龙头逆周期稳健扩产-中芯国际 2023.4.2

代工龙头营收持续增长，设备提前进场加速产能扩张

投资要点

2023年11月9日，中芯国际发布《2023年第三季度报告》。

◆ 23Q3 营收延续增长态势，设备进场进度加快，上调全年资本支出

23Q3 公司实现营收 117.80 亿元，同比减少 10.56%，环比增长 6.05%，延续增长态势；归母净利润 6.78 亿元，同比减少 78.41%，环比减少 51.81%；扣非归母净利润 6.27 亿元，同比减少 77.61%，环比减少 18.56%；毛利率 19.8%，环比减少 0.5pct。晶圆销量（约合 8 英寸）达 153.69 万片，同比减少 14.51%，环比增长 9.53%。ASP（约合 8 英寸）降至 7665 元，环比减少 3.18%。

资本支出：2023 年资本支出主要应用于扩产和新厂建设。鉴于地缘因素对设备交期的影响愈发复杂，为保证已启动项目达产，公司允许设备供应商提前交货，加之当前全球设备供应链交期已好转，公司今年年底前进场的设备数量远超之前预测。综上，公司上调 2023 年全年资本支出至 75 亿美元，约合人民币 547.50 亿元（汇率取 7.3）。23Q3 资本支出 153.10 亿元，同比增长 22.76%，环比增长 25.96%；以此计算，23Q4 资本支出约 186.23 亿元，环比增长 21.64%。

◆ 产能持续扩张，40nm 和 55nm 产能紧张

产能方面，23Q3 公司月产能（约合 8 英寸）升至 79.58 万片，环比增长 4.15 万片。受产能提升的影响，尽管出货量有所提升，但产能利用率环比微降，23Q3 产能利用率为 77.10%，同比减少 15.00pcts，环比减少 1.2pcts。23Q3 新增 8 英寸产能来自天津厂，主要用于 0.15/0.18μm 的 BCD Analog Power；12 英寸新增产能来自京城和深圳产线，主要系 40nm 和 55nm 制程。2023 年全年天津新增 8 英寸产能 4 万片，12 英寸新增 2 万多片。

40nm 产能持续紧张，主要有两大需求：1）CIS 新品需背部减薄，需经十几至二十步的光罩；部分产品甚至需要做两片 CIS 的减薄。此外，HBM、Chiplet 也需要进行背部工艺，导致背部工艺产能非常紧张，供应商交货也较慢。2）采用 40nm 制程的产品众多，但 MCU、高压 DDIC、CIS 等产品需要专用机台，不可互用，因此专用机台产能较为紧张。

55nm 产能同样紧张，主要为以下三部分：1）用于生产 CIS Sensor 部分以及低价位手机和显示器 DDIC 的产能相对不足。2）因客户选择在低价时进行大量囤货，用于生产 NOR Flash 的产能需求较大；同时公司预计 2024 年存储会有较大增长。3）55/65nm BCD Analog Power 供不应求，主要系生成式 AI 需求带动。

◆ 智能手机市场营收实现增长，存储客户低价囤货拉动需求

从应用领域看，23Q3 来自智能手机领域的营收为 30.51 亿元，同比减少 10.90%，环比增长 2.48%；营收占比为 25.90%，同比减少 0.10pct，环比减少 0.90pct。来



自物联网领域的营收为 13.55 亿元，同比减少 50.07%，环比增长 2.48%；营收占比为 11.50%，同比减少 9.10pcts，环比减少 0.40pct。来自消费电子领域的营收为 28.39 亿元，同比减少 16.78%，环比减少 3.56%；营收占比为 24.10%，同比减少 1.80pcts，环比减少 2.40pcts。来自其它领域的营收为 45.35 亿元，同比增长 25.22%，环比增长 17.32%；营收占比为 38.50%，同比增长 11.00pcts，环比增长 3.70pcts。

应用于国内终端的图像传感、图像信号处理和射频蓝牙需求较好，图像传感、图像信号处理环比增长 24%，射频蓝牙环比增长 28%。显示驱动库存恢复至健康水平，销售收入环比增长 16%。特殊存储需求饱满，尤其是 NOR Flash，环比增长 27%，原因包括存储客户在行业最低价时开始囤货。

◆ 中国市场库存降至健康水位，23Q4 营收环比微增

库存方面：中国市场目前库存问题已得到缓解，现已降至健康水位。中国客户对新产品需求较好，部分产品供不应求，同时也对老产品形成冲击，致使老产品库存消化减缓，同质化价格竞争加剧。全球不同地区库存消化的速度和对新芯片的转换节奏不同。手机、消费和工业领域，中国客户达到进出平衡的库存水平，但欧美客户库存仍处于历史高位。此外，紧缺三年的汽车产品库存开始走高，引起主要客户对市场修正的警觉，并对下单迅速收紧。经历了这一年多来的市场起伏，客户对库存和成本的控制更为严格，对流片下单也更为谨慎。

公司表示因手机集中在 Q3 发布，带动相关设计公司营收上涨，故整体看来 23H2 市场呈现“W”走势，但这一小行情并不会带动大形势变化。公司预计 2024 年手机销量同比持平。展望未来，公司表示年底客户趋于谨慎，预计 23Q4 销售收入环比增长 1~3%；由于新产能折旧，毛利率有所承压，预计为 16%-18%，环比 -3.8~-1.8pcts。

◆ **投资建议：**我们维持对公司原有的业绩预测。预计 2023 年至 2025 年营业收入为 444.47/520.34/586.64 亿元，增速分别为 -10.2%/17.1%/12.7%；归母净利润为 56.93/87.58/109.34 亿元，增速分别为 -53.1%/53.8%/24.9%；对应 PE 分别为 75.7/49.2/39.4 倍。公司作为国产品圆代工龙头，制程国内领先，产能扩张有序进行，随着终端市场逐渐复苏，业绩有望延续增长。持续推荐，维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**下游终端市场需求恢复不及预期，产能扩产进度不及预期，未能紧跟工艺节点等技术迭代的风险，系统性风险等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	35,631	49,516	44,447	52,034	58,664
YoY(%)	29.7	39.0	-10.2	17.1	12.7
归母净利润(百万元)	10,733	12,133	5,693	8,758	10,934
YoY(%)	147.7	13.0	-53.1	53.8	24.9
毛利率(%)	29.3	38.3	20.9	23.7	25.6
EPS(摊薄/元)	1.35	1.53	0.72	1.10	1.38
ROE(%)	6.9	7.3	2.9	4.2	5.0

P/E(倍)	40.2	35.5	75.7	49.2	39.4
P/B(倍)	3.9	3.2	3.1	2.9	2.7
净利率(%)	30.1	24.5	12.8	16.8	18.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	96898	115572	103240	88263	64098
现金	79875	74922	59183	40855	14256
应收票据及应收账款	4425	5329	4773	5846	6375
预付账款	276	720	714	773	834
存货	7601	13313	18629	20681	22560
其他流动资产	4721	21289	19942	20108	20073
非流动资产	133035	189532	219712	253398	288435
长期投资	11950	13380	14562	15670	16706
固定资产	65366	85403	108124	137385	169103
无形资产	2877	3428	3417	3456	3515
其他非流动资产	52841	87321	93609	96888	99110
资产总计	229933	305104	322952	341661	352533
流动负债	27063	47855	57110	67269	68920
短期借款	1082	4519	9506	9506	9506
应付票据及应付账款	3337	4013	4557	5369	5549
其他流动负债	22643	39322	43046	52394	53864
非流动负债	40895	55544	61722	61130	58939
长期借款	35246	50958	53566	52975	50783
其他非流动负债	5649	4587	8156	8156	8156
负债合计	67958	103399	118832	128400	127859
少数股东权益	52776	68333	68582	68965	69443
股本	224	225	225	225	225
资本公积	97861	99545	99545	99545	99545
留存收益	18794	30927	36870	46011	57423
归属母公司股东权益	109199	133372	135539	144297	155231
负债和股东权益	229933	305104	322952	341661	352533

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	20845	36591	7338	29779	32144
净利润	11203	14654	5942	9141	11413
折旧摊销	11446	14716	14742	20803	28438
财务费用	-721	-1552	-3192	-2779	-2300
投资损失	-2927	-832	-866	-903	-932
营运资金变动	3486	6607	-9340	3608	-4384
其他经营现金流	-1642	2999	51	-91	-91
投资活动现金流	-43229	-69468	-42491	-53495	-62451
筹资活动现金流	14294	23269	19415	5387	3708

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	1.35	1.53	0.72	1.10	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	2.62	4.61	0.92	3.75	4.05
每股净资产(最新摊薄)	13.74	16.79	17.50	18.60	19.98

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	35631	49516	44447	52034	58664
营业成本	25189	30553	35136	39703	43674
营业税金及附加	116	272	222	260	293
营业费用	176	226	244	260	286
管理费用	1644	3042	2845	3122	3520
研发费用	4121	4953	4889	5203	5866
财务费用	-721	-1552	-3192	-2779	-2300
资产减值损失	390	-442	-178	-52	-6
公允价值变动收益	508	91	91	91	91
投资净收益	2927	832	866	903	932
营业利润	11645	14762	5982	9206	11495
营业外收入	4	11	8	3	1
营业外支出	55	13	5	2	1
利润总额	11594	14760	5985	9207	11495
所得税	391	106	43	66	83
税后利润	11203	14654	5942	9141	11413
少数股东损益	469	2520	249	383	478
归属母公司净利润	10733	12133	5693	8758	10934
EBITDA	22618	30108	20469	30353	40860

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	29.7	39.0	-10.2	17.1	12.7
营业利润(%)	158.9	26.8	-59.5	53.9	24.9
归属于母公司净利润(%)	147.7	13.0	-53.1	53.8	24.9
获利能力					
毛利率(%)	29.3	38.3	20.9	23.7	25.6
净利率(%)	30.1	24.5	12.8	16.8	18.6
ROE(%)	6.9	7.3	2.9	4.2	5.0
ROIC(%)	6.9	7.7	2.6	4.1	5.1
偿债能力					
资产负债率(%)	29.6	33.9	36.8	37.6	36.3
流动比率	3.6	2.4	1.8	1.3	0.9
速动比率	3.2	1.7	1.1	0.7	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
应收账款周转率	9.7	10.2	8.8	9.8	9.6
应付账款周转率	7.9	8.3	8.2	8.0	8.0
估值比率					
P/E	40.2	35.5	75.7	49.2	39.4
P/B	3.9	3.2	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	1.4	2.2	5.0	4.0	3.7

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn