

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	53.60
总股本/流通股本(亿股)	79.47 / 19.74
总市值/流通市值(亿元)	4,259 / 1,058
52 周内最高/最低价	66.48 / 40.82
资产负债率(%)	33.9%
市盈率	35.03
第一大股东	HKSCC NOMINEES LIMITED

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

中芯国际(688981)

营收环比增长，上调全年资本开支计划

● 事件

11 月 10 日，中芯国际公告三季度报，前三季度实现营业收入 330.98 亿元，同比-12.35%；实现归母净利润 36.75 亿元，同比-60.86%；实现扣非净利润 22.72 亿元，同比-71.50%；实现毛利率 23.01%，同比-12.99pcts。按照国际报告准则，公司 Q3 实现营业收入 16.2 亿美元，环比增长 3.9%；毛利率 19.8%，环比下降 0.5pcts；整体出货量增长 9.5%，但由于总产能增加至 79.6 万片，平均产能利用率下降 1.2pcts，为 77.1%。

● 投资要点

中国市场高库存缓解，CIS/ISP、射频蓝牙、显示驱动和 NOR Flash 快速增长。分区域看，中国、美国和欧亚区营收占比分别为 84%/12.9%/3.1%，环比+4.4pcts/-4.7pcts/+0.3pcts。中国区营收环比增长 10%，主要受益于中国市场产品高水位库存问题的缓解，库存降至相对健康水平，而美欧客户库存仍处于历史高位。分应用看，智能手机、物联网、消费电子和其他类收入占比分别为 26%、12%、24% 和 38%，环比-0.9pcts/-0.4pcts/-2.4pcts/+3.7pcts。应用于国内终端的 CIS/ISP、射频蓝牙需求较好，环比增长 24%和 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，NOR Flash 环比增长 27%。主要受益于中国客户的新产品需求较好，部分大宗产品供不应求。

40/55nm 需求旺盛，产能加速扩张，2023 年资本开支计划上调至 75 亿美元。2023Q3 公司月产能（折合 8 英寸）79.58 万片，环比增加 4.15 万片/月，高产能基数下产能利用率下降至 77.1%；晶圆 ASP 为 2161 美元，环比下降 5%。三季度产能释放主要为 8 英寸天津厂产能和 12 英寸北京和深圳厂产能，天津厂产线主要为 0.15-0.18μm 的 BCD Analog Power，北京和深圳主要为 12 英寸 40/55 纳米产线，主要应用于 CIS/ISP 和 NOR flash 等。全年看，8 英寸天津厂产能预计增长 4 万片，12 英寸增长 2 万片。从制程看，40/55 纳米仍紧张。首先，40nm 的 CIS 背部减薄需要 15-20 层光罩，要求高，周期长，产能紧缺，供应交货慢。其次，40nm 应用要求较高，对于 MCU、DDIC 等需要非常强的专一的离子注入设备，设备的复用性差导致部分产能的紧缺。55nm 的 CIS sensor 部分，由于相对强的竞争力，低价位手机和显示器 DDIC 多数用 55nm。同时在 NOR Flash 方面，行业低价状态引发补库囤货需求，增加了对 55nm 产能需求。2023Q3 资本开支 21.35 亿美元，同比+4%，环比+23%。公司上调 2023 年全年资本开支计划 18% 至 75 亿美元（原指引 63.5 亿美元），主要由于公司为保证已启动的项目达产，允许设备供应商提前突破，以应对目前全球地缘政治对设备交付周期的影响。展望后市，公司认为全球扩产节奏快于需求增长，

行业竞争加剧，存在产能过剩风险。但是公司扩产基于整体发展节奏和用户订单需求，对未来产能去化持乐观态度。

市场需求呈双U型走势，海内外节奏不同。公司认为市场仍处于底部，走势呈现双U型，复苏时间预计延长一年。需求方面看，全球不同区域对库存的速度和芯片转换节奏不同，中国客户库存达到进出平衡水平，但美欧仍处于历史高位。同时汽车芯片相关库存开始偏高，从激进扩张转向专注核心业务，严格控制库存和成本，流片更加谨慎。除数据中心相关高性能运算芯片、晶背加工和双晶圆及三晶圆铜铜键合以及 chiplet 之外，市场缺乏新的动能和亮点，需等到市场复苏。公司判断主要依据：1) 前 20 大代工客户库存数据，根据客户库存周转天数，补库周期情况等；2) NTO (new tape out)，即新产品情况，一般领先于量产周期一年，目前积累的 NTO 情况基本代表次年整体产品需求；3) 从手机、消费电子和工业三方面看，三季度智能手机新产品和换机潮带来小规模复苏主要表现为季节性特征，预计 2024 年需求与往年持平，不影响大趋势。

● 盈利预测

我们预计公司 2023/2024/2025 年分别实现收入 436.07/508.05/614.94 亿元，实现归母净利润分别为 58.85/73.70/97.46 亿元，12 月 15 日股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 72/58/44 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

市场需求不及预期；先进制程进展不及预期；成熟制程竞争加剧；地缘政治风险；汇率波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	49516	43607	50805	61494
增长率(%)	38.97	-11.93	16.51	21.04
EBITDA（百万元）	27363.45	36107.67	27886.85	35110.27
归属母公司净利润（百万元）	12133.08	5885.13	7369.90	9746.16
增长率(%)	13.04	-51.50	25.23	32.24
EPS(元/股)	1.53	0.74	0.93	1.23
市盈率 (P/E)	35.11	72.37	57.79	43.70
市净率 (P/B)	3.19	2.93	2.79	2.62
EV/EBITDA	11.37	12.47	16.11	12.98

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	49516	43607	50805	61494	营业收入	39.0%	-11.9%	16.5%	21.0%
营业成本	30553	34262	37707	42307	营业利润	26.8%	-44.0%	22.8%	31.9%
税金及附加	272	255	247	332	归属于母公司净利润	13.0%	-51.5%	25.2%	32.2%
销售费用	226	244	256	311	获利能力				
管理费用	3042	2390	2750	3492	毛利率	38.3%	21.4%	25.8%	31.2%
研发费用	4953	5607	5830	7038	净利率	24.5%	13.5%	14.5%	15.8%
财务费用	-1552	-3500	-392	584	ROE	9.1%	4.0%	4.8%	6.0%
资产减值损失	-438	-983	100	100	ROIC	4.5%	1.6%	3.3%	4.5%
营业利润	14762	8267	10153	13392	偿债能力				
营业外收入	11	9	8	9	资产负债率	33.9%	31.1%	40.2%	44.0%
营业外支出	13	29	32	25	流动比率	2.42	1.84	1.12	0.91
利润总额	14760	8247	10129	13376	营运能力				
所得税	106	400	302	381	应收账款周转率	10.76	9.13	7.26	5.67
净利润	14654	7847	9827	12995	存货周转率	4.74	3.55	2.32	1.55
归母净利润	12133	5885	7370	9746	总资产周转率	0.19	0.14	0.15	0.15
每股收益(元)	1.53	0.74	0.93	1.23	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.53	0.74	0.93	1.23
货币资金	74922	38530	40024	34067	每股净资产	16.78	18.30	19.21	20.43
交易性金融资产	2617	2617	2617	2617	估值比率				
应收票据及应收账款	5329	4925	10171	13954	PE	35.11	72.37	57.79	43.70
预付款项	720	566	1729	2443	PB	3.19	2.93	2.79	2.62
存货	13313	11269	32501	46654	现金流量表				
流动资产合计	115572	77043	106598	119600	净利润	14654	7847	9827	12995
固定资产	85403	95963	138732	178502	折旧和摊销	15388	31360	18150	21150
在建工程	45762	69762	59762	54762	营运资本变动	6031	-5850	25481	16834
无形资产	3428	3328	3228	3128	其他	519	1775	-11	188
非流动资产合计	189532	236157	270360	306371	经营活动现金流净额	36591	35133	53446	51167
资产总计	305104	313200	376958	425970	资本开支	-41724	-65412	-50307	-55261
短期借款	4519	4519	4519	4519	其他	-27745	-10821	624	591
应付票据及应付账款	4013	4655	9634	12607	投资活动现金流净额	-69468	-76233	-49683	-54669
其他流动负债	39322	32655	81213	114028	股权融资	8110	2614	0	0
流动负债合计	47855	41830	95367	131155	债务融资	16526	2340	494	330
其他	55544	55658	56152	56482	其他	-1367	541	-2764	-2784
非流动负债合计	55544	55658	56152	56482	筹资活动现金流净额	23269	5495	-2269	-2455
负债合计	103399	97488	151519	187637	现金及现金等价物净增加额	-6361	-36392	1494	-5957
股本	225	225	225	225					
资本公积金	99545	102157	102157	102157					
未分配利润	30927	36126	42290	50475					
少数股东权益	68333	70295	72751	76000					
其他	2675	6909	8015	9477					
所有者权益合计	201705	215712	225439	238334					
负债和所有者权益总计	305104	313200	376958	425970					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048