

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)	42.92
总股本/流通股本(亿股)	79.55 / 19.74
总市值/流通市值(亿元)	3,414 / 847
52周内最高/最低价	58.31 / 40.33
资产负债率(%)	35.5%
市盈率	70.36
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)

复苏已现

● 事件

5月9日，中芯国际发布2024年一季度，2024年Q1实现营业收入125.94亿元，同比+23.36%，环比+3.63%；实现归母净利润5.09亿元，同比-68.02%，环比-55.67%；销售毛利率为14.19%，同比-8.58pcts，环比-4.64pcts。

3月28日，中芯国际发布2023年年报，2023年实现营业收入452.50亿元，同比-8.6%；实现归母净利润48.23亿元，同比-60.3%；实现扣非归母净利润32.69亿元，同比-67.7%；单Q4来看，2023Q4实现营业收入121.53亿元，同比+3.40%，环比+3.16%；实现归母净利润11.48亿元，同比+69.45%，环比-58.16%；销售毛利率为16.4%。

● 投资要点

24Q1 稼动率达 80.8%，营收毛利率均超此前指引。2023 年半导体行业处于周期底部，全球市场需求疲软，行业库存较高，去库存缓慢，且同业竞争激烈。公司 2023 年实现营业收入 452.50 亿元，同比-8.6%，其中主要业务晶圆代工营收 408.75 亿元，同比-9.8%，销售晶圆(8 英寸晶圆约当量)586.7 万片，同比-17.34%。全年稼动率 75%，基本符合年初指引。2023 年下半年电子设备需求回暖，市场活力恢复，行业逐步显现复苏迹象。公司业绩逐季提升，2023Q4 实现营业收入 121.53 亿元，同比+3.40%，环比+3.16%；实现归母净利润 11.48 亿元，同比+69.45%，环比-58.16%。利润端承压系半导体行业处于周期底部、公司高投入高折旧所致。世界范围内，低功耗蓝牙、IoT、MCU 等消费类中低端市场在慢慢恢复。2024 年 Q1，全球客户备货意愿有所上升，公司实现营业收入 125.94 亿元，同比+23.36%，环比+3.63%，实现连续 4 个季度成长；销售毛利率 13.7% (国际财务报告准则)，同比-7.1pcts，环比-2.7pcts。24Q1 营收毛利率均好于指引。Q1 毛利率下降主要因产品价格和产品组合变动，及中芯京城进入折旧期。营收拆分来看，按地区，中国/北美/欧亚占比分别为 81.6%/14.9%/3.5%；按尺寸，8 英寸/12 英寸占比分别为 24.4%/75.6%。晶圆产品业务收入占总营收的 93.0%，当季出货量(8 英寸当量晶圆)突破 179 万片，环比增长 7.2%。ASP 环比下降 2.6%，约 2040 美元/片(折合 12 英寸)，主要系产品组合变动，部分产线满载，优先保证急单。当季产能环比增加至 81.45 万片/月(折合 8 英寸)，产能利用率达到 80.8%，环比提升 4pcts。

24Q1 智能手机与消费电子占比显著提升，均超 3 成。2023 年 Q4，在各产品平台中，应用在手机终端的图像传感器和显示驱动芯片表现亮眼：CIS 及 ISP 收入环比增长超过六成，产能供不应求；DDIC 及 TDDI 收入环比增长近三成，在 40nm 和 55nm 市场里有较强的竞争力；AMOLED 技术应用也形成了较好的布局。得益于 23Q3 Mobile 产业链

更新换代，部分创新的产品公司启动急单，业务开始企稳回升。分应用领域来看，2023 年公司集成电路晶圆制造代工业务中，智能手机/电脑与平板/消费电子/互联与可穿戴/工业与汽车营收占比分别为 26.7%/26.7%/25%/12.1%/9.5%。各领域，电脑与平板收入占比增长 (yoy+9.2pcts)，系部分客户新品急单较多所致。24Q1 营收占比略有调整，智能手机/电脑与平板/消费电子/互联与可穿戴/工业与汽车分别为 31.2%/17.5%/30.9%/13.2%/7.2%，智能手机与消费电子占比显著提升。24Q1 公司往后推迟了电脑与平板交付时间，因标准产品通常需求较稳定，优先保证了与市场份额相关的急单即消费电子。

持续推进 12 英寸产能建设，预计 2024 年全年资本开支约 75 亿美元。中长期看，全球半导体行业兼具周期性和成长性，短期的供需失衡不会影响行业的中长期向好。伴随终端设备智能化需求上升，市场规模持续提升，产业链各环节逐级回暖，晶圆代工作为产业链前端的关键行业，产能利用率有望逐步恢复，实现持续稳健的中长期成长。近年来，半导体行业区域化趋势愈发明显，一些国家和地区积极布局在地化晶圆代工产能扩充。对于全球供需，“local for local, China for China”是目前常见布局。今年仍是各区域建产能的高峰年。公司计划在 2024 年继续推进已宣布的 12 英寸工厂和产能建设计划。公司 2023 年资本开支约为人民币 528.4 亿元，2024Q1 资本支出 22.35 亿美元，预计 2024 年全年资本开支约 75 亿美元，约 8 成用于设备支出。高投入带来的折旧将使利润端承压。2024 年，公司预计将随半导体产业链一起摆脱低迷，在客户库存逐步好转和手机与互联需求持续回升的共同作用下，实现平稳温和的成长，预计销售收入增幅不低于可比同业的平均值，同比中个位数增长。展望二季度，公司看到：1) 国际消费市场部分恢复，新产品需要增加量，例如低功耗蓝牙、MCU，库存在下降，客户开始补单；2) 由于今年体育年观看运动赛事的需求，机顶盒、电视相关产品的销售在增加，明显多于去年；3) 最大的一块，智能手机尤其是中国智能手机厂家，为了保住份额不丢失或者是扩大份额，拿的货都比去年多，智能手机相关产品目前供不应求的。由于部分客户的提前拉货需求仍在持续，2024 年 Q2 营业收入预计环比增长 5%-7%；伴随产能规模扩大，中芯京城折旧逐季上升等，毛利率预计在 9%-11%之间。

● 盈利预测

我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现营业收入 505.93/587.84/670.71 亿元，实现归母净利润 46.93/56.71/62.08 亿元，2024 年 5 月 14 日股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 73/60/55 倍，PB 分别为 2.12/2.05/1.98 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

产业政策变化风险；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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	45250	50593	58784	67071
增长率(%)	-8.61	11.81	16.19	14.10
EBITDA（百万元）	21385.97	28084.06	35668.52	37779.67
归属母公司净利润（百万元）	4822.81	4693.04	5670.81	6207.80
增长率(%)	-60.25	-2.69	20.83	9.47
EPS(元/股)	0.61	0.59	0.71	0.78
市盈率（P/E）	70.79	72.75	60.20	55.00
市净率（P/B）	2.40	2.12	2.05	1.98
EV/EBITDA	20.69	12.99	10.51	10.20

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)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	45250	50593	58784	67071	营业收入	-8.6%	11.8%	16.2%	14.1%
营业成本	35346	40933	47570	53496	营业利润	-53.2%	-11.8%	8.5%	14.4%
税金及附加	223	253	302	337	归属于母公司净利润	-60.3%	-2.7%	20.8%	9.5%
销售费用	254	278	323	335	获利能力				
管理费用	3153	3542	4056	4628	毛利率	21.9%	19.1%	19.1%	20.2%
研发费用	4992	5498	6251	7042	净利率	10.7%	9.3%	9.6%	9.3%
财务费用	-3774	-3152	-3637	-3481	ROE	3.4%	2.9%	3.4%	3.6%
资产减值损失	-1344	-310	-310	-310	ROIC	0.8%	0.9%	0.9%	1.3%
营业利润	6906	6091	6610	7564	偿债能力				
营业外收入	12	8	8	10	资产负债率	35.5%	32.6%	33.2%	32.5%
营业外支出	77	32	20	15	流动比率	1.84	1.71	1.29	1.00
利润总额	6840	6067	6598	7559	营运能力				
所得税	444	273	297	340	应收账款周转率	10.89	11.87	11.32	11.81
净利润	6396	5794	6301	7218	存货周转率	2.77	2.74	2.94	2.78
归母净利润	4823	4693	5671	6208	总资产周转率	0.14	0.15	0.16	0.18
每股收益(元)	0.61	0.59	0.71	0.78	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.61	0.59	0.71	0.78
货币资金	51235	44483	30059	13187	每股净资产	17.91	20.22	20.93	21.71
交易性金融资产	1520	1520	1520	1520	估值比率				
应收票据及应收账款	3944	5379	5900	6569	PE	70.79	72.75	60.20	55.00
预付款项	752	761	1006	1088	PB	2.40	2.12	2.05	1.98
存货	19378	17543	22398	25814	现金流量表				
流动资产合计	96574	91518	82676	69993	净利润	6396	5794	6301	7218
固定资产	92432	100383	100731	100008	折旧和摊销	18860	25169	32708	33702
在建工程	77003	98003	118503	139003	营运资本变动	-2424	-401	5075	2328
无形资产	3344	3233	3035	2902	其他	216	2783	2674	2375
非流动资产合计	241889	261368	282818	302761	经营活动现金流净额	23048	33345	46758	45624
资产总计	338463	352886	365494	372754	资本开支	-53828	-53725	-53280	-53160
短期借款	3398	3544	3244	2820	其他	12127	7620	-700	-240
应付票据及应付账款	4940	5507	6432	7302	投资活动现金流净额	-41701	-46105	-53980	-53400
其他流动负债	44277	44593	54325	59971	股权融资	5498	98	0	0
流动负债合计	52614	53644	64001	70093	债务融资	12104	-4533	-4350	-6475
其他	67379	61313	57263	51213	其他	-1874	-3569	-2852	-2620
非流动负债合计	67379	61313	57263	51213	筹资活动现金流净额	15728	-8004	-7202	-9095
负债合计	119993	114957	121264	121305	现金及现金等价物净增加额	-4263	-19536	-14424	-16872
股本	226	226	226	226					
资本公积金	102332	102430	102430	102430					
未分配利润	35750	53751	58571	63848					
少数股东权益	75994	77095	77725	78736					
其他	4168	4427	5278	6209					
所有者权益合计	218470	237929	244230	251449					
负债和所有者权益总计	338463	352886	365494	372754					

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