

二季度营收及毛利率超预期，三季度指引乐观

核心观点

- 中芯国际发布 2024 年第二季度未经审核业绩公告，销售收入及毛利率均好于指引。** 24Q2 公司实现营业收入 19.0 亿美元，环比增长 9%，同比增长 22%，主要得益于晶圆销售量的增加。24Q2 公司毛利率为 13.9%，环比增长 0.2 个百分点；经营利润为 0.87 亿美元，环比增长 3522%；归属于本公司拥有人的应占利润为 1.65 亿美元，环比增长 129%；息税折旧及摊销前利润为 10.56 亿美元，息税折旧及摊销前利润率为 55.5%。三季度，公司给出的收入指引是环比增长 13%~15%，毛利率介于 18%到 20%的范围内。
- 产能和产能利用率同步提升。** 公司的 8 英寸利用率有所回升，12 英寸产能在过去几个月处于接近满载状态。今年上半年，公司新增了一定的有效产能，以 8 英寸晶圆约当量计，中芯国际月产能由 24Q1 的 81.5 万片增加至 24Q2 的 83.7 万片。新增产能快速投入生产，公司综合产能利用率环比增长了 4 个百分点，从 24Q1 的 80.8% 提升至 24Q2 的 85.2%。预计今年公司今年年底相较于去年年底，产能总体增量 6 万片左右的 12 英寸产能。
- 手机和消费电子等下游需求增长提供动能。** 在晶圆应用分类方面，24Q2 晶圆收入中智能手机占 32%，电脑与平板占 13%，消费电子占 36%，互联与可穿戴占 11%，工业与汽车占 8%，其中智能手机和消费电子类占比同环比均有所提升。智能手机和消费电子市场逐步复苏，公司二季度的成长动能主要来自于广泛应用于消费电子和智能手机的平台。BCD 平台，包括电源管理、开关稳压器、LCD 驱动等，销售收入环比增长超过 20%；射频 CMOS 平台，包括蓝牙 WiFi 接收器、收发器等，销售收入环比增长近 30%。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 44.7/54.9/69.0 亿元（原 24-26 年预测为 26.6/36.1/52.2 亿元，主要调整了晶圆代工业务营收和毛利率预测，下调费用率预测），采用 DCF 估值法，给予 60.14 元目标价，维持买入评级。

风险提示

- 生产设备难以购买；价格竞争过于激烈；产能爬坡不及预期；客户导入不及预期；优惠税率持续性不确定性风险；政府补助、投资收益等其他收益不确定的风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	49,516	45,250	53,836	68,508	81,392
同比增长(%)	39%	-9%	19%	27%	19%
营业利润(百万元)	14,762	6,906	6,015	7,377	9,371
同比增长(%)	27%	-53%	-13%	23%	27%
归属母公司净利润(百万元)	12,133	4,823	4,470	5,491	6,900
同比增长(%)	13%	-60%	-7%	23%	26%
每股收益(元)	1.52	0.61	0.56	0.69	0.87
毛利率(%)	38.3%	21.9%	18.4%	20.2%	24.3%
净利率(%)	24.5%	10.7%	8.3%	8.0%	8.5%
净资产收益率(%)	10.0%	3.5%	3.1%	3.8%	4.5%
市盈率	32	80	87	71	56
市净率	2.9	2.7	2.7	2.6	2.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月13日）	49.2元
目标价格	60.14元
52周最高价/最低价	59.38/40.01元
总股本/流通A股（万股）	795,640/795,640
A股市值（百万元）	391,455
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2024年08月13日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	4.08	1.15	14.26	4.86
相对表现%	4.34	5.12	23.27	19.02
沪深300%	-0.26	-3.97	-9.01	-14.16



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004

联系人

薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn
朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn

相关报告

23Q4 营收逆转同比下滑趋势，持续推进产 能中长期布局	2024-04-21
产能利用率改善，营收持续环比提升	2023-09-06
二季度预期环比改善，产能持续扩张	2023-05-14

盈利预测与投资建议

我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 44.7/54.9/69.0 亿元（原 24-26 年预测为 26.6/36.1/52.2 亿元），主要根据公司 24 年一季报和第二季度未经审核业绩情况，结合行业展望，主要上调了公司晶圆代工业务的营收和毛利率预测，下调管理费用率预测。我们采用 DCF 估值法，给予 60.14 元目标价，维持买入评级。

图 1: DCF 核心参数假设

指标	关键假设
无风险利率	2.18%
行业 beta	1.1212
债务成本	3.85%
市场收益率 Rm	9.21%
WACC	9.87%
永续增长率	3.00%

数据来源: Wind、东方证券研究所

图 2: 股价敏感性分析

		永续增长率				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC	60.14	75.22	83.13	94.29	111.22	139.97
	7.87%	68.15	74.55	83.34	96.14	116.56
	8.37%	62.01	67.25	74.27	84.17	99.21
	8.87%	56.63	60.95	66.64	74.44	85.82
	9.37%	51.88	55.48	60.14	66.38	75.18
	9.87%	47.66	50.68	54.53	59.59	66.53
	10.37%	43.89	46.44	49.65	53.79	59.34
	10.87%	40.50	42.67	45.36	48.79	53.29
	11.37%	37.43	39.29	41.57	44.43	48.12
	11.87%					

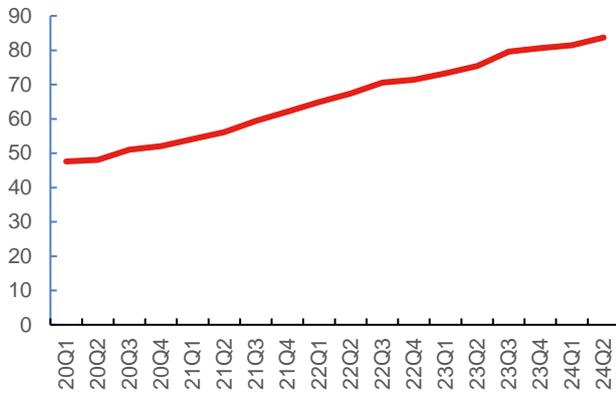
数据来源: 东方证券研究所

风险提示

生产设备难以购买；价格竞争过于激烈；产能爬坡不及预期；客户导入不及预期；优惠税率持续性不确定性风险；政府补助、投资收益等其他收益不确定的风险。

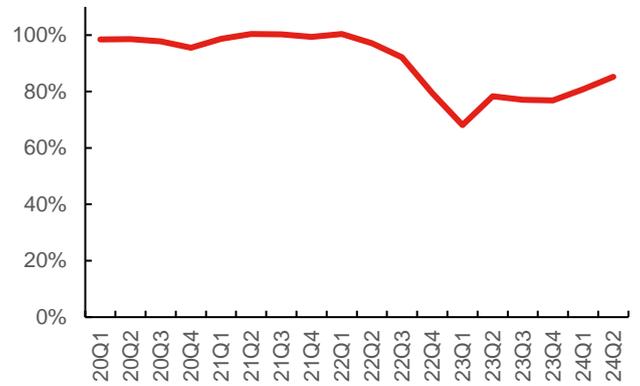
附录

图 3：20Q1-24Q2 公司月产能（万片/月）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 4：20Q1-24Q2 公司逐季产能利用率



数据来源：公司公告、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	74,922	51,235	51,145	61,657	69,183	营业收入	49,516	45,250	53,836	68,508	81,392
应收票据、账款及款项融资	5,329	3,944	4,692	5,971	7,094	营业成本	30,553	35,346	43,943	54,679	61,614
预付账款	720	752	895	747	887	销售费用	226	254	297	357	400
存货	13,313	19,378	17,577	19,138	17,252	管理费用	3,042	3,153	3,213	4,020	4,735
其他	21,289	21,265	20,316	20,368	20,213	研发费用	4,953	4,992	5,669	6,529	7,350
流动资产合计	115,572	96,574	94,624	107,880	114,629	财务费用	(1,552)	(3,774)	(2,697)	(2,300)	(63)
长期股权投资	13,380	14,484	13,271	13,712	13,822	资产、信用减值损失	442	1,334	471	754	858
固定资产	85,403	92,432	165,113	143,465	133,052	公允价值变动收益	91	357	318	255	310
在建工程	45,762	77,003	31,736	48,943	61,771	投资净收益	832	250	500	527	426
无形资产	3,428	3,344	2,973	2,601	2,230	其他	1,986	2,354	2,257	2,126	2,138
其他	41,559	54,626	51,119	51,119	51,119	营业利润	14,762	6,906	6,015	7,377	9,371
非流动资产合计	189,532	241,889	264,211	259,839	261,994	营业外收入	11	12	9	10	10
资产总计	305,104	338,463	358,836	367,719	376,623	营业外支出	13	77	48	46	57
短期借款	4,519	3,398	27,758	25,379	20,350	利润总额	14,760	6,840	5,976	7,342	9,324
应付票据及应付账款	4,013	4,940	6,141	7,641	8,610	所得税	106	444	388	477	699
其他	39,322	44,277	41,585	48,684	53,023	净利润	14,654	6,396	5,587	6,864	8,625
流动负债合计	47,855	52,614	75,484	81,704	81,983	少数股东损益	2,520	1,573	1,117	1,373	1,725
长期借款	46,790	59,032	59,032	59,032	59,032	归属于母公司净利润	12,133	4,823	4,470	5,491	6,900
应付债券	4,167	4,243	4,243	43	43	每股收益(元)	1.52	0.61	0.56	0.69	0.87
其他	4,587	4,104	186	186	186						
非流动负债合计	55,544	67,379	63,461	59,261	59,261						
负债合计	103,399	119,993	138,946	140,965	141,244						
少数股东权益	68,333	75,994	77,112	78,485	80,210	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
实收资本(或股本)	225	226	226	226	226	成长能力					
资本公积	99,545	102,332	102,332	102,332	102,332	营业收入	39%	-9%	19%	27%	19%
留存收益	30,927	35,750	40,220	45,712	52,612	营业利润	27%	-53%	-13%	23%	27%
其他	2,675	4,168	0	0	0	归属于母公司净利润	13%	-60%	-7%	23%	26%
股东权益合计	201,705	218,470	219,890	226,754	235,379	获利能力					
负债和股东权益总计	305,104	338,463	358,836	367,719	376,623	毛利率	38.3%	21.9%	18.4%	20.2%	24.3%
						净利率	24.5%	10.7%	8.3%	8.0%	8.5%
						ROE	10.0%	3.5%	3.1%	3.8%	4.5%
						ROIC	5.6%	1.1%	1.0%	1.5%	2.7%
						偿债能力					
						资产负债率	33.9%	35.5%	38.7%	38.3%	37.5%
						净负债率	0.0%	9.6%	20.7%	12.5%	6.7%
						流动比率	2.42	1.84	1.25	1.32	1.40
						速动比率	2.12	1.43	1.00	1.06	1.17
						营运能力					
						应收账款周转率	10.8	10.9	14.0	14.5	14.0
						存货周转率	2.8	2.0	2.1	2.7	3.1
						总资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
						每股指标(元)					
						每股收益	1.52	0.61	0.56	0.69	0.87
						每股经营现金流	4.60	2.90	2.87	5.59	6.51
						每股净资产	16.76	17.91	17.95	18.64	19.50
						估值比率					
						市盈率	32.0	80.5	86.8	70.7	56.2
						市净率	2.9	2.7	2.7	2.6	2.5
						EV/EBITDA	11.5	17.6	14.1	10.2	8.6
						EV/EBIT	30.6	129.0	121.8	79.6	43.4

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。