

股票投资评级

买入 | 维持

中芯国际(688981)

消费复苏

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)	83.89
总股本/流通股本(亿股)	79.72 / 19.88
总市值/流通市值(亿元)	6,687 / 1,668
52周内最高/最低价	83.89 / 40.33
资产负债率(%)	35.5%
市盈率	137.52
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

● 投资要点

24Q2 销售收入和毛利率皆好于指引。24Q2 公司实现销售收入 19 亿美元，环比增长 9%。其中，出货超过 211 万片 8 英寸约当量晶圆，环比增长 18%，平均销售单价因产品组合变动环比下降 8%。24Q2 公司的毛利率为 13.9%，环比提升 0.2 个百分点。

需求端：24Q2 中低端消费电子逐步恢复，从设计公司到终端厂商，产业链上的各个环节为了抓住机会抢占更多的市场份额，备货建库存的意愿相比前三个月更高。同时，因为地缘政治带来的供应链的切割和变化，部分客户获得了切入产业链的机会，给公司带来了新的需求。客户为了应对不断变化的市场，对库存调整的快速要求往往通过急单和提前拉货的方式传递到公司。**销售收入以地区分类来看**，中国、美国、欧亚区占比分别为 80%、16%和 4%。出于地缘政治考量和响应中国市场需求，部分海外客户需要建立库存从而稳定市场的份额、对冲市场的风险，所以进行了一定程度的拉货，将下半年的一部分产品拉到了上半年出。因而，**海外客户收入占比有所上升**。**以服务类型分类来看**，晶圆收入占比 93%，其他收入占比 7%。**晶圆收入以应用分类来看**，智能手机、电脑与平板、消费电子、互联与可穿戴、工业与汽车占比分别为 32%、13%、36%、11%和 8%。**从产品平台来看**，**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**，比如 BCD 平台，包括电源管理、开关稳压器、LED 驱动等，销售收入环比增长超过二成；射频 CMOS 平台，包括蓝牙、Wi-Fi、接收器/收发器等，销售收入环比增长近三成。

供给端：公司的 8 英寸利用率有所回升，12 英寸产能在过去几个季度一直处于接近满载状态，今年上半年新增了一定的有效产能，且新增产能快速投入了生产，**公司综合产能利用率提升到了 85%，环比增加 4 个百分点**。晶圆收入按尺寸分类来看，8 英寸需求有所回升，收入占比增长为 26%，环比上升两个百分点，12 英寸收入占比 74%。

预计 24Q3 销售收入环比增长 13%-15%，毛利率预计在 18%-20%。主要系 1) 因为地缘政治的影响，本土化需求加速提升，几个主要市场领域的芯片套片产能均供不应求，12 英寸产能非常紧俏，价格向好；2) 公司今年扩产都在 12 英寸，附加值相对较高，新扩产能得到充分利用并带来了收入，促进了产品组合优化调整；12 英寸净增量填补 8 英寸减少量，三季度的出货量和二季度差不多。综上，公司 24Q3 的平均单价预计环比提升，并拉动毛利率环比上升。**展望四季度，四季度通常是传统的淡季，公司的看法是谨慎乐观，但有一定的不确定性。**根据上半年未经审核业绩和第三季度的指引，今年全年的总体格局大致确定。在外部环境无重大变化的前提下，公司的目标是销售收入增幅可超过可比同业的平均值，下半年的销售收入可超过上半年。关

于扩产，预计今年年底相较于去年年底，产能总体增量 6 万片左右的 12 英寸月产能。

持续推进 12 英寸产能建设，预计 2024 年全年资本开支维持 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。公司上半年资本开支合计接近 45 亿美元，预计 2024 年全年资本开支维持 75 亿美元。关于扩产，公司预计今年年底相较于去年年底，产能总体增量 6 万片左右的 12 英寸月产能。随着公司新扩 12 英寸产能的有效利用以及产品结构的不断优化，折旧影响逐渐趋缓。

● 盈利预测

我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现营业收入 557/628/714 亿元，实现归母净利润 46/58/68 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 130/103/88 倍，PB 分别为 3.76/3.62/3.48 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	55702	62799	71379
增长率(%)	-8.61	23.10	12.74	13.66
EBITDA(百万元)	21385.97	27986.15	35629.20	38255.18
归属母公司净利润(百万元)	4822.81	4617.31	5824.72	6775.24
增长率(%)	-60.25	-4.26	26.15	16.32
EPS(元/股)	0.60	0.58	0.73	0.85
市盈率(P/E)	124.00	129.52	102.67	88.27
市净率(P/B)	4.20	3.76	3.62	3.48
EV/EBITDA	20.69	22.05	17.60	16.65

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	45250	55702	62799	71379	营业收入	-8.6%	23.1%	12.7%	13.7%
营业成本	35346	45174	50410	56536	营业利润	-53.2%	-13.2%	13.3%	21.6%
税金及附加	223	279	322	358	归属于母公司净利润	-60.3%	-4.3%	26.1%	16.3%
销售费用	254	306	345	357	获利能力				
管理费用	3153	3899	4365	4925	毛利率	21.9%	18.9%	19.7%	20.8%
研发费用	4992	6053	6814	7495	净利率	10.7%	8.3%	9.3%	9.5%
财务费用	-3774	-3152	-3856	-3696	ROE	3.4%	2.9%	3.5%	3.9%
资产减值损失	-1344	-310	-310	-310	ROIC	0.8%	0.9%	0.9%	1.4%
营业利润	6906	5994	6789	8254	偿债能力				
营业外收入	12	8	8	10	资产负债率	35.5%	34.7%	35.1%	34.4%
营业外支出	77	32	20	15	流动比率	1.84	1.62	1.28	1.03
利润总额	6840	5969	6777	8249	营运能力				
所得税	444	269	305	371	应收账款周转率	10.89	12.33	11.15	11.79
净利润	6396	5700	6472	7878	存货周转率	2.77	2.88	2.91	2.80
归母净利润	4823	4617	5825	6775	总资产周转率	0.14	0.16	0.17	0.19
每股收益(元)	0.60	0.58	0.73	0.85	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.60	0.58	0.73	0.85
货币资金	51235	55402	40829	24687	每股净资产	17.87	19.98	20.71	21.56
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	5922	6303	6991	PE	124.00	129.52	102.67	88.27
预付款项	752	840	1066	1150	PB	4.20	3.76	3.62	3.48
存货	19378	19361	23735	27281	现金流量表				
流动资产合计	96574	104012	94364	82560	净利润	6396	5700	6472	7878
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	1321	4754	2399
无形资产	3344	3233	3035	2902	其他	216	2759	2674	2375
非流动资产合计	241889	258092	279542	299485	经营活动现金流净额	23048	34950	46609	46354
资产总计	338463	362104	373905	382046	资本开支	-53828	-53725	-53280	-53160
短期借款	3398	3544	3244	2820	其他	12127	11809	-700	-240
应付票据及应付账款	4940	6077	6816	7717	投资活动现金流净额	-41701	-41915	-53980	-53400
其他流动负债	44277	54738	63679	69515	股权融资	5498	267	0	0
流动负债合计	52614	64360	73740	80052	债务融资	12104	1974	-4350	-6475
其他	67379	61422	57372	51322	其他	-1874	-3158	-2852	-2620
非流动负债合计	67379	61422	57372	51322	筹资活动现金流净额	15728	-918	-7202	-9095
负债合计	119993	125782	131111	131373	现金及现金等价物净增加额	-4263	-8617	-14574	-16141
股本	226	226	226	226					
资本公积金	102332	102599	102599	102599					
未分配利润	35750	51725	56676	62435					
少数股东权益	75994	77077	77725	78828					
其他	4168	4694	5568	6584					
所有者权益合计	218470	236322	242794	250672					
负债和所有者权益总计	338463	362104	373905	382046					

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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