

科技	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 28.55	港元 32.00	+12.1%

2024年11月8日

中芯国际 (981 HK)

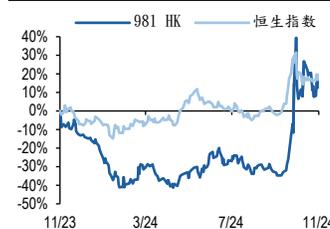
3Q24 业绩继续改善，毛利率产能利用率均超预期

- 收入符合预期，价格上涨驱动盈利能力改善。3Q24 收入 21.7 亿美元，创历史新高，符合我们的预期。受益于消费电子业务需求上升，产品单价提升，毛利率达到 20.5%，超过我们预期的 19.9% 和之前指引的上限，产能利用率 90.4% 亦超我们的预期。受金融资产减值和政府补助下降的影响，净利润 1.49 亿美元，低于我们预计的 2.45 亿美元。3Q24 资本支出 11.8 亿美元，低于我们的预期。基于管理层之前的 2024 全年资本支出指引，我们略微调低 2024 年资本支出至 76.7 亿美元。如我们在 [首次覆盖报告](#) 中提到的，公司之前资本支出前置，2H24 之后资本支出或有下降。管理层指引 4Q24 收入同比持平到增长 2%，毛利率 18-20%，中位数均略高于我们的预期。
- 扩产速度稳步推进，2025 年收入或持续增长。管理层表示扩产计划没有改变。公司 2023/24 年分别扩产 3/6 万片 12 英寸产能，而 2025 年扩产进度或将较 2024 年有所放缓，符合我们的预期。我们预计 2025/26 年每年增加 4.5 万片 12 英寸产能，为 2023/24 年的平均水平。管理层展望 2025 年总体半导体市场需求继续复苏，主要受益于消费电子，智能手机和个人电脑的需求向好。考虑到产能上升，管理层初步展望 2025 年公司晶圆出货或有双位数增长，但单价或有小幅回落。管理层提到工业和汽车领域需求复苏依然较慢，产业链依然存在产能过剩情况，但考虑到部分面向工业和汽车的模拟和功率器件的国产产能技术相对陈旧，公司或继续在功率和模拟器件投入产能以应对包括造车新势力在内的客户需求。
- 维持买入评级和目标价 32 港元。我们略微调高中芯国际 2024 年收入/毛利率预测到 80.2 亿美元/17%（前值 79.8 亿美元/16.8%）。微调公司 2025 年收入/毛利率预测至 90.9 亿美元/20.1%。我们同时保持对公司资本开支前置，2025/26 年资本开支回调的看法不变，分别为 56.7/56.0 亿美元。基于 2025 年每股净资产 21.6 港元，以及 1.5 倍 2025 年市净率（公司平均历史估值为 1.2x NTM 市净率，标准差为 0.4x）维持公司港股目标价 32 港元。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	33.30
52周低位 (港元)	14.02
市值 (百万港元)	170,903.73
日均成交量 (百万)	297.53
年初至今变化 (%)	43.76
200天平均价 (港元)	18.89

资料来源: FactSet

王大卫, PhD, CFA

Dawei.wang@bocomgroup.com
(852) 3766 1867

童钰枫

Carrie.Tong@bocomgroup.com
(852) 3766 1804

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万美元)	7,273	6,322	8,017	9,094	10,433
同比增长 (%)	33.6	-13.1	26.8	13.4	14.7
净利润 (百万美元)	1,818	903	664	1,028	1,337
每股盈利 (美元)	1.78	0.88	0.65	1.00	1.30
同比增长 (%)	6.7	-50.5	-26.6	54.8	30.0
前EPS预测值 (美元)			0.73	1.00	1.31
调整幅度 (%)			-11.1	-0.2	-0.7
市盈率 (倍)	2.1	4.2	5.7	3.7	2.8
每股账面净值 (美元)	2.41	2.53	2.62	2.78	2.97
市账率 (倍)	1.52	1.45	1.40	1.32	1.24

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 中芯国际 3Q24 业绩 (交银国际预测 vs. Visible Alpha 一致预测)

人民币百万元	3Q24	3Q23	同比	2Q24	环比	交银国际				
						实际值	预测	差异	VA 预测	差异
营业收入	2,171	1,621	34%	1,901	14%	2,171	2,180	(0%)	2,175	(0%)
毛利润	444	322	38%	265	68%	444	434	2%	421	6%
归母净利润	149	94	58%	165	(10%)	149	245	(39%)	210	(29%)
基本 EPS (人民币)	0.02	0.01	58%	0.02	(10%)	0.02	0.03	(39%)	0.03	(29%)

利润率	3Q24	3Q23	同比(ppts)	2Q24	环比(ppts)	交银国际				
						实际值	预测	差异(ppts)	VA 预测	差异(ppts)
毛利率	20.5%	19.8%	0.6	13.9%	6.5	20.5%	19.9%	0.5	19.4%	1.1
净利率	6.9%	5.8%	1.1	8.7%	(1.8)	6.9%	11.2%	(4.4)	9.7%	(2.8)

资料来源: Visible Alpha, 交银国际预测

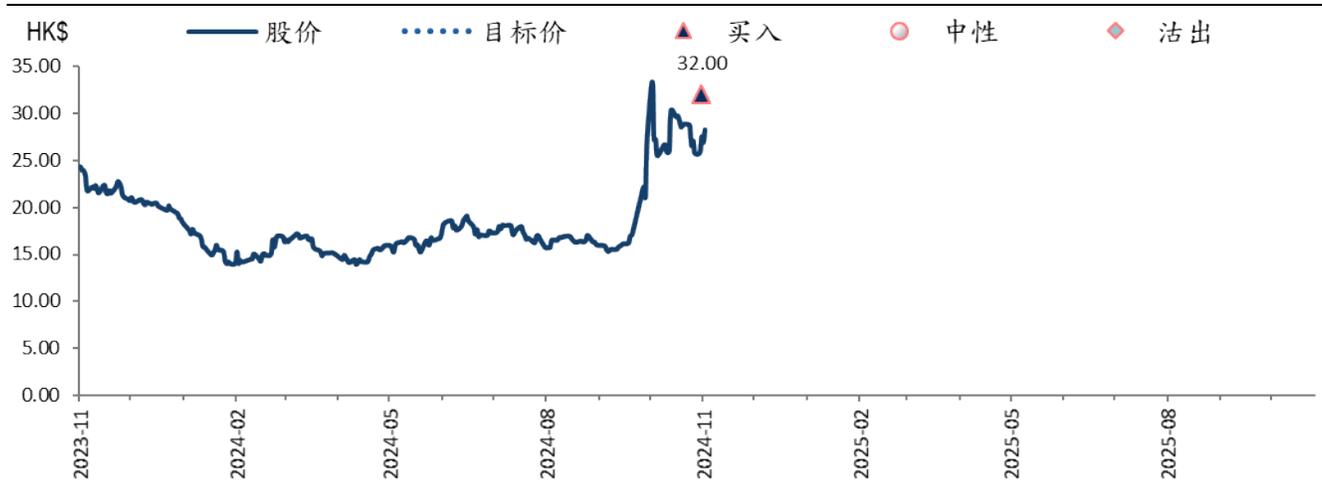
图表 2: 中芯国际财务预测 (现预测 vs 前预测)

人民币百万元	2024E			2025E			2026E		
	现预测	前预测	差异	现预测	前预测	差异	现预测	前预测	差异
营业收入	8,017	7,975	1%	9,094	9,090	0%	10,433	10,375	1%
毛利润	1,367	1,339	2%	1,826	1,814	1%	2,306	2,312	(0%)
营业利润	(14)	(69)	(79%)	412	368	12%	806	783	3%
归母净利润	664	744	(11%)	1,028	1,027	0%	1,337	1,342	(0%)
基本 EPS (人民币)	0.08	0.09	(11%)	0.13	0.13	0%	0.17	0.17	(0%)

利润率	差异(ppts)			差异(ppts)			差异(ppts)		
毛利率	17.0%	16.8%	0.3	20.1%	20.0%	0.1	22.1%	22.3%	(0.2)
营业费用率	17.2%	17.7%	(0.4)	15.6%	15.9%	(0.4)	14.4%	14.7%	(0.4)
营业利润率	-0.2%	-0.9%	0.7	4.5%	4.0%	0.5	7.7%	7.6%	0.2
归母净利率	8.3%	9.3%	(1.1)	11.3%	11.3%	0.0	12.8%	12.9%	(0.1)

资料来源: 交银国际预测

图表 3: 中芯国际目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
981 HK	中芯国际	买入	28.25	32.00	13.3%	2024 年 11 月 05 日	晶圆代工
AMD US	超微半导体	买入	149.82	197.00	31.5%	2024 年 10 月 30 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	买入	104.68	106.00	1.3%	2024 年 10 月 31 日	半导体设计
603501 CH	韦尔股份	买入	111.95	133.00	18.8%	2024 年 10 月 07 日	半导体设计

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 11 月 7 日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	7,273	6,322	8,017	9,094	10,433
主营业务成本	(4,512)	(5,104)	(6,650)	(7,268)	(8,127)
毛利	2,762	1,218	1,367	1,826	2,306
销售及管理费用	(528)	(518)	(615)	(628)	(647)
研发费用	(733)	(707)	(766)	(786)	(853)
经营利润	1,501	(8)	(14)	412	806
财务成本净额	224	527	299	247	209
其他非经营净收入/费用	490	668	513	490	458
税前利润	2,214	1,187	798	1,148	1,472
税费	(16)	(63)	(60)	(57)	(74)
非控股权益	(380)	(222)	(74)	(62)	(62)
净利润	1,818	903	664	1,028	1,337
作每股收益计算的净利润	1,818	903	664	1,028	1,337

资产负债表 (百万元美元)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6,933	6,215	3,086	2,998	3,096
应收账款及票据	1,303	1,170	1,129	1,157	1,408
存货	1,911	2,736	2,664	2,254	2,498
其他流动资产	6,447	3,514	3,589	3,711	3,838
总流动资产	16,594	13,635	10,468	10,120	10,839
物业、厂房及设备	18,856	23,945	28,404	30,299	31,720
其他有形资产	530	474	443	443	443
无形资产	45	34	25	21	17
合资企业/联营公司投资	7,716	9,430	8,048	8,048	8,048
其他长期资产	67	269	393	393	393
总长期资产	27,214	34,152	37,313	39,204	40,621
总资产	43,808	47,787	47,781	49,324	51,460
短期贷款	1,268	1,216	1,580	1,644	1,711
应付账款	3,217	3,728	3,448	3,601	3,991
其他短期负债	2,540	2,657	2,263	2,354	2,450
总流动负债	7,025	7,602	7,290	7,600	8,152
长期贷款	6,718	8,335	8,324	8,328	8,332
其他长期负债	1,103	1,005	434	434	434
总长期负债	7,821	9,340	8,758	8,762	8,766
总负债	14,846	16,942	16,049	16,362	16,918
股本	32	32	33	39	45
储备及其他资本项目	19,118	20,084	20,891	22,114	23,689
股东权益	19,150	20,116	20,924	22,153	23,734
非控股权益	9,811	10,730	10,809	10,809	10,809
总权益	28,961	30,846	31,733	32,961	34,542

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,198	1,125	738	1,090	1,399
折旧及摊销	2,271	2,667	3,250	3,784	4,178
营运资本变动	894	(510)	(974)	506	(136)
利息调整	(224)	(527)	(216)	0	0
税费	16	63	45	0	0
其他经营活动现金流	192	541	150	0	0
经营活动现金流	5,348	3,358	2,993	5,380	5,441
资本开支	(6,351)	(7,466)	(7,671)	(5,675)	(5,596)
投资活动	(4,382)	1,218	1,336	0	0
其他投资活动现金流	341	40	19	0	0
投资活动现金流	(10,392)	(6,208)	(6,316)	(5,675)	(5,596)
负债净变动	2,356	1,686	270	64	67
权益净变动	58	57	6	6	6
其他融资活动现金流	1,200	723	(10)	537	580
融资活动现金流	3,614	2,466	266	606	653
汇率收益/损失	(220)	(335)	(72)	(400)	(400)
年初现金	8,582	6,933	6,215	3,086	2,998
年末现金	6,933	6,215	3,086	2,998	3,096

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(美元)					
核心每股收益	1.781	0.882	0.647	1.003	1.303
每股账面值	2.412	2.526	2.624	2.776	2.974
利润率分析(%)					
毛利率	38.0	19.3	17.0	20.1	22.1
EBITDA利润率	63.4	64.3	54.1	57.1	56.3
EBIT利润率	32.2	22.1	13.6	15.4	16.2
净利率	25.0	14.3	8.3	11.3	12.8
盈利能力(%)					
ROA	4.5	2.0	1.4	2.1	2.7
ROE	6.7	3.0	2.1	3.2	4.0
ROIC	4.0	(0.0)	(0.0)	0.9	1.7
其他					
净负债权益比(%)	3.6	10.8	21.5	21.2	20.1
流动比率	2.4	1.8	1.4	1.3	1.3
存货周转天数	125.6	166.2	148.2	123.5	106.7
应收账款周转天数	63.2	71.4	52.3	45.9	44.9
应付账款周转天数	204.2	248.3	196.9	177.0	170.5

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。