

公司研究

3Q24 营收创季度新高，4Q24 延续积极指引

——中芯国际（0981.HK+688981.SH）2024 年三季度业绩点评

要点

事件：3Q24营收创新高，毛利率超预期。3Q24收入21.7亿美元，同比上升34%，环比增长14%，创历史新高，其中晶圆出货量环比增长0.5%，收入增长主要受平均销售价格ASP带动。盈利方面，3Q毛利率20.5%，超出此前公司18%~20%指引区间的上限，环比上升6.6pct，系稼动率增长有效摊薄单位折旧成本，叠加ASP提升；净利润2.23亿美元，超过2.06亿美元的市场预期，而归母净利润1.49亿美元，同比增长58%，环比下降10%，低于2.02亿美元的市场预期，主要系非控股权益较高。**4Q24营收指引超预期。**4Q24指引收入环比增长0%~2%，超过市场预期的环比下降2%，系公司经同客户协商、晶圆出货量影响可控，虽稼动率存在下滑，但预计产品结构优化带动ASP持续增长。毛利率指引18%~20%，基本符合19%的市场预期。公司指引2024全年营收预计80亿美元，同比增长27%；指引全年毛利率水平17%。

3Q24受消费电子复苏和中国本土需求带动，产品结构向12英寸优化、驱动ASP和毛利率增长。1) **应用：**消费电子需求逐步恢复，功能升级落地，带动3Q消费电子相关收入贡献占比42.6%，环比增长7pct。2) **尺寸：**3Q24 12英寸营收占比78.5%，同比增长4.5pct，环比增长4.9pct，系8英寸部分海外客户因地缘政治避险考虑而于2Q24提前拉货，而中国本土需求带动12英寸出货积极。3) **地区：**中国地区收入占比86.4%，美国收入占比10.6%，欧亚区占比3%，中国区占比环比增长6.1pct，系部分海外客户因政治考量已于2Q24提前拉货，叠加3Q24中国地区客户需求强劲、产品结构改善。

3Q24稼动率提升，12英寸产线稳步扩产。1) **稼动率：**3Q24稼动率90.4%，同比增长13.3pct，环比增长5.2pct，其中12英寸稼动率接近满产。随着12英寸产能持续释放，我们预计4Q24及2025年公司稼动率会存在小幅下滑压力。2) **资本支出：**3Q24资本开支11.79亿美元，环比下滑47.6%，系此前战略布局使得设备积极拉货，我们预计24H2及以后资本支出投入会相对趋于保守。3) **产能：**3Q24新增2.1万片12英寸产能，产品结构优化、12英寸占比上升，驱动整体ASP提升。3Q约当8英寸的月产能增至88.43万片，环比增长5.6%，公司指引4Q24将释放3万片12英寸月产能，但因新增产能验证需要时间，2024年底约当8英寸的整体月产能预计增至90万片左右。展望2025年，公司预计扩产将带动晶圆出货，但同时影响各类产品价格、或出现小幅下滑。

盈利预测、估值与评级：下游市场复苏叠加国产替代需求，预计公司 2H24 业绩强劲，但考虑到产能释放会使折旧摊销增长、稼动率和 ASP 承压，叠加非控股权益水平增长，我们下调中芯国际(0981.HK)24-26 年归母净利润为 5.40/7.59/9.73 亿美元(较上次预测调整-20%/-17%/-18%)，对应同比增速-40%/+41%/+28%；同理，下调中芯国际(688981.SH)24-26 年归母净利润为 38.28/53.82/68.94 亿人民币(较上次预测调整-20%/-17%/-18%)。股价对应 24-25 年港股 PB 1.4x/1.4x，A 股 PB 5.5x/5.3x。我们看好国产替代浪潮持续利好其业绩和估值，维持中芯国际港股/A 股“买入”评级。

风险提示：美国管制趋严；下游需求疲软；行业竞争加剧；技术不及预期。

中芯国际盈利预测与估值简表

港股 (0981.HK) 指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万美元)	7,273	6,322	8,032	9,295	10,591
营收增长率 (%)	33.6	-13.1	27.1	15.7	13.9
归母净利润 (百万美元)	1,818	903	540	759	973
归母净利润增长率 (%)	6.8	-50.4	-40.1	40.6	28.1
P/B	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3
A 股 (688981.SH) 指标					
归母净利润 (百万人民币)	12,133	4,823	3,828	5,382	6,894
P/B	6.0	5.6	5.5	5.3	5.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价日期为 2024-11-08；按 1.0 USD = 7.7746 HKD 汇率换算。

A 股：买入（维持）

H 股：买入（维持）

A 股当前价：100.30 人民币元

H 股当前价：28.55 港元

作者

分析师：付天姿，CFA，FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

联系人：董馨悦

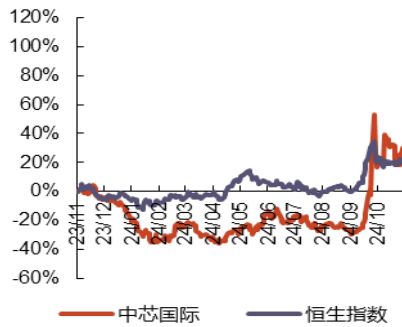
021-52523858

dongxinyue@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	79.75
总市值(亿港元):	3,879.04
一年最低/最高(港元):	13.88-35.5
近 3 月换手率 (%) :	224.3

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.5	50.9	3.6
绝对	5.0	72.2	22.0

资料来源：Wind

相关研报

3Q24 指引强劲，下游需求复苏已现，ASP 涨价提振未来盈利水平……2024-08-12

半导体行业呈现“双 U 型”态势，23 全年资本开支上调至 75 亿美元……2023-11-14

2Q 产能利用率回升驱动营收环比增长，2H23 晶圆出货有望持续增长……2023-08-14

公司指引 2Q23 收入环比回升，超出市场预期……2023-05-13

表 1：中芯国际（0981.HK）损益表

（单位：百万美元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入	7,273	6,322	8,032	9,295	10,591
晶圆销售	6,736	5,794	7,521	8,794	10,100
掩膜制造、测试、其他	538	527	511	501	491
营业成本	-4,512	-5,104	-6,653	-7,638	-8,656
毛利	2,762	1,218	1,379	1,657	1,935
其它收入	490	667	800	1,109	1,318
营业开支	-1,261	-1,224	-1,485	-1,673	-1,854
营业利润	1,991	660	694	1,092	1,399
财务成本净额	224	527	-205	-349	-434
应占利润及亏损	0	0	100	100	100
税前利润	2,214	1,187	589	843	1,065
所得税开支	-16	-63	-24	-34	-43
税后经营利润	2,198	1,125	565	809	1,023
少数股东权益	-380	-222	-25	-50	-50
净利润	1,818	903	540	759	973
息税折旧前利润	4,122	3,236	3,060	4,043	4,863
息税前利润	1,850	569	654	1,052	1,359
每股收益（美元）	0.23	0.11	0.07	0.10	0.12

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 2：中芯国际（0981.HK）资产负债表

(单位：百万美元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	43,808	47,787	48,781	53,637	57,354
流动资产	16,594	13,635	9,575	10,799	12,262
现金及短期投资	12,732	9,344	4,819	5,577	6,354
有价证券及短期投资	522	257	390	324	357
应收账款	690	494	830	855	965
存货	1,911	2,736	2,568	2,949	3,341
其它流动资产	738	804	968	1,095	1,244
非流动资产	27,214	34,152	39,206	42,837	45,092
长期投资	1,921	2,045	2,095	2,145	2,195
固定资产净额	12,386	13,121	19,784	24,447	27,878
其他非流动资产	12,906	18,986	17,327	16,245	15,019
总负债	14,846	16,942	17,370	21,417	24,111
流动负债	7,025	7,602	7,829	11,669	14,115
应付账款	3,217	3,728	4,030	4,626	5,243
短期借贷	1,268	1,216	1,359	4,258	5,766
其它流动负债	2,540	2,657	2,440	2,784	3,107
长期负债	7,821	9,340	9,542	9,747	9,996
长期债务	7,317	8,934	9,133	9,334	9,533
其它	505	406	408	414	462
股东权益合计	28,961	30,846	31,411	32,196	33,172
股东权益	19,150	20,116	20,652	21,388	22,313
少数股东权益	9,811	10,730	10,759	10,809	10,859
负债及股东权益总额	43,808	47,787	48,781	53,613	57,283
净现金/(负债)	3,643	-1,213	-6,081	-8,429	-9,407
营运资本	-615	-498	-631	-822	-936
长期可运用资本	36,783	40,186	40,953	41,944	43,167
股东及少数股东权益	28,961	30,846	31,411	32,196	33,172

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 3：中芯国际（0981.HK）现金流量表

（单位：百万美元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,348	3,358	2,805	4,408	5,112
净利润	1,818	903	540	759	973
折旧与摊销	2,271	2,667	2,406	2,990	3,503
营运资本变动	-434	-434	134	191	114
其它	1,692	222	-275	467	522
投资活动现金流	-10,392	-6,208	-7,475	-6,404	-5,657
资本性支出净额	-6,196	-7,630	-7,365	-6,255	-5,855
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	-44	-124	-50	-50	-50
其它资产变化	-4,151	1,546	-60	-99	248
自由现金流	-2,278	-4,321	-6,313	-3,641	-2,758
融资活动现金流	3,614	2,466	145	2,755	1,322
股本变动	58	57	4	0	0
净债务变化	2,260	1,565	342	3,100	1,707
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	1,296	844	-201	-345	-385
净现金流	-1,429	-383	-4,524	758	777

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 4：中芯国际（688981.SH）损益表

(单位：百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	49,516	45,250	57,316	66,227	75,364
营业成本	30,553	35,346	47,457	54,520	61,414
折旧和摊销	15,388	18,860	15,947	18,365	20,770
税金及附加	272	223	287	331	377
销售费用	226	272	287	331	377
管理费用	3,042	3,153	2,866	3,311	3,768
财务费用	-1,552	-3,774	-1,223	-900	-253
研发费用	4,953	4,992	6,591	7,616	8,290
资产减值损失	-438	-1,344	-17	-42	-42
其他收益	1,946	2,577	2,866	3,311	3,768
投资收益	832	250	1,400	1,400	1,400
营业利润	14,762	6,906	5,450	6,775	7,707
利润总额	14,760	6,840	4,899	7,247	9,369
所得税	106	444	196	290	375
净利润	14,654	6,396	4,703	6,957	8,994
少数股东损益	2,520	1,573	875	1,575	2,100
归属母公司净利润	12,133	4,823	3,828	5,382	6,894

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 5：中芯国际（688981.SH）资产负债表

(单位：百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	305,104	338,463	336,052	351,520	379,078
货币资金	74,922	51,235	32,943	19,868	22,609
交易性金融资产	2,617	1,520	300	1,200	2,200
应收账款	4,807	3,501	6,830	7,892	8,980
应收票据	522	442	287	331	377
其他应收款（合计）	448	160	1,129	1,305	1,485
存货	13,313	19,378	14,237	16,336	18,384
其他流动资产	2,758	4,000	4,302	4,525	4,753
流动资产合计	115,572	96,574	60,694	52,215	59,637
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	13,380	14,484	14,484	14,484	14,484
固定资产	85,403	92,432	111,994	129,429	143,833
在建工程	45,762	77,003	80,430	82,205	82,036
无形资产	3,428	3,344	3,317	3,290	3,264
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	40,009	53,131	59,164	59,164	59,164
非流动资产合计	189,532	241,889	275,358	299,305	319,441
总负债	103,399	119,993	112,850	121,362	139,926
短期借款	4,519	3,398	0	5,645	22,930
应付账款	4,013	4,940	6,169	7,088	7,984
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	133	12	17	20	23
其他流动负债	1,359	1,583	1,583	1,583	1,583
流动负债合计	47,855	52,614	42,650	51,544	70,535
长期借款	46,790	59,032	62,532	63,932	65,332
应付债券	4,167	4,243	4,243	4,243	4,243
其他非流动负债	4,343	3,828	3,225	1,443	-384
非流动负债合计	55,544	67,379	70,200	69,818	69,391
无息负债	43,158	47,787	37,575	39,041	38,920
有息负债	60,241	72,206	75,275	82,321	101,005
股东权益	201,705	218,470	223,202	230,158	239,152
股本	225	226	254	254	254
公积金	99,545	102,332	102,459	102,459	102,459
未分配利润	30,927	35,750	39,452	44,833	51,727
归属母公司权益	133,372	142,476	146,332	151,714	158,608
少数股东权益	68,333	75,994	76,869	78,444	80,544

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 6：中芯国际（688981.SH）现金流量表

(单位：百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	36,591	23,048	25,106	21,646	25,159
净利润	12,133	4,823	3,828	5,382	6,894
折旧摊销	15,388	18,860	15,947	18,365	20,770
净营运资金增加	1,875	109	-2,805	3,121	4,715
其他	7,195	-744	8,135	-5,221	-7,220
投资活动产生现金流	-69,468	-41,701	-47,117	-40,884	-39,528
净资本支出	-41,724	-53,828	-43,250	-41,734	-38,878
长期投资变化	13,380	14,484	0	0	0
其他资产变化	-41,124	-2,357	-3,867	850	-650
融资活动现金流	23,269	15,728	3,718	6,163	17,110
股本变化	0	1	28	0	0
债务净变化	17,709	11,964	3,070	7,045	18,685
无息负债变化	17,732	4,630	-10,212	1,466	-121
净现金流	-6,361	-4,263	-18,293	-13,075	2,741

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP