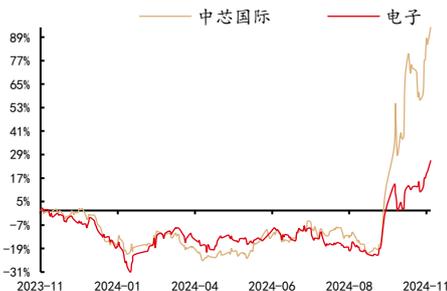


股票投资评级

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)	104.98
总股本/流通股本(亿股)	79.75 / 19.88
总市值/流通市值(亿元)	8,372 / 2,087
52周内最高/最低价	104.98 / 40.33
资产负债率(%)	35.5%
市盈率	172.10
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)

收入创新高

● 事件

公司 24Q3 销售收入为 21.71 亿美元，环比增长 14.2%；毛利率为 20.5%，环比增长 6.6 个百分点；经营利润为 1.70 亿美元；息税折旧及摊销前利润为 11.57 亿美元；息税折旧及摊销前利润率为 53.3%；归属于本公司的应占利润为 1.49 亿美元。

预计 24Q4 销售收入环比持平到增长 2%，毛利率预计在 18%-20%；预计 24 年收入 80 亿美元左右，收入增速约 27%，好于同业平均。

● 投资要点

**单季收入首次站上 20 亿美元台阶，创历史新高。**公司 24Q3 销售收入为 21.71 亿美元，环比增长 14.2%，首次站上单季 20 亿美元台阶，创历史新高，主要系 1) 三季度，12 英寸出货净增量填补了 8 英寸出货减少量，使得季度出货环比基本持平；2) 伴随本土化需求加速提升，主要市场领域的芯片套片产能供不应求，12 英寸部分节点价格向好，产品组合优化调整，使得三季度公司的平均销售单价环比上升。公司 24Q3 毛利率为 20.5%，环比增长 6.6 个百分点，主要系三季度，公司新增 2.1 万片 12 英寸月产能并快速投入生产，附加值相对较高，促进产品结构进一步优化，平均销售单价环比上升；整体产能利用率提升至 90.4%，环比增长 5.2 个百分点，有效摊薄单位折旧成本。

**中国客户逐步进入中高端产品市场。**公司 24Q3 销售收入以地区分类来看，中国、美国、欧亚区占比分别为 86%、11%和 3%。八月份公司提到，出于地缘政治考量和响应中国市场需求，部分海外客户在二季度进行了一定程度的拉货，所以在三季度收入占比环比下降 6 个百分点；中国客户在本土化需求加速及出口需求整体良好的情况下，逐步进入中高端产品市场，三季度收入占比环比上升 6 个百分点。

**消费逐步恢复，消费产品功能升级落地，出口保有良好需求。**公司 24Q3 销售收入以服务类型来看，晶圆收入占比 94%，其他收入占比 6%。晶圆收入以最终应用分类来看，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 25%、16%、43%、8%和 8%。消费类是目前公司收入占比最大的应用分类，因为公司对于消费类的定义比较宽泛。公司看到消费类市场的需求在逐步恢复，消费产品功能升级落地，出口保有良好需求。晶圆收入按尺寸分类来看，8 英寸因部分出货提拉到二季度，收入占比下降至 21.5%；12 英寸整体接近满载，且新开出的产能迅速验证并投入生产，收入占比提升至 78.5%。从平台来看，BCD 需求良好带来订单，推动 8 英寸利用率上升。

**预计 24Q4 销售收入环比持平到增长 2%，毛利率在 18%-20%。**过去几个季度，公司 12 英寸产能供不应求，原有一些客户订单无法完成。四季度是传统淡季，客户审视年初制定的计划，没实现的部分往

往减少的量会发生在第四季度。虽然在四季度客户对投片和收货的意愿没有那么强，但经过和客户的协商，公司四季度出货没有受到太大影响。此外，四季度公司预计将再释放约 3 万片 12 英寸月产能，但新增产能验证需要时间。公司，我们预计四季度整体产能利用率和出货有所下降，希望通过产品组合优化来提升平均销售单价，从而保障四季度收入不受影响，做到环比持平到略有增长，使得毛利率也相对平稳。

**预计全年收入 80 亿美元左右，收入增速约 27%，好于同业平均。**根据前三个季度的业绩和四季度的指引中值，公司全年收入预计在 80 亿美元左右，收入增速约 27%，好于可比同业平均值。全年毛利率预计在 17% 左右，年底月产能预计达到折合 8 英寸 95 万片左右。其中，为了满足公司已有客户的需求，公司加快布局功率器件产能，从而充分支持汽车、工业和新能源市场的发展。

### ● 盈利预测

我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现营业收入 563/635/722 亿元，实现归母净利润 44/58/68 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 183/139/119 倍，PB 分别为 5.07/4.89/4.70 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	56315	63492	72169
增长率 (%)	-8.61	24.45	12.74	13.67
EBITDA (百万元)	21385.97	27926.27	35596.75	38284.23
归属母公司净利润 (百万元)	4822.81	4400.76	5793.67	6790.98
增长率 (%)	-60.25	-8.75	31.65	17.21
EPS (元/股)	0.60	0.55	0.73	0.85
市盈率 (P/E)	167.19	183.22	139.17	118.73
市净率 (P/B)	5.66	5.07	4.89	4.70
EV/EBITDA	20.69	29.50	23.43	22.04

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
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	45250	56315	63492	72169	营业收入	-8.6%	24.5%	12.7%	13.7%
营业成本	35346	45731	51005	57152	营业利润	-53.2%	-17.3%	18.2%	22.5%
税金及附加	223	282	326	362	归属于母公司净利润	-60.3%	-8.8%	31.7%	17.2%
销售费用	254	310	349	361	<b>获利能力</b>				
管理费用	3153	3942	4413	4980	毛利率	21.9%	18.8%	19.7%	20.8%
研发费用	4992	6119	6889	7578	净利率	10.7%	7.8%	9.1%	9.4%
财务费用	-3774	-2932	-3852	-3686	ROE	3.4%	2.8%	3.5%	4.0%
资产减值损失	-1344	-310	-310	-310	ROIC	0.8%	0.8%	0.9%	1.4%
<b>营业利润</b>	<b>6906</b>	<b>5714</b>	<b>6753</b>	<b>8274</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	12	8	8	10	资产负债率	35.5%	35.0%	35.3%	34.7%
营业外支出	77	32	20	15	流动比率	1.84	1.73	1.37	1.11
<b>利润总额</b>	<b>6840</b>	<b>5689</b>	<b>6741</b>	<b>8269</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	444	256	303	372	应收账款周转率	10.89	12.39	11.15	11.79
<b>净利润</b>	<b>6396</b>	<b>5433</b>	<b>6437</b>	<b>7896</b>	存货周转率	2.16	2.35	2.34	2.22
<b>归母净利润</b>	<b>4823</b>	<b>4401</b>	<b>5794</b>	<b>6791</b>	总资产周转率	0.14	0.16	0.17	0.19
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.60</b>	<b>0.55</b>	<b>0.73</b>	<b>0.85</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.60	0.55	0.73	0.85
货币资金	51235	57225	42666	26884	每股净资产	17.87	19.94	20.67	21.52
交易性金融资产	1520	1520	1520	1520	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	3944	5987	6372	7069	PE	167.19	183.22	139.17	118.73
预付款项	752	851	1078	1162	PB	5.66	5.07	4.89	4.70
存货	19378	19599	24015	27578	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>96574</b>	<b>107992</b>	<b>98405</b>	<b>86986</b>	净利润	6396	5433	6437	7896
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	1541	4803	2415
无形资产	3344	3233	3035	2902	其他	216	2906	2714	2422
<b>非流动资产合计</b>	<b>241889</b>	<b>254904</b>	<b>276354</b>	<b>296297</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>23048</b>	<b>35049</b>	<b>46663</b>	<b>46436</b>
<b>资产总计</b>	<b>338463</b>	<b>362895</b>	<b>374758</b>	<b>383283</b>	资本开支	-53828	-53725	-53280	-53160
短期借款	3398	798	498	398	其他	12127	13156	-700	-240
应付票据及应付账款	4940	6152	6896	7801	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-41701</b>	<b>-40569</b>	<b>-53980</b>	<b>-53400</b>
其他流动负债	44277	55435	64467	70340	股权融资	5498	651	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>52614</b>	<b>62385</b>	<b>71860</b>	<b>78539</b>	债务融资	12104	2461	-4350	-6150
其他	67379	64479	60429	54379	其他	-1874	-4382	-2892	-2667
<b>非流动负债合计</b>	<b>67379</b>	<b>64479</b>	<b>60429</b>	<b>54379</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>15728</b>	<b>-1270</b>	<b>-7242</b>	<b>-8817</b>
<b>负债合计</b>	<b>119993</b>	<b>126864</b>	<b>132289</b>	<b>132917</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-4263</b>	<b>-6794</b>	<b>-14559</b>	<b>-15782</b>
股本	226	226	226	226					
资本公积金	102332	102982	102982	102982					
未分配利润	35750	52271	57196	62968					
少数股东权益	75994	77027	77670	78776					
其他	4168	3526	4395	5413					
<b>所有者权益合计</b>	<b>218470</b>	<b>236032</b>	<b>242469</b>	<b>250366</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>338463</b>	<b>362895</b>	<b>374758</b>	<b>383283</b>					

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