

Q3 产品单价和 Q4 收入指引超预期

华泰研究

2024 年 11 月 14 日 | 中国内地/中国香港

更新报告

半导体

中芯国际 Q3 营收环比增长 14.2%至 21.71 亿美元，符合彭博一致预期，毛利率环比提升 6.6pct 至 20.5%，超彭博一致预期的 18.8%，主因产能利用率提升显著（90.4%，环比提升 5.2pct）。Q4 为传统淡季，但公司指引 Q4 营收将环比增长 0%-2%（超彭博一致预期的 -1.7%），Q4 毛利率稳健（18%-20%）。我们认为公司 Q3 业绩高速增长的主要原因为：1）国内消费电子及出口需求继续向好；2）地缘政治影响持续加剧背景下，客户本土化生产需求加速提升。我们看好中芯国际中长期持续受益于中国半导体产业国产化趋势，以及海外客户的“C for C”策略，维持 H/A 股“买入”评级

国产化需求推动 Q3 业绩及 Q4 指引超市场预期

分应用来看，Q3 公司电脑和平板、消费电子领域营收实现了强劲增长，营收分别环比增长 40.8%和 36.7%，收入占比为 16.4%和 42.6%。在国内消费电子等市场的国产化需求推动下，Q3 公司 12 英寸产能接近满载，中芯京城及中芯深圳的 12 英寸新产能也快速验证并投入生产。公司 12 英寸营收环比增长了 21.8%，营收占比环比提升 4.9pct 至 78.5%。在 12 英寸需求增长及部分节点价格向好的推动下，公司综合产能利用率环比提升 5.2pct 至 90.4%，ASP 环比增长 15.5%至 966 美元/片。Q3 毛利率超彭博一致预期。产品组合持续优化下，我们认为 Q4 ASP 将继续向好，驱动营收环比增长 0%-2%，超彭博一致预期。

2025 年资本开支或同比下滑，有望进入业绩收获期

Q3 公司产能环比提升 4.7 万片/月至 88.4 万片/月（等效 8 寸），京城、深圳及临港厂规划将在 Q4 继续扩产 3 万片的 12 寸产能。随着中芯目前四个在建晶圆厂产能逐步爬坡，我们预计这将带动公司产能从 2023 年年底的 80.6 万片/月，上升到 2026 年年底的 116.6 万片/月。但是，随着设备逐步到位，我们预计公司资本开支在 2024 年达到顶峰，2025/2026 年将下降至 50 亿美元。设备折旧增速的放缓，将会推动公司盈利释放。

重申买入，港股目标价 32.00 港币，A 股目标价 117.17 元

我们下修 2024-2026 年非营业收益预测，因此目前预计 2024/2025/2026 年归母净利润为 4.94/7.27/10.69 亿美元。对于 A 股报表，我们预计 2024/2025/2026 年归母净利润为 35.11/51.66/75.92 亿人民币。我们认为公司 2025 年资本开支下降后有望进入收获期，上调 H 股估值倍数至 1.53x PB（前值：1.32x），上调目标价至 32.00 港币（前值：27.00），并基于 A 股对 H 股溢价 302%（截至 11 月 13 日收盘的溢价率），给予 A 股目标价人民币 117.17 元（前值：73.78 元）。维持 H/A 股“买入”评级。

风险提示：美国加强技术出口管制；8 英寸和 12 英寸的产能扩产速度不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	49,516	45,250	56,887	65,563	74,556
+/-%	33.63	(13.09)	25.72	15.25	13.72
归属母公司净利润 (人民币百万)	12,133	4,823	3,511	5,166	7,592
+/-%	6.79	(50.35)	(27.20)	47.14	46.97
EPS (人民币，最新摊薄)	1.52	0.60	0.44	0.65	0.95
ROE (%)	10.02	4.60	2.43	3.47	4.89
PE (倍)	63.67	160.18	220.04	149.55	101.75
PB (倍)	5.68	5.41	5.28	5.10	4.85
EV EBITDA (倍)	10.02	13.69	14.44	13.89	12.35

资料来源：公司公告、华泰研究预测

	981 HK	688981 CH
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	港币：32.00	人民币：117.17

研究员 黄乐平, PhD
 SAC No. S0570521050001 leping.huang@htsc.com
 SFC No. AUZ066 +(852) 3658 6000

研究员 谢春生
 SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com
 SFC No. BQZ938 +(86) 21 2987 2036

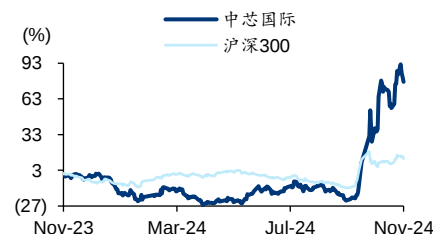
研究员 丁宁
 SAC No. S0570522120003 dingning021681@htsc.com
 +(86) 21 2897 2228

研究员 廖健雄
 SAC No. S0570524030001 liaojianxiong@htsc.com
 +(86) 21 2897 2228

基本数据

(港币/人民币)	981 HK	688981 CH
目标价	32.00	117.17
收盘价 (截至 11 月 14 日)	27.15	96.87
市值 (百万)	216,511	772,501
6 个月平均日成交额 (百万)	2,251	3,675
52 周价格范围	13.88-35.50	40.33-104.98
BVPS	2.59	18.12

股价走势图



资料来源：Wind

代工行业 3Q24 业绩回顾与 4Q24 指引

Q3 中芯国际营收环比改善幅度强于同行业公司，主因在地化生产需求强劲。代工行业基本指引 4Q24 营收持续改善，主因智能手机等消费电子产品需求景气度延续以及汽车/工业需求开始筑底。中芯国际指引 4Q24 营收环比增长 0%-2%，处于行业平均水平。毛利率方面，中芯国际预计 4Q24 毛利率为 18%~20%，环比稳健。由于折旧影响，毛利率仍低于联电/格罗方德等同业。

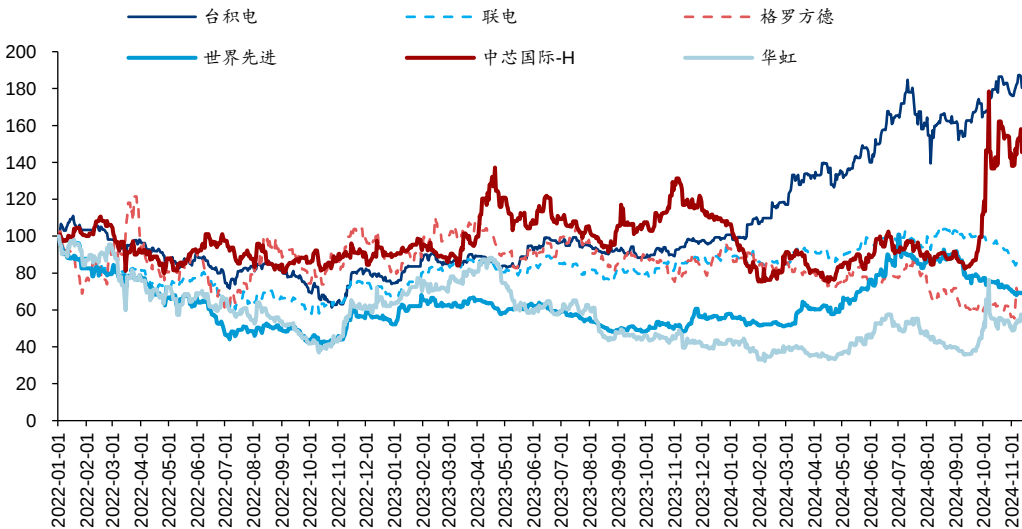
图表1：全球代工业绩及指引

公司	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
	A	A	A	A	A	A	A	指引
收入环比增速								
2330 TT 台积电	-16.10%	-6.2%	10.2%	13.6%	-3.8%	10.3%	12.9%	11.0%-14.4%
2303 TT 联电	-20.1%	3.8%	1.4%	3.7%	-0.6%	4.0%	6.5%	0.0%
5347 TT 世界先进	-14.5%	20.4%	7.1%	-8.4%	-0.4%	14.9%	6.7%	-7.4%
GFS US 格罗方德	-12.4%	0.2%	0.4%	0.1%	-16.5%	5.4%	6.6%	3.5%-6.4%
981 HK 中芯国际*	-9.8%	6.7%	3.9%	3.6%	4.3%	8.6%	14.2%	0%-2%
1347 HK 华虹半导体*	0.1%	0.1%	-10.0%	-19.9%	1.0%	4.0%	10.0%	0.7%-2.6%
毛利率								
2330 TT 台积电	56.3%	54.1%	54.3%	53.0%	53.1%	53.2%	57.8%	57%-59%
2303 TT 联电	35.5%	36.0%	35.9%	32.4%	30.9%	35.2%	33.8%	30.0%
5347 TT 世界先进	30.0%	30.0%	26.5%	23.0%	24.0%	26.0%	29.0%	27%-29%
GFS US 格罗方德	28.5%	28.8%	28.6%	29.0%	25.4%	24.2%	23.8%	24.3%
981 HK 中芯国际*	20.8%	20.3%	19.8%	16.4%	13.7%	13.9%	20.5%	18%-20%
1347 HK 华虹半导体*	32.1%	27.7%	16.1%	4.0%	6.4%	10.5%	12.2%	11%-13%
产能利用率								
2330 TT 台积电	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
2303 TT 联电	70.0%	71.0%	67.0%	66.0%	65.0%	68.0%	71.0%	66%-69%
5347 TT 世界先进	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
GFS US 格罗方德	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
981 HK 中芯国际*	68.1%	78.3%	77.1%	76.8%	80.8%	85.2%	90.4%	
1347 HK 华虹半导体*	103.5%	102.7%	86.8%	84.1%	91.7%	97.9%	105.3%	
ASP (USD,等效8寸)								
2330 TT 台积电	2,303	2,389	2,646	2,949	2,768	2,961	3,129	
2303 TT 联电	975	988	989	1,026	937	937	935	935
5347 TT 世界先进	650	619	608	644	642	668	600	624
GFS US 格罗方德	1,393	1,274	1,274	1,315	1,320	1,273	1,267	
981 HK 中芯国际*	1,168	1,006	961	931	907	836	966	
1347 HK 华虹半导体*	605	560	500	459	426	410	415	

注：标*公司为华泰覆盖；公司指引来自各公司公告

资料来源：公司公告，Bloomberg，Wind，华泰研究

图表2：代工厂股价相对涨跌幅



注：截至 11 月 13 日收盘价，2022 年 1 月 1 日收盘价记作 100

资料来源：Wind，华泰研究

中芯国际 3Q24 业绩回顾

3Q24 毛利率超一致预期

中芯国际 2Q24 营收为 21.7 亿美元（环比增长 14.2%，同比增长 34.0%），符合彭博一致预期（21.7 亿美元）。毛利率为 20.5%（环比增长 6.6 个百分点，同比增长 0.7 个百分点），好于其指引（18%-20%）和彭博一致预期（18.8%）。产能利用率为 90.4%（环比增长 5.2 个百分点，同比增长 13.3 个百分点）。3Q24 营收增长主因产品结构优化，三季度 12 寸产品拉货节奏快于 8 寸，出货量环比增长的同时平均价格也有所上涨，同时公司新增产能快速投产，带动 Q3 营收增长。3Q24 毛利率环比增长主要来源于产品结构优化以及产能利用率提升。中芯国际 Q3 归母净利润为 1.49 亿美元（环比下降 9.6%，同比增长 58.5%）。

图表3：中芯国际季度业绩及指引

美元 百万	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	3Q24	3Q24	4Q24	4Q24
	A	A	A	A	A	A	A	E	CON	Guidance	CON	Guidance
产能以及稼动率												
8 寸	334	336	328	329	329	329	329					
12 寸-成熟制程	157	161	178	182	186	196	217					
12 寸-先进制程	20	25	30	30	30	30	30					
产能总计 (千片)	732	754	796	806	815	837	884					
稼动率	2.6%	3.0%	5.5%	1.2%	1.1%	2.8%	5.6%					
收入	1,462	1,560	1,621	1,678	1,750	1,901	2,171	2,188	2,173	2148-2186	2,134	2171-2214
同比增长	-9.8%	6.7%	3.9%	3.6%	4.3%	8.6%	14.2%	0.8%	14.3%	13%-15%	-1.7%	0%-2%
晶圆代工收入	1,462	1,560	1,621	1,678	1,750	1,901	2,171					
同比增长	-9.8%	6.7%	3.9%	3.6%	4.3%	8.6%	14.2%					
晶圆单价	1,076	1,006	961	931	907	836	966					
同比增长	14.7%	-6.5%	-4.6%	-3.1%	-2.6%	-7.8%	15.5%					
营业成本	(1,158)	(1,244)	(1,299)	(1,403)	(1,510)	(1,636)	(1,727)	(1,774)				
毛利	305	317	322	275	240	265	444	415				
调整后期间费用	(276)	(293)	(310)	(346)	(314)	(351)	(325)					
EBITDA	951	1,201	901	1,011	887	1,056	1,157					
同比增长	-10.5%	26.2%	-24.9%	12.2%	-12.3%	19.1%	9.6%					
CAPEX	1,259	1,732	2,135	2,341	2,235	2,252	1,179					
折旧及摊销	631	656	679	700	746	797	831					
营业利润	83	80	87	107	2	87	170					
同比增长	-71%	-4%	10%	23%	-98%	3522%	95%					
非营业收益	193	416	80	141	72	100	73					
税前收益	276	496	168	248	74	187	243					
所得税	(9)	(32)	(11)	(11)	(11)	(15)	(20)					
少数股东权益	(36)	(61)	(62)	(63)	8	(8)	(74)					
归属母公司净利	231	403	94	175	72	165	149					
同比增长	-40.1%	74.3%	-76.7%	85.9%	-58.9%	129.2%	-9.6%					
比率 (%)												
毛利率	20.8%	20.3%	19.8%	16.4%	13.7%	13.9%	20.5%	19.0%	18.8%	18%-20%	19.0%	18%-20%
EBITDA 利润率	65.1%	76.9%	55.6%	60.2%	50.7%	55.5%	53.3%					
营业利润率	5.7%	5.1%	5.4%	6.4%	0.1%	4.6%	7.8%					
税前收益率	18.9%	31.8%	10.4%	14.8%	4.3%	9.8%	11.2%					
净利率	15.8%	25.8%	5.8%	10.4%	4.1%	8.7%	6.9%					
净资产收益率	8.3%	7.6%	5.6%	4.5%	3.7%	2.5%	2.7%					
每股净资产	2.42	2.45	2.49	2.51	2.53	2.53	2.54					

注：图中产能单位为千片/月，产能合计为 8 寸等效产能

资料来源：公司财报，Wind，华泰研究

3Q24 业绩说明会要点

1) 营收: 据中芯国际, 由于 1) 消费电子需求复苏持续, 3Q24 中芯国际消费电子营收环比增长 37%; 2) 国内客户在地化生产需求加速, 同时出口需求整体良好, 公司 3Q24 实现营收 21.7 亿美元 (环比增长 14.2%, 同比增长 34.0%)。

2) 晶圆销售均价和毛利率: 3Q24 公司销售均价环比增长 15.5% 至 966 美元, 主因 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 3Q24 毛利率为 20.5% (环比增长 6.6 个百分点, 同比增长 0.7 个百分点), 超此前指引 (18%-20%), 同样主因产品结构优化以及产能利用率环比有所回升。

3) 产能扩张: 公司产能持续爬坡。3Q24 末其整体产能达 884kwpm (环比增长 47kwpm), 产能利用率为 90.4% (环比增长 5.2 个百分点, 同比增长 13.3 个百分点)。公司预计 2024 年底月产能达到折合 8 英寸 90 万片左右。

4) 资本支出: 3Q24 资本支出为 11.8 亿美元。

5) 分板块业绩情况:

3Q24 中芯国际 8 英寸营收占晶圆总营收的 21.5% (同比下降 4.5 个百分点, 环比下降 4.9 个百分点), 12 英寸营收占晶圆总营收的 78.5% (同比上升 4.5 个百分点, 环比上升 4.9 个百分点)。

按应用划分, 公司 3Q24 工业和汽车/连接和物联网/消费电子/电脑和平板/智能手机营收占总营收的 7.9%/8.2%/42.6%/16.4%/24.9%。其中, 3Q24 消费电子营收占比环比大幅上升。

按销售地域划分, 公司 3Q24 中国地区营收占比为 86.4%, 欧亚地区 10.6%, 美国 3.0%。

图表4: 收入明细 (按技术节点划分)

(美元 百万)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	2022	2023	2024E	2025E	2026E
	A	A	A	A	A	A	A	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)
收入	1,462	1,560	1,621	1,678	1,750	1,901	2,171	7,273	6,322	8,011	9,233	10,499
环比增长	-9.8%	6.7%	3.9%	3.6%	4.3%	8.6%	14.2%	34%	-13%	27%	15%	14%
按制程分类												
12" 先进制程 (12/14nm)	318	362	324	70	291	309	475	858	1,074	1,429	1,539	2,137
12" 成熟制程 (28-90nm)	650	693	768	1,087	939	991	1,134	3,655	3,199	4,333	5,445	6,114
8" (0.11um+)	378	357	384	402	397	466	441	2,222	1,522	1,759	1,759	1,759
% chg QoQ												
12" 先进制程 (12/14nm)	61.7%	13.6%	-10.4%	-78.5%	317.4%	6.2%	53.5%	24%	25%	33%	8%	39%
12" 成熟制程 (28-90nm)	-13.8%	6.7%	10.9%	41.5%	-13.6%	5.5%	14.5%	38%	-12%	35%	26%	12%
8" (0.11um+)	-28.0%	-5.6%	7.4%	4.8%	-1.3%	17.4%	-5.5%	19%	-32%	16%	0%	0%
产能利用率												
12" 先进制程 (12/14nm)								100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
12" 成熟制程 (28-90nm)								88.0%	73.0%	82.0%	85.0%	84.0%
8" (0.11um+)								83.0%	68.0%	80.0%	80.0%	80.0%
营收占比												
12" 先进制程 (12/14nm)								11.8%	17.0%	17.8%	16.7%	20.4%
12" 成熟制程 (28-90nm)								50.3%	50.6%	54.1%	59.0%	58.2%
8" (0.11um+)								30.5%	24.1%	22.0%	19.0%	16.7%

资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究预测

4Q24 与 2025 年展望

1) 营收和毛利率: 中芯国际指引 4Q24 营收环比增长 0%-2%, 中位数同比+30.5%, 高于彭博一致预期的环比增速(-1.7%), 按中值计算, 中芯国际 2024 年营收将同比增长 26.8%, 我们认为主因在地化生产需求继续增长, 且消费电子需求延续复苏态势, 推动公司 12 英寸需求饱满; 毛利率 18.0%-20.0%, 中位数环比下降 1.5pct, 符合彭博一致预期的 19.0%, 我们认为主因京城及深圳产能爬坡折旧增加。

2) 均价: 公司 Q3 价格在产品结构优化的带动下已有所上涨, 公司预计 Q4 整体产能利用率和出货量有所下降, 公司将通过产品组合优化来继续提升平均销售单价, 从而减少 Q4 出货量对收入的影响。

3) 终端市场需求: Q4 是传统淡季, 展望明年公司预计目前除工业领域景气度有待观察外, 其余消费电子、汽车、PC 与物联网领域将保持增长趋势。

盈利预测调整

中芯国际 H 股: 考虑到 Q3 公司 ASP 超出我们预期, 我们上修 2024/2025/2026 年 ASP 预测上调 4.3%/5.5%/5.9% 至 904/914/911 美元。因此, 我们上修 2024/2025/2026 年营收预测 2.3%/5.5%/4.2% 至 80.11/92.33/104.99 亿美元。我们将 2024/2025/2026 年非营业收益从 7.44/7.44/7.44 亿美元下修至 3.25/3.25/3.25 亿美元, 主因我们预计政府补助或将周期性减少。由此, 我们将 2024/2025/2026 年归母净利润预测下调 35.1%/25.7%/19.3% 至 4.94/7.27/10.69 亿美元。

对于中芯国际 A 股: 我们预计 2024/2025/2026 年营收为 568.87/655.63/745.56 亿人民币, 2024/2025/2026 年归母净利润为 35.11/51.66/75.92 亿人民币。(基于汇率换算: 1USD=7.10RMB)

图表5: 中芯国际业绩预测调整

美元 百万	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	(OLD)	(OLD)	(OLD)	Diff.	Diff.	Diff.
产能以及稼动率											
8寸	327	329	329	329	329						
12寸-成熟制程	152	182	242	272	312						
12寸-先进制程	20	30	30	30	60						
产能总计(千片)	714	806	941	1,008	1,166						
稼动率	15%	13%	17%	7%	16%						
	92%	75%	79%	82%	84%						
收入	7,273	6,322	8,011	9,233	10,499	7,829	8,755	10,080	2.3%	5.5%	4.2%
同比增长	34%	-13%	27%	15%	14%						
晶圆代工收入	7,273	6,322	8,011	9,233	10,499						
同比增长	34%	-13%	27%	15%	14%						
晶圆单价	948.9	987.7	904.3	913.5	910.7						
同比增长	28.5%	4.1%	-8.4%	1.0%	-0.3%						
营业成本	(4,512)	(5,104)	(6,647)	(7,348)	(7,977)						
毛利	2,762	1,218	1,364	1,885	2,522						
调整后期间费用	(1,215)	(1,149)	(1,553)	(1,846)	(2,149)						
EBITDA	4,262	3,328	3,665	4,152	4,763						
同比增长	18%	-22%	10%	13%	15%						
CAPEX	6,351	7,466	7,466	5,000	5,000						
折旧及摊销	2,271	2,667	3,298	3,477	3,637						
营业利润	1,836	285	328	635	1,086						
同比增长	32%	-84%	15%	94%	71%						
非营业收益	378	902	325	325	325	744	744	744	-56.3%	-56.3%	-56.3%
税前收益	2,214	1,187	652	960	1,411						
所得税	(16)	(63)	(34)	(51)	(74)						
少数股东权益	(380)	(222)	(124)	(182)	(267)						
归属母公司净利	1,818	903	494	727	1,069	762	979	1,324	-35.1%	-25.7%	-19.3%
同比增长	7%	-50%	-45%	47%	47%						
比率(%)											
毛利率	38.0%	19.3%	17.0%	20.4%	24.0%	17.0%	20.4%	24.3%	0.0pct	0.0pct	-0.3pct
EBITDA利润率	58.6%	52.6%	45.8%	45.0%	45.4%						
营业利润率	25.2%	4.5%	4.1%	6.9%	10.3%						
税前收益率	30.4%	18.8%	8.1%	10.4%	13.4%						
净利率	25.0%	14.3%	6.2%	7.9%	10.2%						
净资产收益率	9.5%	4.5%	3.7%	4.6%	5.9%						
每股净资产	2.42	2.54	2.58	2.68	2.81						

注: 图中产能单位为千片/月, 产能合计为 8 寸等效产能

资料来源: 公司财报, Wind, 华泰研究预测

估值方法

我们认为中芯国际 H 股的估值主要取决于其基本面（例如营收增长、毛利率和 EBITDA 利润率）以及经由沪港通机制的南向资金持有量。

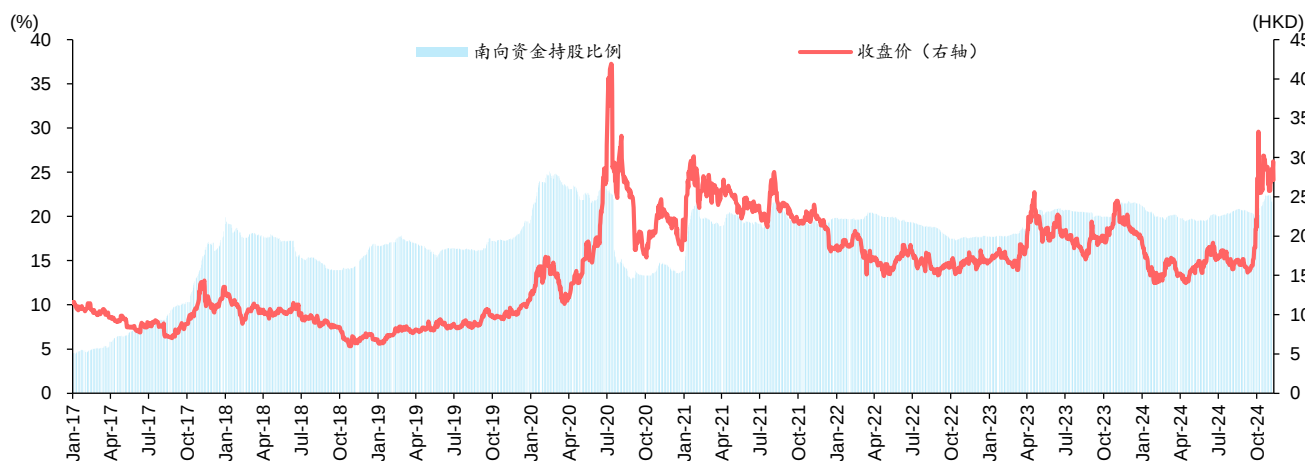
如下图所示，中芯国际 H 股的交易价格对应 0.7-2.7 倍 1 年期远期 PB（通过使用 IPO 后的股票进行标准化）。中芯国际在 2020 年 4 月上调 2Q20 指引后，公司股价持续上涨，并且投资者对 A 股 IPO 定价溢价的预期甚至导致 2020 年 6 月 H 股股价快速上涨（超过 4 倍投前 PB）。然而，2020 年 11 月中芯国际被美国商务部列入实体清单，公司在产能扩张方面面临不确定性，引发市场担忧，导致股价大幅下调。

图表6：中芯国际 H 股历史股价对应 0.7-2.7 倍 PB



资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

图表7：南向资金成为中芯国际-H 股价上涨的影响因素



资料来源：公司信息，Wind，华泰研究

自 2020 年以来，中芯国际 H 股股价在 0.7-2.7 倍 BVPS 区间震荡。我们持续看好公司作为国内晶圆代工龙头受益于在地化生产趋势，成长速度有望快于同业，且 2025 年资本开支下降后有望进入收获期，我们估值倍数上调至 1.53 倍（2012 年至今历史区间的 42% 分位，前值 1.32x PB），基于 2025 年预测 BVPS（2.68 美元），上调 H 股目标价至 32.00 港币（前值：27.00 港币）。基于 A 股对 H 股溢价 302%（截至 2024 年 11 月 13 日收盘的 AH 溢价率），我们给予 A 股目标价人民币 117.17 元（前值：73.78 元）。

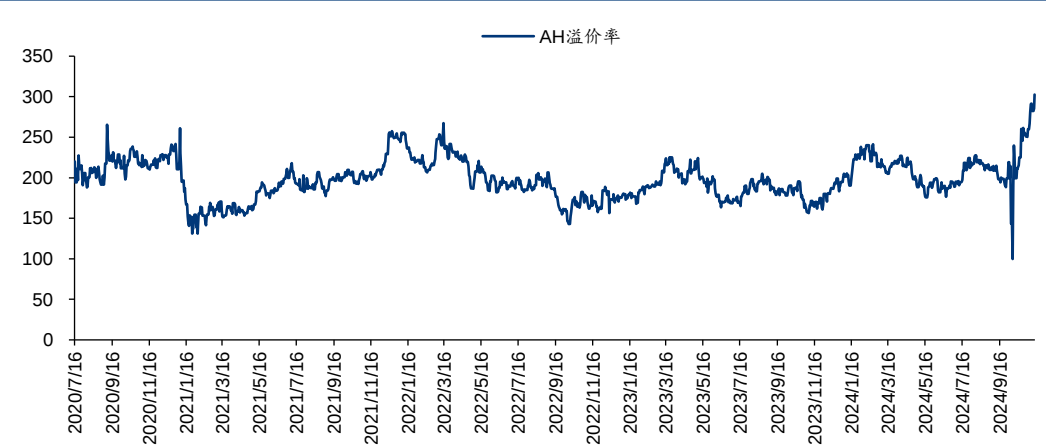
图表8：可比公司估值表

股票	公司	交易币种	财报币种	股价	市值 (USDbn)	PE (x)		PB (x)		ROE (%)	
						2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
2330 TT	台积电	TWD	TWD	1035.00	968,096.07	27.11	21.96	6.46	5.33	25.18	25.30
2303 TT	联电	TWD	TWD	45.00	16,226.46	10.94	9.02	1.56	1.47	14.50	16.38
5347 TT	世界先进	TWD	TWD	89.90	5,109.10	25.30	20.00	3.27	3.20	13.33	18.13
TOW US	高塔半导体	USD	USD	48.42	5,374.80	23.06	22.57	2.50	2.31	10.46	11.49
GFS US	格罗方德	USD	USD	42.41	23,438.08	18.76	13.51	1.91	1.70	9.48	12.33
1347 HK	华虹半导体	HKD	USD	21.25	6,455.56	38.99	16.84	0.74	0.70	2.47	4.48
	平均					24.03	17.32	2.74	2.45	12.57	14.68
	中位数					24.18	18.42	2.21	2.00	11.89	14.35
981 HK	中芯国际	HKD	USD	27.15	47,191.85	56.23	38.22	1.35	1.30	2.43	3.47

注：股价为 2024 年 11 月 13 日收盘价；可比公司预测数据来自彭博一致预期

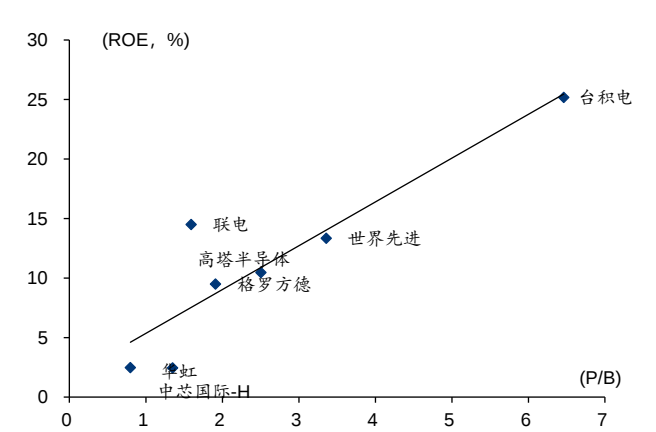
资料来源：Bloomberg、华泰研究预测

图表9：中芯国际 A 股上市以来 A/H 溢价率 (%)



资料来源：Wind，华泰研究

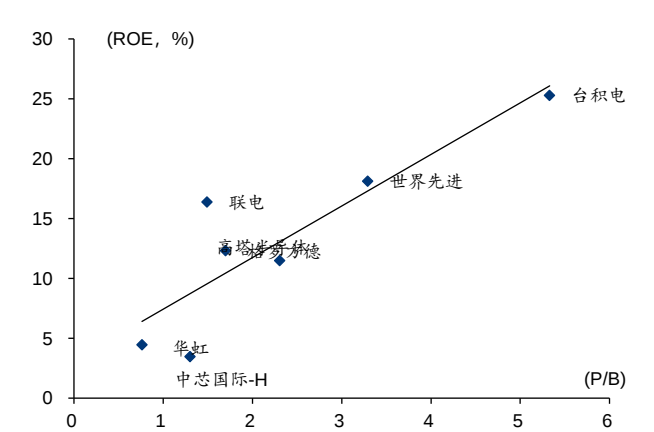
图表10：代工厂：PB vs ROE (2024E)



注：PB 和 ROE 为 2024E 预测，中芯国际为华泰预测，其余公司为彭博一致预期，截至 11 月 13 日收盘

资料来源：公司财报，彭博，华泰研究

图表11：代工厂：PB vs ROE (2025E)



注：PB 和 ROE 为 2025E 预测，中芯国际为华泰预测，其余公司为彭博一致预期，截至 11 月 13 日收盘

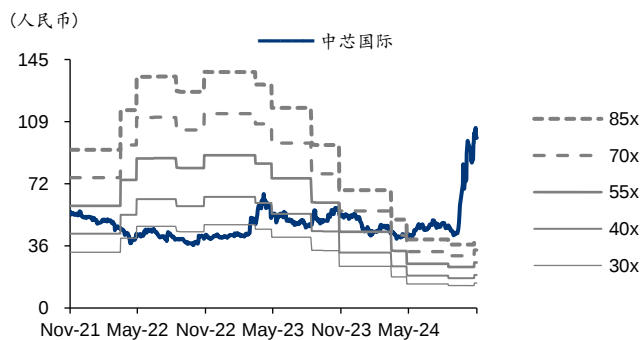
资料来源：公司财报，彭博，华泰研究

风险提示

1) 中美贸易摩擦及美国加强技术出口管制。美国在 2020 年将中芯国际列入其“实体清单”，限制对该公司的美国技术出口。我们认为，如果美国继续收紧技术出口，中芯国际的制造能力可能面临不确定性。

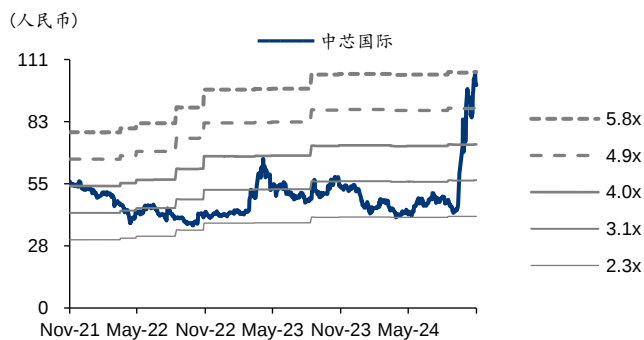
2) 成熟制程工艺（8 英寸和 12 英寸）的扩产速度不及我们的预期。美国的技术出口限制可能导致中芯国际 8 英寸和 12 英寸成熟制程的产能扩张不及我们的预期。

图表12: 中芯国际 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表13: 中芯国际 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	115,572	96,574	85,989	91,930	93,898
现金	74,922	51,235	25,789	28,354	27,216
应收账款	4,807	3,501	9,942	10,652	11,362
其他应收账款	447.76	160.06	160.06	160.06	160.06
预付账款	719.92	751.86	751.86	751.86	751.86
存货	13,313	19,378	25,303	27,970	30,366
其他流动资产	21,362	21,547	24,043	24,043	24,043
非流动资产	189,532	241,889	294,023	324,583	334,844
长期投资	13,380	14,484	17,606	19,435	20,050
固定投资	85,403	92,432	187,422	198,236	207,915
无形资产	3,428	3,344	3,344	3,344	3,344
其他非流动资产	87,321	131,629	85,652	103,567	103,535
资产总计	305,104	338,463	380,012	416,512	428,743
流动负债	47,855	52,614	59,377	94,824	95,024
短期借款	4,519	3,398	1,516	1,816	1,816
应付账款	4,013	4,940	2,771	3,000	3,000
其他流动负债	39,322	44,277	55,089	90,007	90,207
非流动负债	55,544	67,379	97,732	93,264	97,703
长期借款	46,790	59,032	70,541	77,642	77,642
其他非流动负债	8,754	8,347	27,191	15,622	20,061
负债合计	103,399	119,993	157,108	188,088	192,726
少数股东权益	68,333	75,994	76,547	76,902	76,902
股本	224.55	225.51	225.51	225.51	225.51
资本公积	99,545	102,332	102,332	102,332	102,332
留存公积	30,927	35,750	35,750	35,750	35,750
归属母公司股东权益	133,372	142,476	146,357	151,523	159,115
负债和股东权益	305,104	338,463	380,012	416,512	428,743

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	36,591	23,048	10,341	28,839	34,367
净利润	14,654	6,396	3,511	5,166	7,592
折旧摊销	15,388	18,860	23,419	24,691	25,827
财务费用	1,311	(519.51)	284.89	284.89	284.89
投资损失	(831.76)	(250.09)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(6,607)	1,922	(14,304)	(1,750)	(3,107)
其他经营现金	12,678	(3,361)	(2,570)	447.73	3,771
投资活动现金	(69,468)	(41,701)	(53,017)	(35,506)	(35,506)
资本支出	(41,724)	(53,828)	(53,017)	(35,506)	(35,506)
长期投资	(285.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(27,460)	12,127	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	23,269	15,728	9,231	9,231	0.00
短期借款	3,437	(1,122)	(1,881)	300.00	0.00
长期借款	15,350	12,242	11,509	7,101	0.00
普通股增加	0.23	0.17	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,684	2,788	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	2,798	1,820	(396.11)	1,830	0.00
现金净增加额	(6,361)	(4,263)	(33,445)	2,565	(1,138)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	49,516	45,250	56,887	65,563	74,556
营业成本	(30,553)	(35,346)	(47,203)	(52,177)	(56,647)
营业税金及附加	(271.58)	(222.66)	(279.92)	(322.61)	(366.86)
营业费用	(225.68)	(254.06)	(262.51)	(269.76)	(284.40)
管理费用	(3,042)	(3,153)	(3,907)	(4,437)	(4,971)
财务费用	1,552	3,774	284.89	284.89	284.89
资产减值损失	(437.86)	(1,344)	(437.86)	(437.86)	(437.86)
公允价值变动收益	91.30	356.60	0.00	0.00	0.00
投资净收益	831.76	250.09	0.00	0.00	0.00
营业利润	14,762	6,906	4,027	5,751	8,726
营业外收入	10.90	11.72	0.00	0.00	0.00
营业外支出	(13.04)	(77.18)	0.00	0.00	0.00
利润总额	14,760	6,840	4,027	5,751	8,726
所得税	(106.03)	(444.27)	(161.08)	(230.03)	(1,134)
净利润	14,654	6,396	3,561	5,216	7,592
少数股东损益	(2,520)	(1,573)	50.00	50.00	0.00
归属母公司净利润	12,133	4,823	3,511	5,166	7,592
EBITDA	23,342	29,164	26,133	29,128	33,240
EPS (人民币, 基本)	1.53	0.61	0.44	0.65	0.95

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	33.63	(13.09)	25.72	15.25	13.72
营业利润	7.79	(100.53)	(41.69)	42.81	51.74
归属母公司净利润	6.79	(50.35)	(27.20)	47.14	46.97
获利能力 (%)					
毛利率	37.97	19.26	17.02	20.42	24.02
净利率	24.99	14.28	6.17	7.88	10.18
ROE	10.02	4.60	2.43	3.47	4.89
ROIC	0.07	0.02	0.01	0.01	0.02
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.89	35.45	41.34	45.16	44.95
净负债比率 (%)	8.63	19.56	37.93	41.04	39.80
流动比率	2.37	1.79	1.45	0.97	0.99
速动比率	2.10	1.43	1.02	0.67	0.67
营运能力					
总资产周转率	0.18	0.14	0.16	0.16	0.18
应收账款周转率	5.38	4.83	6.23	6.37	6.77
应付账款周转率	2.41	1.77	2.05	2.55	2.66
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.52	0.60	0.44	0.65	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	4.76	2.99	1.30	3.62	4.31
每股净资产(最新摊薄)	17.05	17.91	18.35	19.00	19.95
估值比率					
PE (倍)	63.67	160.18	220.04	149.55	101.75
PB (倍)	5.68	5.41	5.28	5.10	4.85
EV EBITDA (倍)	10.02	13.69	14.44	13.89	12.35

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平、谢春生、丁宁、廖健雄，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中芯国际（688981 CH）、中芯国际（981 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师黄乐平、谢春生、丁宁、廖健雄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中芯国际（688981 CH）、中芯国际（981 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。
- 本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽，亦不试图促进购买或销售该等证券。如任何投资者为美国公民、取得美国永久居留权的外国人、根据美国法律所设立的实体（包括外国实体在美国的分支机构）、任何位于美国的个人，该等投资者应当充分考虑自身特定状况，以任何形式直接或间接地投资本报告涉及的投资者所在国相关适用的法律法规所限制的企业的公开交易的证券、其衍生证券及用于为该等证券提供投资机会的证券的任何交易。该等投资者对依据或者使用本报告内容所造成的一切后果，华泰证券股份有限公司、华泰金融控股（香港）有限公司、华泰证券（美国）有限公司及作者均不承担任何法律责任。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

©版权所有 2024 年华泰证券股份有限公司