

中芯国际 (688981)

证券研究报告

2025年01月04日

大陆晶圆代工龙头，受益 AI 浪潮

中芯国际是大陆晶圆代工龙头。公司拥有领先的工艺制造能力、产能优势、服务配套，向全球客户提供 8 英寸和 12 英寸晶圆代工与技术服务。中芯国际总部位于中国上海，拥有全球化的制造和服务基地，在上海、北京、天津、深圳建有多座 8 英寸和 12 英寸晶圆厂。

我们基于三条逻辑，看好公司在 AI 时代的发展：

逻辑一：AI 推动半导体周期上行，公司充分受益。 半导体周期正受益于 AI 需求拉动而上行。根据 SIA 数据，全球半导体销售额（三月平均）截至 2024 年 10 月，已连续 12 个月同比正增长，预示半导体周期正处于上升周期，需求端来看，我们认为 AI 带来的云端和终端芯片增量需求有望成为本轮半导体周期上行的主要推动因素。公司产能利用率已于 1Q23 阶段性见底，3Q24 达到 90.4%，供需状况持续好转。我们复盘了公司的历史股价表现，认为中芯国际股价和半导体周期存在正相关，看好周期复苏下公司未来股价表现。

逻辑二：先进制程代工需求受益于本土 AI 需求高速增长。 AI 拉动先进制程代工需求，中芯国际作为大陆代工龙头有望充分受益。需求端，由于先进制程可以同时带来更快的处理速度和更好的功耗，AI 时代云端算力芯片（如英伟达 H100，4nm）和终端 SoC（如高通骁龙 8Elite，3nm）对先进制程的需求持续提升。供给端，根据 TrendForce，中芯国际于 2021 年开发出 N+1，于 2022 年开发出 N+2 制程，是大陆少有能够量产先进制程的企业，公司在大陆先进制程具有较高的议价能力，我们判断未来本土算力芯片需求有望受益于国产替代而提升，中芯国际有望充分受益于本土 AI 浪潮。

逻辑三：成熟制程国产受益于消费复苏，国产替代也有望加速。 供给侧：中国大陆正在战略性扩产，SEMI 数据显示，2012-2022 期间中国大陆半导体产能增加 365%，全球领先。需求侧：AI 创新助力终端需求复苏，手机/PC 等传统品类和 AI 眼镜/耳机等创新品类均有望开启新一轮需求增长。在中美贸易冲突的背景下，成熟制程产品国产替代需求迫切，公司作为大陆成熟制程代工龙头，有望迎来成长新阶段。

投资建议：

我们预计公司 24/25/26 年营收达到 567/657/735 亿元，归母净利润达到 40.17/59.62/72.95 亿元，选取晶圆代工企业华虹半导体/台积电/联电/三星/Towerjazz/世界作为对标公司，2025 年平均 pb 为 2.35x，考虑到中芯国际在中国大陆先进制程代工的领先性和稀缺性，我们给港股中芯国际 2025 年 2.35xPB 估值，参考沪港 A/H 溢价指数过去三年趋势较为平稳，中芯国际港股/A 股股价过去三年稳定在 2.5-3.0x 区间，考虑到汇率，我们保守预计中芯国际 A/H 溢价率 25 年稳定在 3.0 倍左右，我们给中芯国际 A 股 2025 年目标 7.05xPB，对应目标价 133.59 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：美对华科技限制的不可控影响；成熟制程产能过剩；市场竞争加剧；下游需求不及预期

投资评级

| | |
|--------|----------|
| 行业 | 电子/半导体 |
| 6 个月评级 | 买入（首次评级） |
| 当前价格 | 88.31 元 |
| 目标价格 | 133.59 元 |

基本数据

| | |
|---------------|--------------|
| A 股总股本(百万股) | 1,988.36 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,988.36 |
| A 股总市值(百万元) | 175,591.99 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 175,591.99 |
| 每股净资产(元) | 18.13 |
| 资产负债率(%) | 33.44 |
| 一年内最高/最低(元) | 109.50/40.01 |

作者

| | |
|----------------------------|--------------------|
| 潘暾 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110517070005 | panjian@tfzq.com |
| 骆奕扬 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110521050001 | luoyiyang@tfzq.com |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《中芯国际-首次覆盖报告:砥砺前行,扬帆起航》 2020-08-03

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 49,516.08 | 45,250.43 | 56,716.88 | 65,696.76 | 73,524.57 |
| 增长率(%) | 38.97 | (8.61) | 25.34 | 15.83 | 11.92 |
| EBITDA(百万元) | 31,501.03 | 26,740.46 | 26,700.25 | 34,440.92 | 41,606.31 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 12,133.08 | 4,822.81 | 4,017.24 | 5,961.55 | 7,295.07 |
| 增长率(%) | 13.04 | (60.25) | (16.70) | 48.40 | 22.37 |
| EPS(元/股) | 1.53 | 0.61 | 0.50 | 0.75 | 0.91 |
| 市盈率(P/E) | 57.59 | 145.51 | 175.32 | 118.14 | 96.55 |
| 市净率(P/B) | 5.24 | 4.93 | 4.94 | 4.66 | 4.45 |
| 市销率(P/S) | 14.11 | 15.51 | 12.42 | 10.72 | 9.58 |
| EV/EBITDA | 10.18 | 16.72 | 27.59 | 21.26 | 16.99 |

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 股价复盘：核心关注中美关系/半导体周期..... | 4 |
| 2. 逻辑一：AI 推动半导体周期上行，公司充分受益..... | 5 |
| 2.1. 半导体周期正受益于 AI 需求拉动而上行..... | 5 |
| 2.2. 中芯国际股价和半导体周期存在正相关..... | 5 |
| 3. 逻辑二：先进制程代工需求受益于本土 AI 需求高速增长..... | 7 |
| 3.1. 需求侧受到 AI 拉动，中芯在大陆先进制程具有较高议价能力..... | 7 |
| 3.2. 先进制程扩产受制于美国制裁，预期充分，关注中美关系变化..... | 7 |
| 4. 逻辑三：成熟制程国产受益于消费复苏，国产替代有望加速..... | 8 |
| 4.1. 新国际形势下，大陆半导体产能战略性扩产..... | 8 |
| 4.2. 需求端受益于终端产品回暖，同时成熟制程产品国产替代需求迫切..... | 9 |
| 5. 盈利预测..... | 10 |
| 6. 估值..... | 11 |
| 7. 风险提示..... | 12 |

图表目录

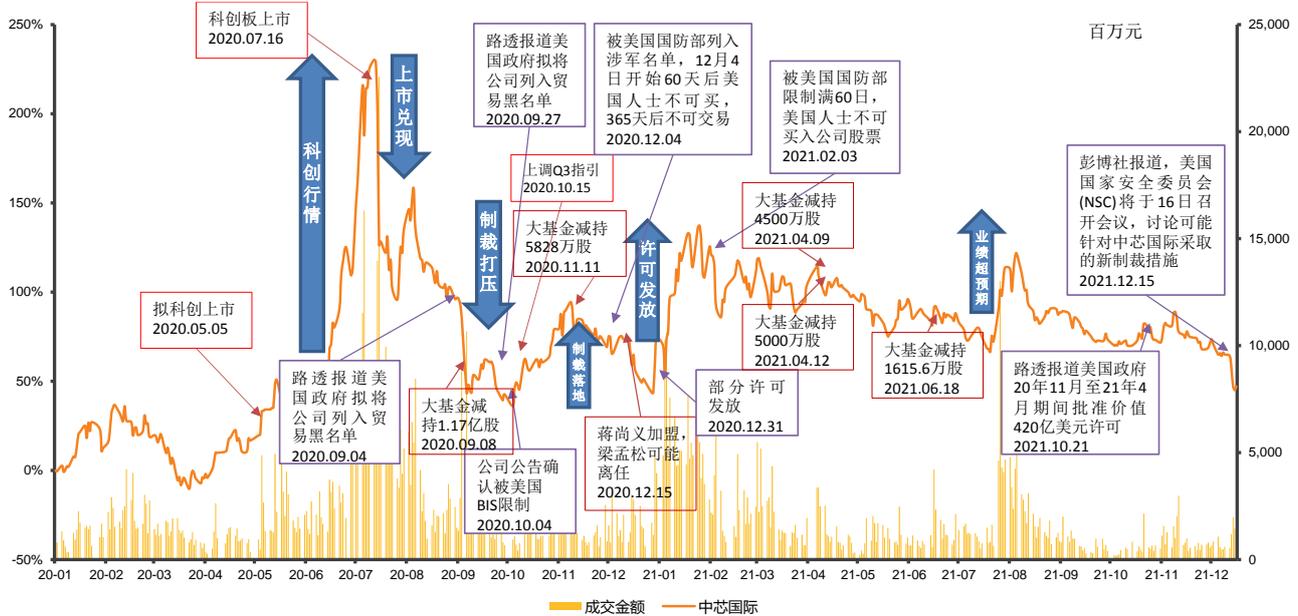
| | |
|--|----|
| 图 1：中芯国际 2020-2021 年股价复盘，中美关系为重要影响因素..... | 4 |
| 图 2：中芯国际 2022-2024 年股价复盘，半导体周期为重要影响因素..... | 4 |
| 图 3：全球半导体销售额（三月平均值）趋势..... | 5 |
| 图 4：中芯国际产能利用率..... | 5 |
| 图 5：中芯国际 2009.1-2010.4(UTR 从 1Q09 的 34.9%提升至 2Q10 的 97.4%)股价 PB-Band..... | 6 |
| 图 6：中芯国际 2011.9-2013.6(UTR 从 3Q11 的 61.0%提升至 2Q13 的 98.5%)股价 PB-Band..... | 6 |
| 图 7：中芯国际 2017.9-2018.1(UTR 从 3Q17 的 83.9%提升至 2Q18 的 94.1%)股价 PB-Band..... | 6 |
| 图 8：晶圆厂先进制程路线图..... | 7 |
| 图 9：中芯国际在 2019Q2 财报中提及第二代 FinFET N+1 节点..... | 8 |
| 图 10：全球半导体产能增加（2012-2022 VS. 2022-2032）..... | 8 |
| 图 11：中芯国际资本开支..... | 9 |
| 图 12：2015-2021 年中国 IC 半导体自给率..... | 10 |
| 图 13：沪港 AH 溢价指数过去三年较为平稳..... | 11 |
| 图 14：中芯国际 A 股/H 股股价过去三年稳定在 2.5-3.0 倍区间..... | 11 |
| | |
| 表 1：AI 手机和 AI PC 搭载先进制程 SoC..... | 7 |
| 表 2：业内机构普遍看好 2024 年消费电子行业的发展..... | 9 |
| 表 3：中芯国际盈利预测（单位：百万元）..... | 10 |

| | |
|-------------------------|----|
| 表 4：可比公司 ROE-毛利率比较..... | 11 |
| 表 5：可比公司 PB/PE 比较..... | 11 |

1. 股价复盘：核心关注中美关系/半导体周期

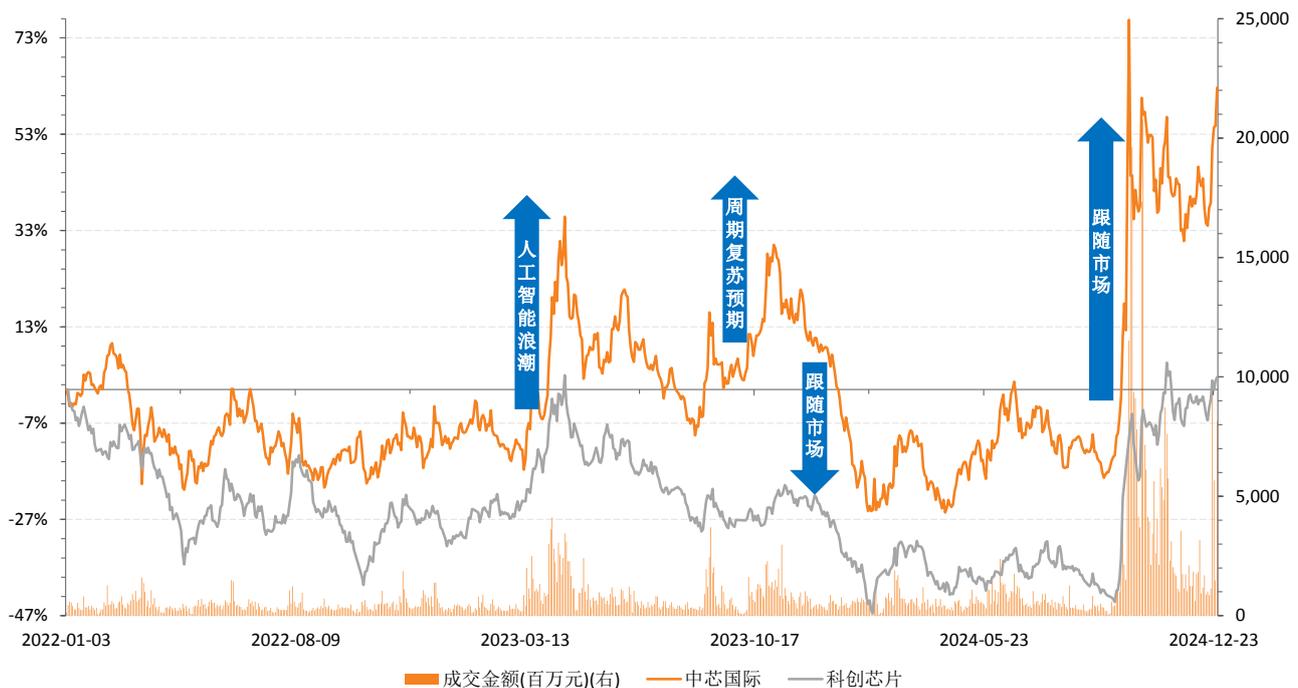
我们复盘了中芯国际的历史股价表现，认为公司股价对中美关系/半导体周期等因素较为敏感。2020-2021年间，公司因为受美国制裁，股价波动较大，中美关系对公司基本面产生较大影响，我们认为公司股价持续对此敏感。2022年至今，公司股价基本跟随科创芯片指数运行，半导体周期的变动影响公司产能利用率/价格/资本开支等基本面指标，我们判断公司股价对半导体周期同样敏感。

图 1：中芯国际 2020-2021 年股价复盘，中美关系为重要影响因素



资料来源：Wind，公司公告，科创板日报，路透社，天风证券研究所

图 2：中芯国际 2022-2024 年股价复盘，半导体周期为重要影响因素



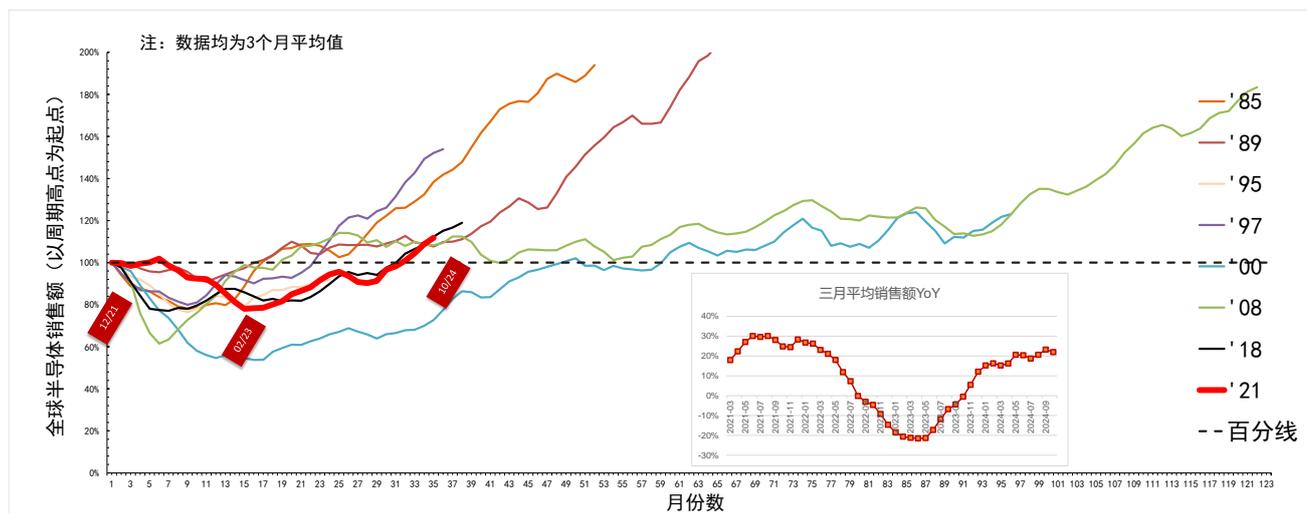
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 逻辑一：AI 推动半导体周期上行，公司充分受益

2.1. 半导体周期正受益于 AI 需求拉动而上行

半导体周期正受益于 AI 需求拉动而上行。根据 SIA 数据，全球半导体销售额（三月平均）截至 2024 年 10 月，已连续 12 个月同比正增长，预示半导体周期正处于上升周期，需求端来看，我们认为 AI 带来的云端和终端芯片增量需求有望成为本轮半导体周期上行的主要推动因素。

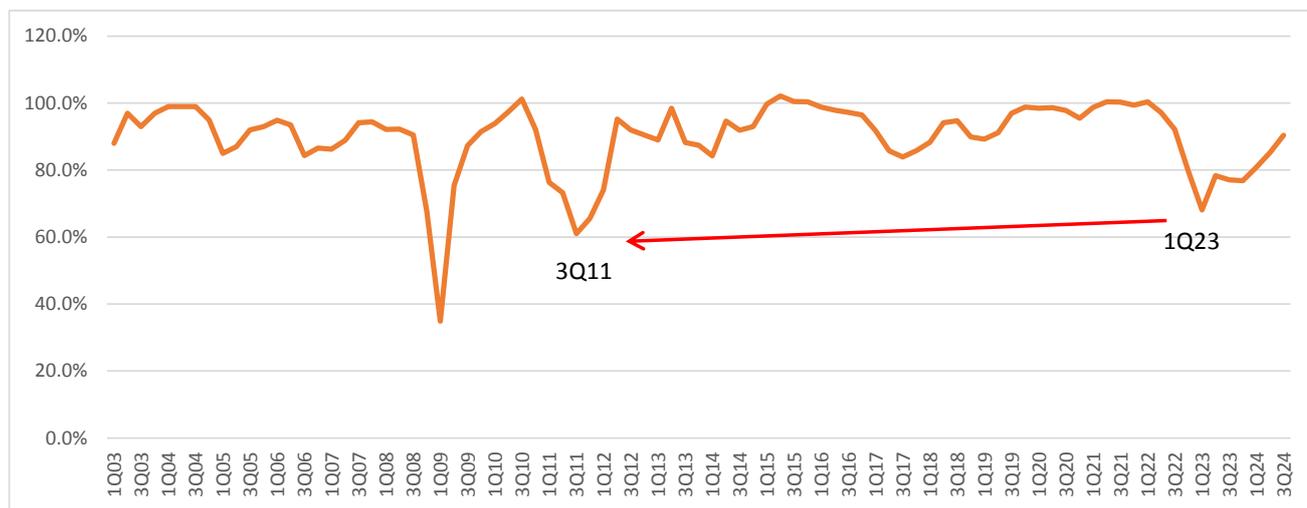
图 3：全球半导体销售额（三月平均值）趋势



资料来源：SIA, WSTS, 天风证券研究所

公司产能利用率已于 1Q23 阶段性见底，3Q24 达到 90.4%，供需状况持续好转。根据公司 3Q24 业绩指引，4Q24 营收有望环比持平到增长 2%。

图 4：中芯国际产能利用率



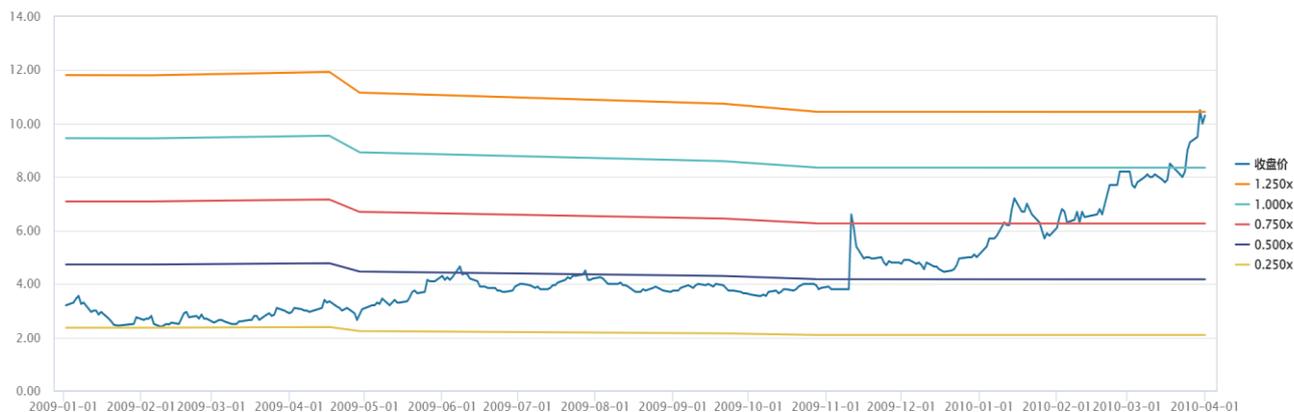
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 中芯国际股价和半导体周期存在正相关

中芯国际股价和半导体周期存在正相关。半导体周期上行意味着行业供需转暖，公司产能利用率往往在上行周期中环比持续提升，随着产能利用率逐渐接近满产，产能供不应求，公司代工价格议价力得到提升，公司一般会优先挑选高价订单，进而提升盈利水平，往往在产能利用率阶段性见底后，投资者对公司未来几个季度盈利情况的边际变化展望乐观。我们复盘了 2009.1-2010.4（UTR 从 1Q09 的 34.9% 提升至 2Q10 的 97.4%），2011.9-2013.6

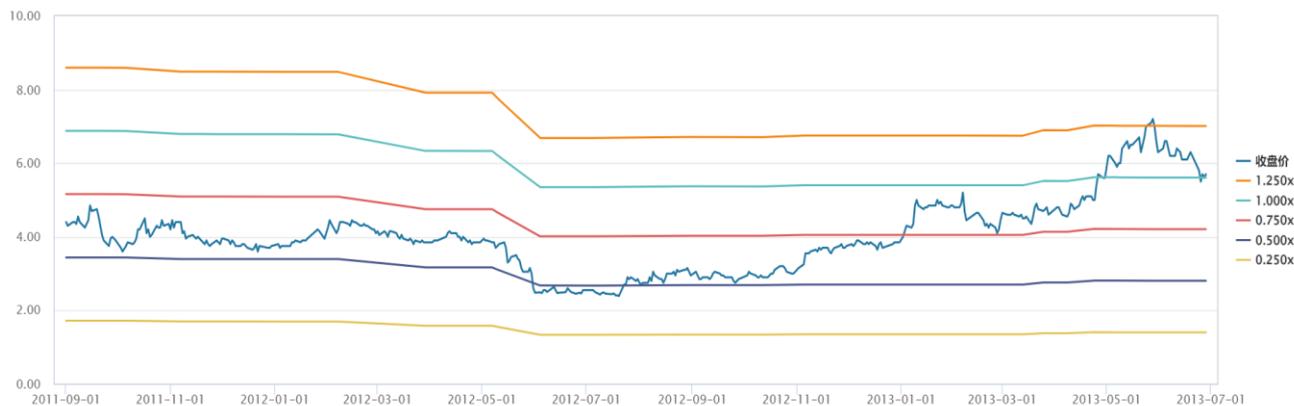
(UTR 从 3Q11 的 61.0% 提升至 2Q13 的 98.5%)，2017.9-2018.1 (UTR 从 3Q17 的 83.9% 提升至 2Q18 的 94.1%) 三个公司产能利用率提升的周期，公司股价阶段性皆有较好表现，我们认为公司股价和半导体周期存在正相关。

图 5：中芯国际 2009.1-2010.4 (UTR 从 1Q09 的 34.9% 提升至 2Q10 的 97.4%) 股价 PB-Band



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：中芯国际 2011.9-2013.6 (UTR 从 3Q11 的 61.0% 提升至 2Q13 的 98.5%) 股价 PB-Band



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：中芯国际 2017.9-2018.1 (UTR 从 3Q17 的 83.9% 提升至 2Q18 的 94.1%) 股价 PB-Band



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 逻辑二：先进制程代工需求受益于本土 AI 需求高速增长

3.1. 需求侧受到 AI 拉动，中芯在大陆先进制程具有较高议价能力

AI 拉动先进制程代工需求，中芯国际作为大陆代工龙头有望充分受益。需求端，由于先进制程可以同时带来更快的处理速度和更好的功耗，AI 时代云端算力芯片（如英伟达 H100，4nm）和终端 SoC（如高通骁龙 8Elite，3nm）对先进制程的需求持续提升。供给端，根据 TrendForce，中芯国际于 2021 年开发出 N+1，于 2022 年开发出 N+2 制程，是大陆少有能够量产先进制程的企业，公司在大陆先进制程具有较高的议价能力，我们判断未来本土算力芯片需求有望受益于国产替代而提升，中芯国际有望充分受益于本土 AI 浪潮。

图 8：晶圆厂先进制程路线图



资料来源：TrendForce，天风证券研究所

表 1：AI 手机和 AI PC 搭载先进制程 SoC

| | SoC | 工艺节点 | AI 算力 | 应用产品 |
|-------|------------------|------|---------|--------------------|
| AI 手机 | 苹果 A18 | 3nm | 35TOPS | iPhone16 系列 |
| | 高通骁龙 8 Elite | 3nm | 80TOPS | 三星 S25 系列 |
| | 联发科天玑 9400 | 3nm | | OPPO Find X8 系列 |
| AI PC | 苹果 M4 | 3nm | 38 TOPS | iPad Pro |
| | AMD Ryzen AI 300 | 4nm | 50 TOPS | 华硕灵耀 AI 超轻薄本 |
| | Intel Core Ultra | 3nm | 48 TOPS | Asus NUC 14 Pro AI |

资料来源：苹果官网，MediaTek 官网，AMD 官网等，天风证券研究所

3.2. 先进制程扩产受制于美国制裁，预期充分，关注中美关系变化

美国持续对中国半导体行业尤其是先进制程领域进行管制，市场预期充分，近期具体表现为：

2024 年 10 月 28 日：美国财政部发布了一项规则，限制和监控美国在中国的人工智能、计算机芯片和量子计算领域的投资，该规则将于 2025 年 1 月 2 日生效；

2024 年 12 月 2 日：美国商务部工业和安全局发布了出口管制新规，将 140 家中国半导体相关公司列入“实体清单”，这些公司大多涉及芯片制造设备、工具和软件，进一步限制中国人工智能和先进半导体的发展；

2024 年 12 月 12 日，《南华早报》报道，美国拜登政府正计划于 12 月底前出台新举措，

旨在限制中国从第三方国家获取先进的人工智能（AI）芯片。

关注中美关系变化，中芯国际的先进制程进展值得期待。自 2020 年底被列入美国实体清单以来，中芯国际在有关其业绩的公告上一直保持低调。中芯国际在 2019Q2 财报中提到了其第二代 N+1 技术。目前，中芯国际已经在第二代 N+1 节点上研究四年多，我们认为相关进展值得期待。

图 9：中芯国际在 2019Q2 财报中提及第二代 FinFET N+1 节点

中芯国际的第一代 FinFET 开发取得重大进展，原因是 14 纳米已进入风险生产。多个流片项目正在进行，而本公司的 FinFET 客户群正持续扩大。中芯国际预期 14 纳米技术于年末前贡献有意义的收入。FinFET 技术已可用于汽车相关应用，并成功进行流片。同时，中芯国际预期约于二零一九年年末进行多个 12 纳米技术的流片。中芯国际开始导入客户参与第二代 FinFET N+1 的商機。此外，28 纳米 HKC+ 已开始付运且需求强健。我们亦已察觉到成熟技术应用（例如 CMOS RF、CIS BSMIP）的殷切需求。中芯国际继续聚焦于打造全面的平台，并推动技术发展以提供完整的服務及解决方案。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

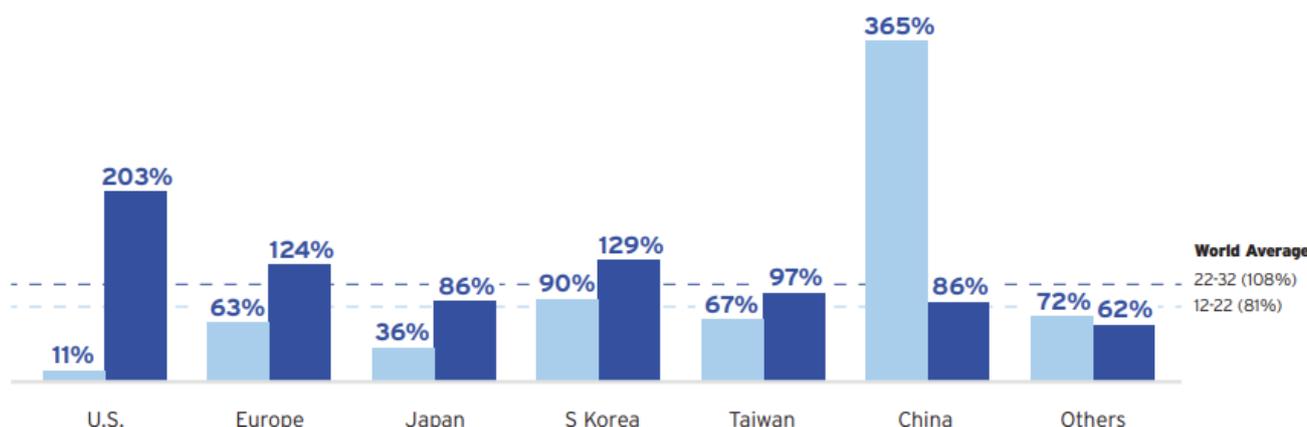
4. 逻辑三：成熟制程国产受益于消费复苏，国产替代也有望加速

4.1. 新国际形势下，大陆半导体产能战略性扩产

供给侧：中国大陆正在战略性扩产，SEMI 数据显示，2012-2022 期间中国大陆半导体产能增加 365%，全球领先，我们认为主要由于三大原因：

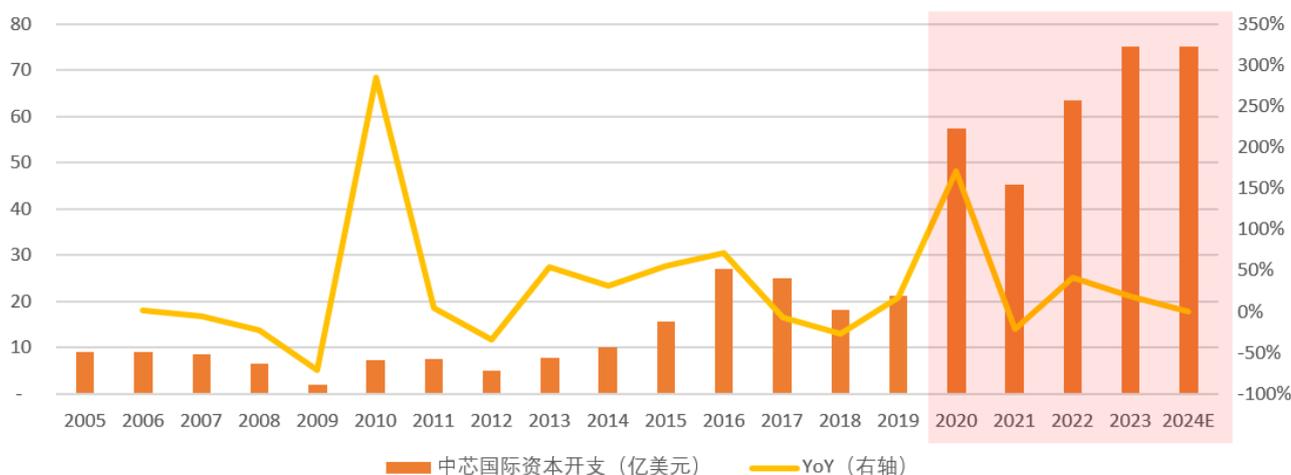
- 1) 供应链安全：在全球合作持续降低，产业链全球合作效率下降的大背景下，我国的半导体制造产能还不能完全覆盖本土需求；
- 2) 产业周期：逆周期扩产一直是半导体重资产企业的重要决策之一，半导体工厂有扩产时间长（盖厂+设备导入需要耗费大量时间）、技术资金壁垒高扩产难度大等特点，当期的扩产决定，到最终的产能释放，往往需要一年半以上的时间，由于半导体行业的周期性，在周期下行时的扩产，或让企业在下一轮周期上行时充分受益，且有机会获得更大的市场份额；
- 3) 培育本土产业链：半导体制造作为半导体产业链重要环节，战略性扩产给国产设备材料厂商带来了进厂迭代产品的机会，并且半导体制造公司可以和 IC 设计企业共同开发新工艺提升产品全球竞争力。

图 10：全球半导体产能增加（2012-2022 VS. 2022-2032）



资料来源：SEMI, BCG Analysis, 天风证券研究所

图 11：中芯国际资本开支



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：2024 年资本开支为公司 2023 年年报中指引

4.2. 需求端受益于终端产品回暖，同时成熟制程产品国产替代需求迫切

AI 换机助力终端需求回暖，看好手机/PC 等下游 2024 年出货量增长，带动成熟制程需求提升。在手机领域，根据 IDC 预测，2023 年全球智能手机出货量将同比下降 1.1%至 11.9 亿部，2024 年全球智能手机出货量将同比增长 4.2%至 12.4 亿部；在折叠手机领域，根据 Counterpoint，2023 年全球折叠屏智能手机出货量预计将同比增长 52%达 2270 万部，预计在 2024 年进入折叠屏手机的快速普及期，2025 年将达 5500 万部；在 PC 领域，根据 IDC 的数据，23Q3 全球 PC 出货量为 6820 万台，环比增长 11%，出货量已经连续两个季度环比增长。据其预测，PC 销量在 2023 年急剧下降 14%后，在 2024 年将增长 4%；而在笔电领域，据 TrendForce 的数据，2023 年三季度，全球笔记本出货量已经连续两个季度实现环比增长。据其预测，2024 年全球笔记本市场整体出货规模将达 1.72 亿台，年增 3.2%。

表 2：业内机构普遍看好 2024 年消费电子行业的发展

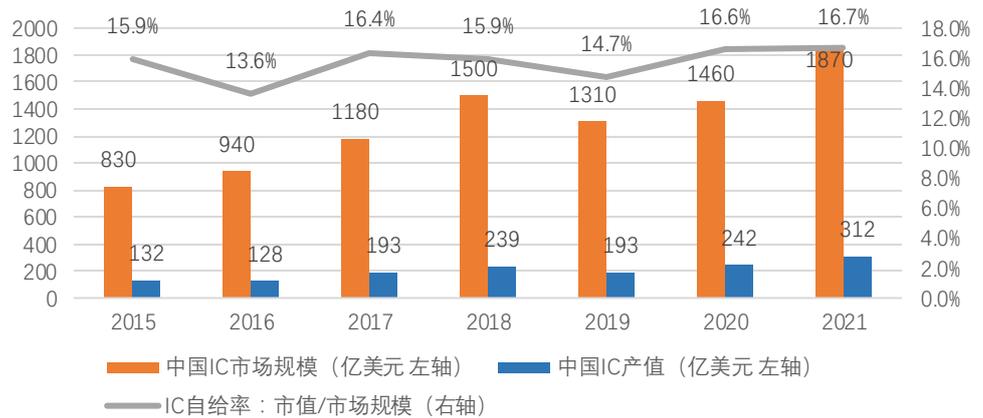
| 主要品类 | 预测情况 |
|------|---|
| 手机 | 根据 IDC 预测,2023 年全球智能手机出货量将同比下降 1.1%至 11.9 亿部,2024 年全球智能手机出货量将同比增长 4.2%至 12.4 亿部。 |
| 折叠手机 | 根据 Counterpoint, 2023 年全球折叠屏智能手机出货量预计将同比增长 52% 达 2270 万部, 预计将在 2024 年开始进入折叠屏手机的快速普及期, 2025 年将达 5500 万部。 |
| PC | 根据 IDC 的数据, 23Q3 全球 PC 出货量为 6820 万台, 环比增长 11%, 同比降幅收窄至 8%, PC 出货量连续两个季度环比增长, 市场出现好转迹象。IDC 预计 PC 销量在 2023 年急剧下降 14%后, 在 2024 年将增长 4% |
| 笔电 | 据 TrendForce 的数据, 2023 年三季度, 全球笔记本出货量实现连续两个季度的环比增长, 同比降幅持续收窄。据其预测, 2024 年全球笔记本市场整体出货规模将达 1.72 亿台, 年增 3.2%。 |

资料来源：芯八哥公众号，天风证券研究所

我国芯片自给率较低，成熟制程产品国产替代需求迫切。根据 IC insights 的数据，我国 IC 自给率虽总体呈现上升趋势，但目前仍然处于低位，芯片自给率亟待提升。2024 年 12 月 3 日，作为对美国限制半导体相关出口的回声，中国宣布禁止向美国出口镓、锗、锑等关键高科技材料，中国半导体行业协会、中国互联网协会、中国汽车工业协会和中国通信企业协会齐发声，包含谨慎采购美国芯片，保障信息行业产业链安全稳定，坚决捍卫中国半

导体企业及全球供应链合作伙伴利益等声明。

图 12：2015-2021 年中国 IC 半导体自给率



资料来源：IC insights，艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

5. 盈利预测

智能手机市场：公司智能手机市场主要为安卓手机生产相关芯片产品代工服务，2025 年开始智能手机有望进入 AI 驱动的换机潮，我们预计公司将受益于国产手机需求复苏，预计 24/25/26 年营收增速达到 40%/25%/15%，成为公司规模增长的重要驱动力

电脑与平板市场：公司电脑及平板市场主要为为客户提供终端所需的相关芯片代工服务，2024 年推出了多款 AI PC 产品，有望引领国产 pc 客户 25 年重启复苏，保守预计 24/25/26 年营收增速为 -10%/+2%/+1%

消费电子市场：公司对消费电子市场定义较为宽泛，考虑到成熟制程产品在消费市场快速国产替代，叠加下游消费复苏带来的总需求提升，我们预计该领域营收 24/25/26 年增速达到 65%/20%/15%

互联与可穿戴：AI 功能的加入大幅提升了可穿戴产品的使用体验，AI 眼镜/戒指/耳机/音箱等新产品有望快速增长，带来较大的市场机遇，我们预计该领域营收 24/25/26 年增速达到 5%/10%/15%

工业与汽车：我们预计该领域未来三年较为平稳，跟随新能源车和工业自动化趋势稳步增长，预计该领域营收 24/25/26 年增速维持在 5%附近

表 3：中芯国际盈利预测（单位：百万元）

| 营收分布 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 智能手机 | 13,369.34 | 12,081.86 | 16,914.61 | 21,143.26 | 24,314.75 |
| 电脑与平板 | 8,665.31 | 12,081.86 | 10,873.68 | 11,091.15 | 11,202.06 |
| 消费电子 | 13,220.79 | 11,312.61 | 18,665.80 | 22,398.96 | 25,758.80 |
| 互联与可穿戴 | 8,912.90 | 5,475.30 | 5,749.07 | 6,323.97 | 7,272.57 |
| 工业与汽车 | 5,347.74 | 4,298.79 | 4,513.73 | 4,739.42 | 4,976.39 |
| yoy | | | | | |
| 智能手机 | | -10% | 40% | 25% | 15% |
| 电脑与平板 | | 39% | -10% | 2% | 1% |
| 消费电子 | | -14% | 65% | 20% | 15% |
| 互联与可穿戴 | | -39% | 5% | 10% | 15% |
| 工业与汽车 | | -20% | 5% | 5% | 5% |

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

6. 估值

中芯国际作为重资产科技公司，盈利水平受折旧影响较大，短期利润不能充分反映公司价值，公司更适合采用 PB 估值，同时考虑先进制程高单价产品占比提升对远期 ROE 的带动。我们预计公司 24/25/26 年营收达到 567/657/735 亿元，归母净利润达到 40.17/59.62/72.95 亿元，选取晶圆代工企业华虹半导体/台积电/联电/三星/Towerjazz/世界作为对标公司，2025 年平均 pb 为 2.35，考虑到中芯国际在中国大陆先进制程代工的领先性和稀缺性，我们给港股中芯国际 2025 年 2.35xPB 估值，参考沪港 A/H 溢价指数过去三年趋势较为平稳，中芯国际港股/A 股股价过去三年稳定在 2.5-3.0x 区间，考虑到汇率，我们保守预计中芯国际 A/H 溢价率 25 年稳定在 3.0 倍左右，我们给中芯国际 A 股 2025 年目标 7.05xPB，对应目标价 133.59 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司 ROE-毛利率比较

| | ROE % | | | | 毛利率 % | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 中芯国际 | 3.39 | 2.83 | 3.96 | 4.71 | 21.89 | 19.00 | 24.00 | 26.00 |
| 华虹半导体 | 6.10 | 1.71 | 2.80 | 3.48 | 21.31 | 10.65 | 16.00 | 17.80 |
| 台积电 | 26.18 | 29.19 | 30.34 | 28.62 | 54.36 | 55.90 | 57.47 | 57.39 |
| 联电 | 17.57 | 14.39 | 13.82 | 14.76 | 34.94 | 32.78 | 32.07 | 33.68 |
| 三星 | 3.64 | 9.23 | 9.28 | 10.62 | 30.33 | 37.71 | 37.92 | 39.38 |
| Towerjazz | 23.98 | n.a. | n.a. | n.a. | 24.85 | 24.25 | 25.84 | 27.93 |
| 世界 | 16.19 | 14.59 | 16.12 | 15.82 | 27.29 | 26.92 | 29.03 | 28.50 |

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

注：中芯国际的 24/25/26 数据为天风证券研究所预测，其余公司均为 Bloomberg 一致预期

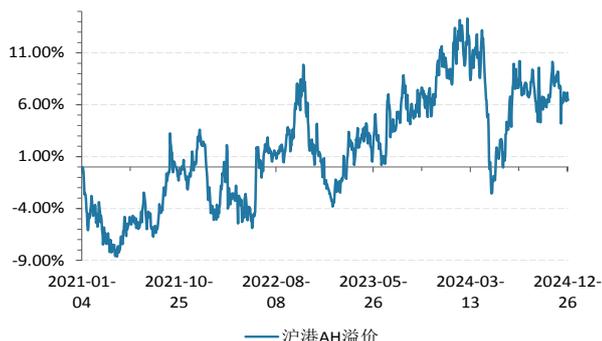
表 5：可比公司 PB/PE 比较

| | PE | | | | PB | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 华虹半导体 | 15.07 | 43.53 | 24.77 | 17.73 | 0.59 | 0.77 | 0.75 | 0.72 |
| 台积电 | 33.70 | 24.35 | 18.72 | 15.84 | 7.08 | 6.56 | 5.20 | 4.12 |
| 联电 | 8.84 | 10.78 | 10.45 | 9.19 | 1.48 | 1.50 | 1.43 | 1.36 |
| 三星 | 25.20 | 10.50 | 9.60 | 7.65 | 0.85 | 0.95 | 0.88 | 0.80 |
| Towerjazz | 11.08 | 28.77 | 25.78 | 22.84 | 2.23 | n.a. | n.a. | n.a. |
| 世界 | 22.84 | 25.62 | 22.79 | 21.78 | 3.83 | 3.59 | 3.50 | 3.34 |
| 平均 | 19.46 | 23.92 | 18.68 | 15.84 | 2.68 | 2.67 | 2.35 | 2.07 |
| 最高 | 33.70 | 43.53 | 25.78 | 22.84 | 7.08 | 6.56 | 5.20 | 4.12 |
| 最低 | 8.84 | 10.50 | 9.60 | 7.65 | 0.59 | 0.77 | 0.75 | 0.72 |

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

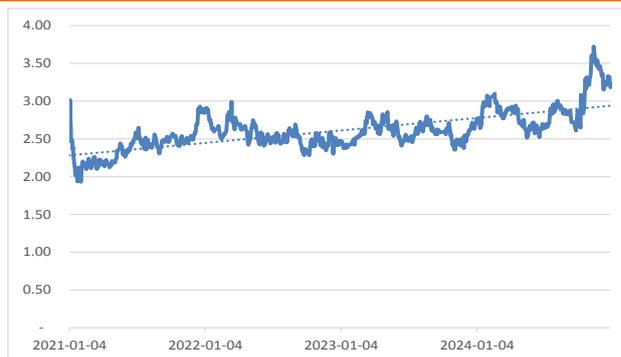
注：24/25/26 预测数据均为 Bloomberg 一致预期

图 13：沪港 AH 溢价指数过去三年较为平稳



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：中芯国际 A 股/H 股股价过去三年稳定在 2.5-3.0 倍区间



资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 风险提示

美对华科技限制的不可控影响：如果美国对中国未来实施更严厉的科技制裁，公司或遇到设备材料采购受限的情况，对公司或有不利影响；

成熟制程产能过剩：近年来大陆多地建设成熟制程产能，如果未来产能集中释放，或带来阶段性的产能过剩；

市场竞争加剧：如果晶圆代工市场竞争加剧，行业竞争对手降价促销下，或对公司盈利水平造成不利影响；

下游需求不及预期：如果下游电子产品创新市场反馈不及预期，下游消费复苏进度不及预期，则对公司会产生不利影响。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 74,922.00 | 51,235.37 | 56,716.88 | 65,696.76 | 73,524.57 | 营业收入 | 49,516.08 | 45,250.43 | 56,716.88 | 65,696.76 | 73,524.57 |
| 应收票据及应收账款 | 5,328.74 | 3,943.75 | 7,678.38 | 5,783.86 | 9,282.42 | 营业成本 | 30,552.67 | 35,346.30 | 45,940.67 | 49,929.54 | 54,408.18 |
| 预付账款 | 719.92 | 751.86 | 1,161.06 | 917.95 | 1,347.54 | 营业税金及附加 | 271.59 | 222.66 | 279.08 | 323.27 | 361.78 |
| 存货 | 13,312.75 | 19,377.71 | 23,111.08 | 21,270.73 | 24,069.42 | 销售费用 | 225.68 | 254.06 | 318.44 | 328.48 | 338.21 |
| 其他 | 21,288.58 | 21,265.09 | 21,706.81 | 21,385.71 | 21,811.96 | 管理费用 | 3,041.58 | 3,152.89 | 3,800.03 | 4,335.99 | 4,779.10 |
| 流动资产合计 | 115,571.98 | 96,573.77 | 110,374.21 | 115,055.01 | 130,035.91 | 研发费用 | 4,953.03 | 4,991.55 | 6,238.86 | 7,883.61 | 8,822.95 |
| 长期股权投资 | 13,379.64 | 14,483.88 | 14,483.88 | 14,483.88 | 14,483.88 | 财务费用 | (1,552.09) | (3,774.10) | (2,159.05) | (2,448.27) | (2,784.43) |
| 固定资产 | 85,403.28 | 92,432.36 | 110,086.42 | 117,764.60 | 116,204.67 | 资产/信用减值损失 | (442.17) | (1,334.12) | (687.00) | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 45,761.72 | 77,003.15 | 74,902.20 | 69,931.54 | 62,952.08 | 公允价值变动收益 | 91.30 | 356.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 3,427.98 | 3,344.33 | 3,091.77 | 2,839.21 | 2,586.64 | 投资净收益 | 831.76 | 250.10 | 174.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 41,559.08 | 54,625.71 | 54,625.71 | 54,625.71 | 54,625.71 | 其他 | 2,257.19 | 2,576.26 | 3,500.00 | 2,500.00 | 2,000.00 |
| 非流动资产合计 | 189,531.71 | 241,889.43 | 257,189.98 | 259,644.94 | 250,852.98 | 营业利润 | 14,761.70 | 6,905.89 | 5,285.85 | 7,844.15 | 9,598.77 |
| 资产总计 | 305,103.69 | 338,463.20 | 367,564.20 | 374,699.95 | 380,888.89 | 营业外收入 | 10.90 | 11.72 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 短期借款 | 4,519.38 | 3,397.58 | 13,938.61 | 15,306.63 | 12,684.67 | 营业外支出 | 13.04 | 77.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 4,012.76 | 4,939.53 | 6,696.04 | 5,949.81 | 7,830.36 | 利润总额 | 14,759.56 | 6,840.42 | 5,285.85 | 7,844.15 | 9,598.77 |
| 其他 | 39,322.44 | 44,276.62 | 59,165.83 | 54,189.80 | 68,865.01 | 所得税 | 106.03 | 444.27 | 264.29 | 392.21 | 479.94 |
| 流动负债合计 | 47,854.58 | 52,613.73 | 79,800.48 | 75,446.25 | 89,380.04 | 净利润 | 14,653.53 | 6,396.15 | 5,021.56 | 7,451.94 | 9,118.83 |
| 长期借款 | 46,790.30 | 59,031.81 | 60,950.36 | 62,521.23 | 45,820.01 | 少数股东损益 | 2,520.45 | 1,573.34 | 1,004.31 | 1,490.39 | 1,823.77 |
| 应付债券 | 4,167.47 | 4,243.35 | 4,243.35 | 4,243.35 | 4,243.35 | 归属于母公司净利润 | 12,133.08 | 4,822.81 | 4,017.24 | 5,961.55 | 7,295.07 |
| 其他 | 4,586.63 | 4,104.06 | 4,104.06 | 4,104.06 | 4,104.06 | 每股收益(元) | 1.53 | 0.61 | 0.50 | 0.75 | 0.91 |
| 非流动负债合计 | 55,544.40 | 67,379.22 | 69,297.77 | 70,868.64 | 54,167.42 | | | | | | |
| 负债合计 | 103,398.98 | 119,992.95 | 149,098.25 | 146,314.89 | 143,547.46 | 主要财务比率 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 少数股东权益 | 68,332.79 | 75,994.41 | 75,769.12 | 77,259.51 | 79,083.28 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 224.55 | 225.51 | 226.22 | 226.22 | 226.22 | 营业收入 | 38.97% | -8.61% | 25.34% | 15.83% | 11.92% |
| 资本公积 | 99,544.50 | 102,332.25 | 102,982.25 | 102,982.25 | 102,982.25 | 营业利润 | 26.76% | -53.22% | -23.46% | 48.40% | 22.37% |
| 留存收益 | 30,927.38 | 35,750.20 | 39,767.44 | 45,728.99 | 53,024.06 | 归属于母公司净利润 | 13.04% | -60.25% | -16.70% | 48.40% | 22.37% |
| 其他 | 2,675.49 | 4,167.88 | (279.09) | 2,188.10 | 2,025.63 | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 201,704.71 | 218,470.25 | 218,465.94 | 228,385.06 | 237,341.43 | 毛利率 | 38.30% | 21.89% | 19.00% | 24.00% | 26.00% |
| 负债和股东权益总计 | 305,103.69 | 338,463.20 | 367,564.20 | 374,699.95 | 380,888.89 | 净利率 | 24.50% | 10.66% | 7.08% | 9.07% | 9.92% |
| | | | | | | ROE | 9.10% | 3.39% | 2.82% | 3.94% | 4.61% |
| | | | | | | ROIC | 13.69% | 2.28% | 1.77% | 2.93% | 3.62% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 资产负债率 | 33.89% | 35.45% | 40.56% | 39.05% | 37.69% |
| 净利润 | 14,653.53 | 6,396.15 | 4,017.24 | 5,961.55 | 7,295.07 | 净负债率 | -7.28% | 9.60% | 12.79% | 9.59% | -2.21% |
| 折旧摊销 | 14,715.54 | 18,515.72 | 25,699.44 | 31,545.04 | 36,791.96 | 流动比率 | 2.42 | 1.84 | 1.38 | 1.52 | 1.45 |
| 财务费用 | 1,310.56 | (519.51) | (2,159.05) | (2,448.27) | (2,784.43) | 速动比率 | 2.14 | 1.47 | 1.09 | 1.24 | 1.19 |
| 投资损失 | (831.76) | (250.10) | (174.00) | 0.00 | 0.00 | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | (7,460.55) | (15,392.03) | 8,326.79 | (1,423.18) | 9,402.67 | 应收账款周转率 | 10.15 | 9.76 | 9.76 | 9.76 | 9.76 |
| 其它 | 14,203.90 | 14,297.52 | 1,004.31 | 1,490.39 | 1,823.77 | 存货周转率 | 4.74 | 2.77 | 2.67 | 2.96 | 3.24 |
| 经营活动现金流 | 36,591.21 | 23,047.76 | 36,714.74 | 35,125.53 | 52,529.04 | 总资产周转率 | 0.19 | 0.14 | 0.16 | 0.18 | 0.19 |
| 资本支出 | 58,313.57 | 58,289.38 | 41,000.00 | 34,000.00 | 28,000.00 | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | 1,429.37 | 1,104.24 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 1.53 | 0.61 | 0.50 | 0.75 | 0.91 |
| 其他 | (129,211.37) | (101,094.14) | (81,826.00) | (68,000.00) | (56,000.00) | 每股经营现金流 | 4.62 | 2.90 | 4.60 | 4.40 | 6.59 |
| 投资活动现金流 | (69,468.43) | (41,700.51) | (40,826.00) | (34,000.00) | (28,000.00) | 每股净资产 | 16.86 | 17.93 | 17.89 | 18.95 | 19.84 |
| 债权融资 | 19,261.14 | 15,738.55 | 14,618.63 | 5,387.17 | (16,538.76) | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | 12,040.07 | 4,281.10 | (5,025.86) | 2,467.18 | (162.46) | 市盈率 | 57.59 | 145.51 | 175.32 | 118.14 | 96.55 |
| 其他 | (8,032.25) | (4,291.71) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 市净率 | 5.24 | 4.93 | 4.94 | 4.66 | 4.45 |
| 筹资活动现金流 | 23,268.96 | 15,727.93 | 9,592.77 | 7,854.35 | (16,701.23) | EV/EBITDA | 10.18 | 16.72 | 27.59 | 21.26 | 16.99 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EV/EBIT | 19.11 | 54.35 | 736.18 | 252.85 | 146.83 |
| 现金净增加额 | (9,608.27) | (2,924.82) | 5,481.51 | 8,979.88 | 7,827.81 | | | | | | |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | A 栋 23 层 2301 房 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：570102 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 电话：(0898)-65365390 | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |