

2025年02月12日

中芯国际 (688981.SH)

公司快报

电子 | 集成电路III

投资评级

买入(维持)

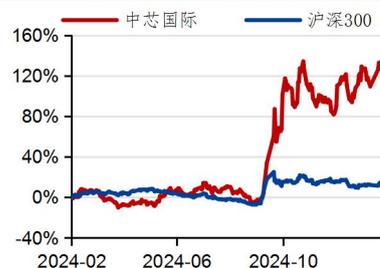
股价(2025-02-12)

104.32 元

交易数据

总市值(百万元)	832,286.54
流通市值(百万元)	207,425.62
总股本(百万股)	7,978.21
流通股本(百万股)	1,988.36
12个月价格区间	101.10/41.35

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.94	4.49	120.6
绝对收益	11.96	-0.63	137.09

分析师

王海维

SAC 执业证书编号: S0910523020005

wanghaiwei@huajinsec.com

报告联系人

吴家欢

wujiahuan@huajinsec.com

相关报告

中芯国际: 23Q4 CIS 和驱动芯片表现亮眼, 24 年坚定推进产能扩充-华金证券-电子-中芯国际-公司快报 2024.4.7

投资要点

2025年2月11日, 中芯国际发布2024年第四季度业绩快报公告。

◆ 全年营收首次突破 80 亿美元, 来自中国客户的收入同比高增

2024 年公司实现营收 80.3 亿美元, 同比增长 27%, 创历史新高, 超出 24 年初所给的同比中位数增长的业绩指引; 毛利率为 18%, 同比减少 1.3 个百分点, 主要系折旧增加所致; 资本开支为 73.3 亿美元, 同比基本持平; 年底折合 8 英寸标准逻辑月产能为 94.8 万片, 相比 2023 年底增长 14.2 万片, 相比 24Q3 末增长 6.4 万片; 出货总量超过 800 万片; 年平均产能利用率为 85.6%, 同比提升 10.6 个百分点。

公司表示, 2024 年半导体市场整体呈现复苏态势, 芯片设计公司库存大致恢复到健康水平, 下游主要产业向国内产业链转移速度较快。受益于本地化制造需求催化带来产业链的重新组合、客户市场份额的提升以及国家刺激消费政策带动等诸多因素的影响, 来自中国客户的收入同比增长 34%。

◆ 国补刺激客户补库需求, 25Q1 毛利率预计延续同比增长趋势

在刺激消费政策带动下, 客户补库存意愿较高, 消费电子、互联、手机等补单急单较多, 同时, 智驾的快速渗透有望带动相关 CIS、模拟类 IC 等产品需求提升, 整体一季度淡季不淡。公司预计 25Q1 销售收入环比增长 6~8%, 即 23.40~23.84 亿美元; 毛利率 19%~21%, 同比增长 5.3~7.3 个百分点, 环比减少 1.6~3.6 个百分点。

在外部环境无重大变化的前提下, 公司预计 2025 年销售收入增幅高于可比同业的平均值, 资本开支同比大致持平, 折旧同比增长约 20%。我们认为在一些成熟制程节点产能供给相对充足的情况下资本开支或倾向于更高端的产能扩充, 有望带动高端产品的国产化替代。公司表示, 目前整体客户产品库存相对健康, 2025 年除了人工智能继续高速增长外, 市场各应用领域需求持平或温和增长。

◆ 24Q4 毛利率同环比增长, 汽车芯片国产链切换进入起量阶段

24Q4 公司实现营收 22.07 亿美元, 同比增长 31.5%, 环比增长 1.7%, 实现连续七个季度增长, 主要系销售晶圆数量增加、产能利用率提高及产品组合变化所致; 利润 2.71 亿美元, 同比增长 14.2%, 环比增长 21.4%; 毛利率 22.6%, 同比提升 6.2 个百分点, 环比提升 2.1 个百分点; 产能利用率 85.5%, 同比提升 8.7 个百分点, 环比减少 4.9 个百分点, 环比下降主要系四季度为行业传统淡季, 部分客户可能会综合审视年度计划, 降低部分需求。

分应用领域看, 24Q4 智能手机收入为 4.94 亿美元, 同比增长 4.94%, 环比减少 3.18%, 占晶圆总收入的 24.2%; 计算机与平板收入为 3.90 亿美元, 同比减少 18.26%, 环比增长 16.02%, 占晶圆总收入的 19.1%; 消费电子收入为 8.21 亿美元, 同比增长 130.89%, 环比减少 6.00%, 占晶圆总收入的 40.2%; 互联与可穿



戴收入为 1.69 亿美元,同比增长 23.51%,环比增长 0.83%,占晶圆总收入的 8.3%;工业与汽车收入为 1.67 亿美元,同比增长 41.29%,环比增长 3.40%,占晶圆总收入的 8.2%。

在汽车领域,公司表示汽车等产业向国产链转移切换的进程从验证阶段进入到了起量阶段,部分产品正式量产。公司计划与终端整机厂合作,将未来汽车类产品销售额占比提升至 10%;正将现有部分产品平台向汽车产品进行验证,并计划在三年时间内升级平台、逐步上量,届时对应产能将满足国内汽车市场三分之一的需求。

◆ **投资建议:**根据公司 2024 年业绩预告,我们调整此前对公司的业绩预测。预计 2024 年至 2026 年,公司营收分别为 577.96/670.43/750.88 亿元,增速分别为 27.7%/16.0%/12.0%;归母净利润分别为 36.99/53.58/69.89 亿元,增速分别为 -23.3%/44.8%/30.4%。公司作为中国大陆晶圆代工龙头,制程国内领先,产能扩张有序进行,随着终端市场逐渐复苏,业绩有望延续增长。持续推荐,维持“买入”评级。

◆ **风险提示:**下游终端市场需求不及预期风险,新技术、新工艺、新产品无法如期产业化风险,市场竞争加剧风险,产能扩充进度不及预期的风险,系统性风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	49,516	45,250	57,796	67,043	75,088
YoY(%)	39.0	-8.6	27.7	16.0	12.0
归母净利润(百万元)	12,133	4,823	3,699	5,358	6,989
YoY(%)	13.0	-60.3	-23.3	44.8	30.4
毛利率(%)	38.3	21.9	18.6	20.0	21.0
EPS(摊薄/元)	1.52	0.60	0.46	0.67	0.88
ROE(%)	7.3	2.9	2.8	3.5	4.1
P/E(倍)	68.6	172.6	225.0	155.3	119.1
P/B(倍)	6.2	5.8	5.7	5.5	5.3
净利率(%)	24.5	10.7	6.4	8.0	9.3

数据来源:聚源、华金证券研究所 注:货币单位为人民币

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	115572	96574	88382	82053	86185	营业收入	49516	45250	57796	67043	75088
现金	74922	51235	39936	30038	32243	营业成本	30553	35346	47046	53634	59320
应收票据及应收账款	5329	3944	4432	5284	5758	营业税金及附加	272	223	243	268	278
预付账款	720	752	789	846	942	营业费用	226	254	277	322	345
存货	13313	19378	21532	23164	24292	管理费用	3042	3153	3583	4023	4280
其他流动资产	21289	21265	21693	22721	22950	研发费用	4953	4992	5202	5766	6458
非流动资产	189532	241889	258603	268154	272232	财务费用	-1552	-3774	-2523	-2739	-2986
长期投资	13380	14484	14830	15172	15527	资产减值损失	-442	-1334	-717	-461	-371
固定资产	85403	92432	106747	103440	100739	公允价值变动收益	91	357	-101	-65	-47
无形资产	3428	3344	3181	3010	2887	投资净收益	832	250	262	282	309
其他非流动资产	87321	131629	133845	146532	153079	营业利润	14762	6906	6299	8325	10085
资产总计	305104	338463	346985	350207	358417	营业外收入	11	12	9	5	4
流动负债	47855	52614	51656	57291	63171	营业外支出	13	77	16	4	3
短期借款	4519	3398	800	460	230	利润总额	14760	6840	6292	8326	10086
应付票据及应付账款	4013	4940	5515	6019	6738	所得税	106	444	48	83	101
其他流动负债	39322	44277	45341	50811	56203	税后利润	14654	6396	6245	8243	9985
非流动负债	55544	67379	62861	52206	44551	少数股东损益	2520	1573	2545	2885	2995
长期借款	50958	63275	58620	47965	40310	归属母公司净利润	12133	4823	3699	5358	6989
其他非流动负债	4587	4104	4241	4241	4241	EBITDA	30865	28201	30262	36964	46067
负债合计	103399	119993	114517	109497	107722	主要财务比率					
少数股东权益	68333	75994	78540	81425	84420	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	225	226	7978	7978	7978	成长能力					
资本公积	99545	102332	102332	102332	102332	营业收入(%)	39.0	-8.6	27.7	16.0	12.0
留存收益	30927	35750	41995	50238	60223	营业利润(%)	26.8	-53.2	-8.8	32.2	21.1
归属母公司股东权益	133372	142476	153928	159286	166275	归属于母公司净利润(%)	13.0	-60.3	-23.3	44.8	30.4
负债和股东权益	305104	338463	346985	350207	358417	获利能力					
						毛利率(%)	38.3	21.9	18.6	20.0	21.0
						净利率(%)	24.5	10.7	6.4	8.0	9.3
						ROE(%)	7.3	2.9	2.8	3.5	4.1
						ROIC(%)	8.1	4.1	3.1	4.1	4.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	33.9	35.5	33.0	31.3	30.1
						流动比率	2.4	1.8	1.7	1.4	1.4
						速动比率	1.7	1.1	0.9	0.6	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
						应收账款周转率	10.2	9.8	13.8	13.8	13.6
						应付账款周转率	8.3	7.9	9.0	9.3	9.3
						估值比率					
						P/E	68.6	172.6	225.0	155.3	119.1
						P/B	6.2	5.8	5.7	5.5	5.3
						EV/EBITDA	28.8	33.0	31.3	25.7	20.5

资料来源: 聚源、华金证券研究所

注: 货币单位为人民币

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn