

中芯国际 (688981.SH)

客户加速备货带来急单需求, 2025 年 Capex 预计同比持平

中芯国际港股发布 2024 第四季度未经审核业绩, 24Q4 收入 22.07 亿美元, 同比+31.5%/环比+1.7%, 为上季度指引上限; 毛利率 22.6%, 同比+6.2pcts/环比+2.1pcts, 超指引上限。客户基于国际形势和消费刺激政策而提前拉货, 公司表示上半年急单增多, 指引 25Q1 收入同环比增长; 公司保持平稳产能扩充节奏, 预计 2025 年资本支出同比持平近 75 亿美元。维持“增持”投资评级。

□ 24Q4 收入接近指引上限, 毛利率超指引上限。24Q4 收入 22.07 亿美元, 同比+31.5%/环比+1.7%, 为上季度指引上限(环比持平至增长 2%); 毛利率 22.6%, 同比+6.2pcts/环比+2.1pcts, 超指引上限(18-20%); 公司四季度合资公司整体运营向好, 以美元计少数股东权益同比+161%/环比+119%。

□ 消费类、互联和可穿戴等业务增长向好, 12 英寸表现优于 8 英寸晶圆。1) 按下游: 24Q4 智能手机收入 4.94 亿美元, 同比+4.9%/环比-3.2%; PC 和平板电脑收入 3.9 亿美元, 同比-18%/环比+16%; 消费电子收入 8.2 亿美元, 同比+131%/环比-6%; 互联和可穿戴收入 1.69 亿美元, 同比+23.5%/环比+0.8%; 工业和汽车收入 1.67 亿美元, 同比+41%/环比+3.4%; 2) 按晶圆尺寸: 24Q4 8 英寸晶圆收入 4 亿美元, 同比-1.5%/环比-10%; 12 英寸晶圆收入 16.45 亿美元, 同比+42%/环比+2.3%。

□ 24Q4 ASP 环比持续提升, 产能利用率受新产能验证影响环比下滑。截至 24Q4, 公司折合 8 英寸总产能为 94.76 万片/月, 环比增长 6.3 万片; 24Q4 折合 8 英寸晶圆出货量为 199.18 万片, 同比+19%/环比-6%, 环比下降主要系四季度为传统淡季, 客户拿货意愿相对较低; 产能利用率为 85.5%, 环比-5pcts, 主要系新产能验证拖累; 折合 8 英寸 ASP 为 1025 美元/片, 环比+6.1%。

□ 公司表示 2025 上半年急单增多, 下半年有待观察。展望 2025 年上半年, 公司表示上半年急单增多, 带动产能利用率表现较好, 主要系①客户基于国际形势等原因, 而快速拉货; ②中国市场消费刺激政策带动销售量和客户备货意愿提高。公司对 2025 下半年暂时持观望态度, 表示需要观察消费刺激政策以及客户拉货能否持续, 进而观察产能利用率是否能够维持高位。

□ 公司指引 25Q1 收入环比增长, 2025 年资本开支同比持平。1) 业绩指引: 公司指引 25Q1 收入环比增长 6-8%, 按中值计算为 23.6 亿美金, 同比+35%; 毛利率 19-21%, 保持高位; 公司 2024 年资本开支为 73.3 亿美金, 指引 2025 年资本开支同比持平、销售收入增幅高于可比同业平均值; 2025 年折旧预计同比增长 20%, 毛利率有一定压力, 但公司产能利用率提高、新技术迭代支撑 ASP, 将一定程度对冲折旧影响; 2) 未来规划: 公司保持平稳扩产节奏, 相当于每年新增大约 5 万片/月 12 英寸产能; 公司近期低价位产品订单增多, 25Q1 和 2025 年 ASP 会略有下降。

□ 投资建议。公司 24Q4 收入达指引上限, 毛利率超指引上限, ASP 环比持续提升。展望 25H1, 公司指引客户提前拉货带来急单增多, 产能利用率预计表现较好。结合业绩快报情况, 我们预计 2024/2025/2026 年收入为 576.9/672.1/752.8 亿元, 预计归母净利润为 37.0/45.9/56.0 亿元, 对应 PE 为 224.8/181.3/148.7 倍, 维持“增持”投资评级。

□ 风险提示: 产能供过于求的风险, 设备交付不及预期, 先进制程受制裁的风险, 产能扩张不及预期, 行业景气度恢复不及预期的风险。

增持 (维持)

TMT 及中小盘/电子

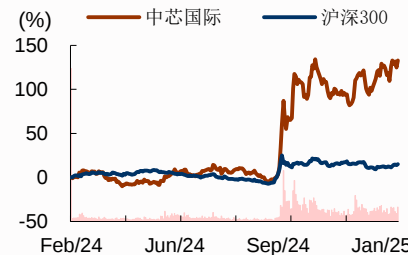
当前股价: 104.32 元

基础数据

总股本 (百万股)	7978
已上市流通股 (百万股)	1988
总市值 (十亿元)	832.3
流通市值 (十亿元)	207.4
每股净资产 (MRQ)	18.1
ROE (TTM)	2.6
资产负债率	33.4%
主要股东	招商银行股份有限公司-华
主要股东持股比例	2.05%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	112	135
相对表现	6	96	120



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中芯国际 (688981) —24Q3 收入创历史新高, 指引 2025 年行业温和成长》2024-11-10
- 2、《中芯国际 (688981) —24Q2 消费类客户持续备货, 24Q3 收入和毛利率指引环比向好》2024-08-10
- 3、《中芯国际 (688981) —客户提前拉货带来急单需求, 谨慎看待 2024 年需求和资本支出》2024-05-12

鄢凡 S1090511060002

✉ yanfan@cmschina.com.cn

湛薇 S1090524070008

✉ shenwei3@cmschina.com.cn

王虹宇 研究助理

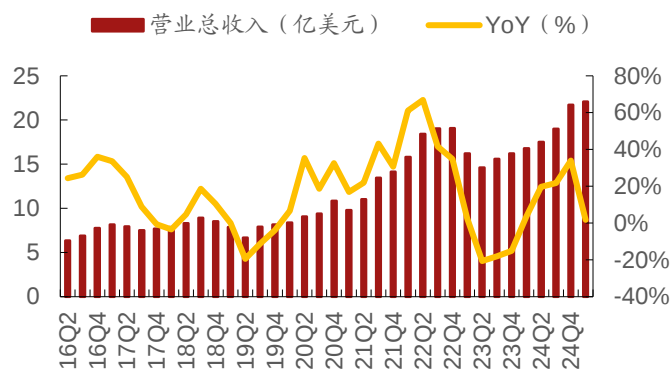
✉ wanghongyu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	49516	45250	57694	67214	75280
同比增长	39%	-9%	28%	17%	12%
营业利润(百万元)	14762	6906	6263	7194	8776
同比增长	27%	-53%	-9%	15%	22%
归母净利润(百万元)	12133	4823	3702	4591	5598
同比增长	13%	-60%	-23%	24%	22%
每股收益(元)	1.52	0.60	0.46	0.58	0.70
PE	68.6	172.6	224.8	181.3	148.7
PB	6.2	5.8	5.7	5.5	5.3

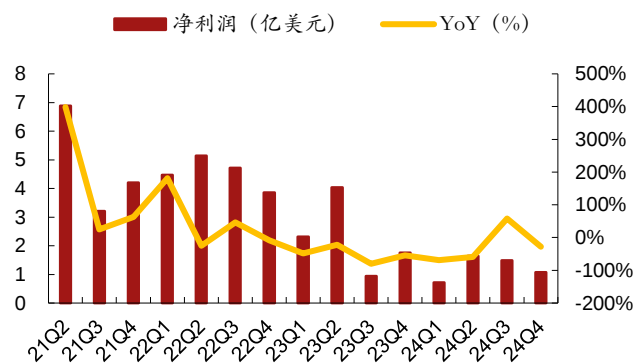
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：分季度营收及 YoY（亿美元）



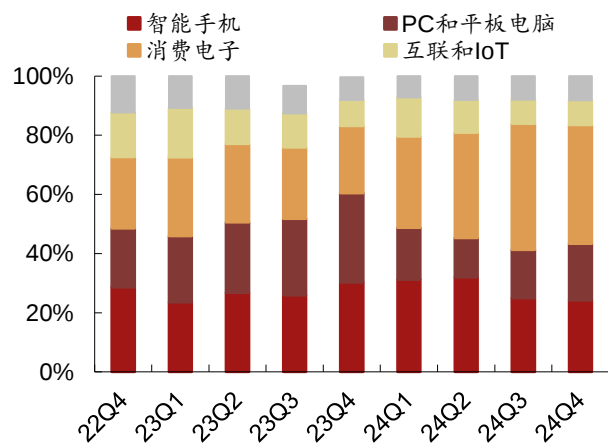
资料来源：中芯国际，招商证券

图 2：分季度净利润及 YoY（亿美元）



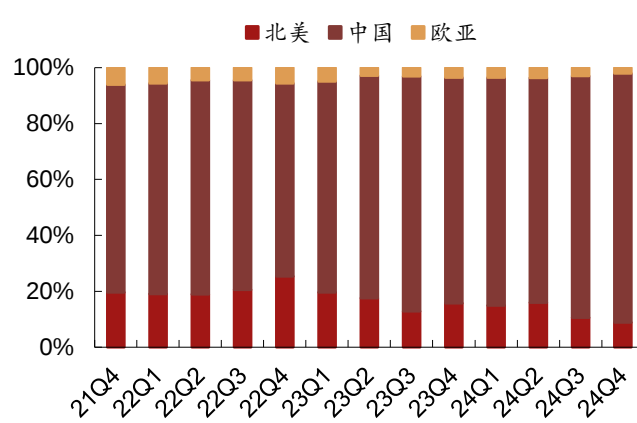
资料来源：中芯国际，招商证券

图 3：按应用领域晶圆营收拆分



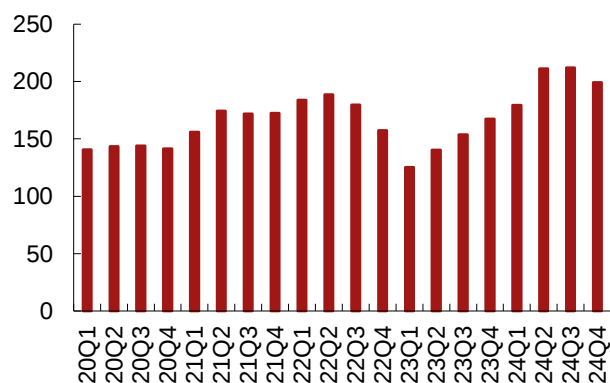
资料来源：中芯国际，招商证券

图 4：按地域营收拆分



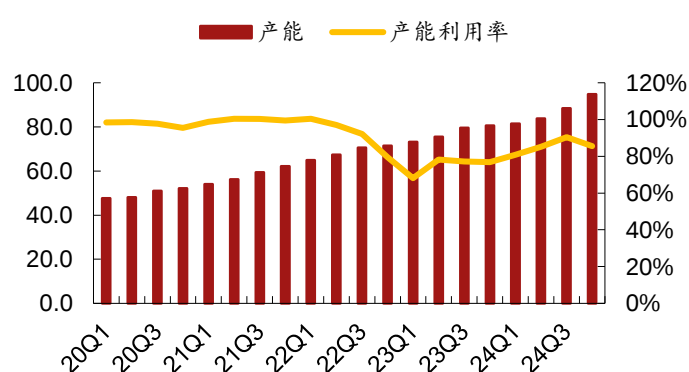
资料来源：中芯国际，招商证券

图 5：分季度出货量（约当 8 英寸/万片）



资料来源：中芯国际，招商证券

图 6：分季度产能（等价 8 英寸/万片）及产能利用率



资料来源：中芯国际，招商证券

（后附 2024Q4 业绩说明会纪要全文）

附录：中芯国际（港股）2024Q4 业绩说明会纪要

时间：2025 年 2 月 12 日

出席：联席首席执行官 赵海军

资深副总裁、财务负责人 吴俊峰

董事会秘书 郭光莉

会议纪要根据公开信息整理如下：

财务概况

2024Q4:

销售收入为 22.07 亿美元，环比增长 1.7%，毛利率为 22.6%，环比上升 2.1pcts，经营利润为 2.14 亿美元，息税折旧及摊销前利润为 12.80 亿美元，息税折旧及摊销前利润率为 58%，归属于本公司的应占利润为 1.08 亿美元。

2024 全年:

公司 2024 年未经审核业绩如下，销售收入为 80.3 亿美元，毛利率为 18%，经营利润为 4.74 亿美元，息税折旧及摊销前利润为 43.8 亿美元，息税折旧及摊销前利润率为 54.5%，归属于本公司的应占利润为 4.93 亿美元，资本开支为 73.26 亿美元。

资产负债表:

2024 年末公司总资产为 492 亿美元，其中库存资金 150 亿美元，总负债为 173 亿美元，其中有息负债为 116 亿美元，总权益为 319 亿美元，有息债务权益比为 36.4%，净债务权益比为负的 10.6%。

现金流量表:

2024 年经营活动所得现金净额为 31.76 亿美元，投资活动所用现金净额为 45.18 亿美元，融资活动所得现金净额为 16.08 亿美元。

市场运营情况

四季度是行业传统淡季，客户拿货意愿相对较低，但在公司季度新增 2.8 万片 12 英寸产能的基础上，产品组合得到优化，公司平均销售单价环比上升 6%，大致抵消了出货下降对收入的影响和折旧上升对毛利率的影响。

2024 年半导体市场整体呈现复苏态势，设计公司库存大致恢复到健康水平，主要产业向国内产业链转移切换的速度比较快。2024 年为了满足市场和客户的需求，公司做了充分准备，加速了产能扩充的节奏，进一步提升了平台的完备性。国内客户的新产品快速验证并上量，使得公司在 2024 年四个季度收入节节攀升，全年增长超过年初预期。

根据未经审核的财务数据，2024 年公司销售收入为 80.3 亿美元，同比增长了 27%，创历史新高，毛利率为 18%，因折旧上升等原因，同比下降了 1.3%个百分点。

销售收入按区域分，中国、美国、欧亚占比分别为 85%、12%和 3%。其中受益于再变化制造需求催化带来的产业链重新组合，客户市场份额提升，来自中国客户的收入同比增长了 34%；

晶圆收入按尺寸分，12 英寸和 8 英寸收入都有增长，占比分别为 77%和 23%，其中 12 英寸收入同比增长了 35%，主要得益于产能规模的扩大和新增产能能够较快地完成验证并投入生产；

晶圆收入按应用分，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 28%、16%、38%、10%和 8%。受益于上述提到的诸多因素及国家刺激消费政策的带动，消费电子智能手机等应用收入有大幅增长；

按照各产品平台来看，公司在模拟、图像传感器、显示驱动等优势平台的收入持续增长。2024 年，公司快速在多个技术平台推动工艺迭代和产品性能升级。

在模拟器件领域，公司持续拓展高电压、大电流、高性能、高可靠性的 8 英寸、12 英寸工艺平台，快速导入各类型的消费电子、工业、工控、汽车电子及新能源领域的终端应用；

在高压显示驱动领域，公司持续推动超低功耗及性能更好的 28 纳米高压显示驱动技术进入量产及终端应用，产能供不应求；

在图像传感器及图像信号处理方面，公司提供更高像素小单元、高密度的图像传感产品，快速推出性能更好、超低功耗的图像信号处理器解决方案；

同时公司紧密对接客户的需求，对标业界领先工艺，新推出了众多的功率分立器件平台，已实现量产并贡献收入，主要应用于手机、工业工控、新能源等领域。

此外，公司持续推出高性能、高质量、高可靠性的汽车电子技术及服务，来满足芯片客户及汽车品牌方的需求；在高电压、大电流、高可靠性 BCD 及模拟平台、超低功耗逻辑平台、高性能微控制器平台、车规级显示驱动平台、高可靠性存储器平台等，都已经实现车规级认证、量产和终端应用。面向未来持续的成长汽车市场，公司加速部署客户产品，并全面覆盖娱乐、连接动力控制、车身及底盘等车载应用，力求实现收入增长。

资本支出及产能利用率：公司 2024 年的资本支出为 73.3 亿美元，月产能为 94.8 万片，出货总量超过 800 万片，年平均产能利用率为 85.6%。

客户产品库存相对健康,产业链普遍认为 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。近期存在两个现象:1)汽车等产业链向国产链转移的进程从验证阶段进入了起量阶段,部分产品正式量产;2)在国家刺激消费政策红利的带动下,客户补库存意愿较高,消费、互联、手机等补单急单较多,所以整体来说一季度淡季不淡,但与此同时,外部环境给今年下半年带来一定的不确定性,同业竞争也是愈演愈烈,公司会克服困难,努力做到最好。面对挑战与机遇,公司将朝着做强做大中芯国际的目标,继续推进产能建设,支持客户开拓市场,聚焦质量和效益。

2025 年指引及展望

25Q1 指引: 销售收入环比增长 6%-8%; 毛利率预计 19%-21%。

2025 年全年指引: 在外部环境无重大变化的前提下,公司给出的 2025 年指引为销售收入增幅高于可比同业的平均值,预计资本支出将与上一年持平。

2025 年展望: 近几年地缘政治给行业格局带来了深刻的变化,公司着力加强了供应链安全性、可靠性、韧性的管理,为了努力把握日益增长的在地制造需求,公司持续高投入,推动了公司收入规模的快速成长,但也给毛利率带来了很高的折旧压力,预计 2025 年折旧年增两成左右,除了折旧毛利率还受到定价产能利用率等因素的影响,公司会始终以持续盈利为目标,通过提高产能利用率来对抗折旧,丰富产品组合来对抗周期。但同质化竞争使得结构性过剩的产能,即使在市场回暖的情况下,依然面临激烈的竞争。公司通过打造技术领先来提升核心竞争力,绑定客户,通过增加新产品来对抗价格压力。公司保持一贯的定价政策,随行就市,不主动降价,但在必要时也会和战略客户一起直面价格竞争,以保持住我们在各个领域的市场份额和竞争优势。

Q&A:

Q: 24Q4 公司 ASP 上升的具体原因是什么? 如何看 25Q1 和 2025 年全年 ASP 的趋势?

A: 24Q4 ASP 是上升的,这里有两个原因:1)四季度是淡季,经常发生的情况是新接到的订单在产线里面下线会略少于其他的季度,这使得产能利用率一般情况下会下降。当前出货的晶圆 12 寸增多且 8 英寸减少,由于 8 英寸乘以 2.25 倍相当于是 12 寸、其相对的内容较少、ASP 会低一点,12 寸的比例上升使得整体 ASP 上升;2)淡季的时候,减掉较多的是价格比较低的产品,因为他们是根据库存来调的,这个时候还在接着出货的一般是差异化、特质化的产品,所以其价位会高一点。我们一般在利用率下降的时候会发现这样的情形,所以有些时候我们会看到一个像悖论一样的产业现象,即工厂用的越满,有可能整个价位是下降的,因为这个时候价格高和价格低的全部都做了。但如果在产线不是特别满时,有可能接着做的相对价钱比较高的。

在 2025 年我们现在看到的急单很多，可能是两个主要的原因。1) 大家觉得未来国际政策不稳定，倾向于提前运到使用地，所以会把下半年和全年的一些需求在国际变化和税等方面变化不大时到在地去库存，这样就使得有个拉货的动作；2) 中国市场对电动自行车、电脑、PC、PAD、手机有一些激励政策。我们从去年第四季度看到周边的一个省做了手机的激励政策，国内的品牌销售量在当地大概成长了 15-20%，所以我们和客户认为激励政策会带来近期的拉动，手机、PAD、PC、电动自行车以旧换新增量可能较大，所以客户希望将现在的库存备得更高，以便可以抢占机会。因为如果市场销售量较大，这些准备更多库存的这些客户可能拿到较多的销售额和市场份额。所以我们看到 25Q1 情形是很好的，中芯国际的产能利用率升高，但问题在于大量的订单以及急单把我们的 8 英寸填满了，所以按照平均值的算法，在同样的比例和同样的出货的情况下，8 英寸增加就会使得 ASP 加权平均值就会下降一些。

我们也看到因为中芯国际逐季产能都在增长，第四季我们增加了产能的基础上，产能利用率在提高，产能分母也在增长。所以为了填补这些工厂快速的起量，我们也是跟客户一起来做这件事，所以拉来更多的订单会拉进一些低价位和产品，会使得 25Q1 和整年度的 ASP 在总体上面会有下降的一个趋势，虽然幅度不是很大。下半年我们担心两件事，一是由于上半年的拉货，下半年是缺少单子的，但是下半年产能又会陆续开出来，同业会出现一些更强的竞价，大家可能用降低价钱的办法来抢订单，所以这两件事合在一起，我们对下半年这个价位的走势看得不是非常清楚，但是可以肯定的讲，下半年应该是下降的趋势。

刚才在我的报告里我也跟大家讲说中芯国际通过三件事，一件事就是通过技术要更快、更新、更好的性能；第二件事是跟客户有战略发展的绑定；第三个是中芯国际在推出产能的时候，也推出我们平台的完整性，使得我们原来没有做的新平台、新技术也要把它加进来。这样产能的增长并不是一个过剩产能的增长，是一个产品和平台增量的增长，通过这些希望能够使得价格的波动不会很大。

Q: 全年公司的资本开支和去年相当，产能释放的节奏是向去年还是前年去对标？

A: 在 2025 年我们现在已经定好了规划产能扩展、新的厂房建设等等，固定资产支出基本上跟去年持平，应该是 75 亿美元左右，这些产能的建设都是在我们跟客户有一些绑定、有长期合作意愿的情况下来进行规划，我们并没有规划和预测的产能。对于中芯国际这样的公司，长远是要发展的，我们并不会选择产业比较旺盛的时候就发展的多一点，淡季的时候就停止发展。比较好的一个发展是匀速直线运动，就是每年都发展，这必然会出现增加的产能，有些时候是年景不大好的、整个周期比较差的年景，但一定会赶上周期比较好的年景。那这样就是每年增长一个工厂的量，这个工厂的量大概是 5 万片左右的一个 12 寸工厂的量。

中芯国际 8 英寸现在要补全产品的平台，但是产能并不增长。要使得它有更好的性能、质量、效益，就不会在规模上再去发展 8 英寸。我们每年的增长以平均 5 万片来算都是 12 寸，至于什么时候能够到位，因为受到的因素比较多，所以我们并不能完全管控它的到位时间。但从去年和前年整个的安排和供应链的配合的情况来看，我们基本上是可以实现目标的。所以我们前年实现了 75 亿美元的 capex，去年实现了 73.3 亿美元的 capex，它的不确定性并不是特别大，所以我们预计今年也是这样一个发展。

Q: 您曾提到拿到中国 1/3 汽车市场承接量, 以目前公司的初步预估, 要准备多少产能来承接客户需求?

A: 汽车需要各种各样的产品, 最大宗的是高可靠性分立器件, 比如硅基 IGBT 硅基、GaN、SiC 等三代半, 这些平台中芯国际现在都已建立, 跟汽车产业链上面的产品公司也在进行密切的合作, 在市场在接下来两三年里面都将成为主要的供应商。

关于占中芯国际的产能有多大, 我们现在一个工厂产能只能做汽车产品, 在每个工厂的优选设备和优选的产能里, 用不同的质量管理体系来管理这些设备和做汽车产品, 相当于现在任何一个产品线在不同的节点, 比如 MCU、CMOS imager、LCD driver、分立器件, 逻辑电路等都要验证成工业级, 然后验证成汽车级, 这样我们可以在同一个工厂里面来分配产能, 好的产能的部分去做汽车产品, 其他做工业产品和消费类产品, 我们现在觉得这条路是可以走得通的, 也取得了客户的信任和合作。

中芯国际 24Q4 在汽车和工业界的部分约占营业额的 8%~10%, 第一步的设想是跟更终端的、整机整车的客户把汽车类的产品做到中芯国际营业额的 10%。我们正在把所有的产品平台都先验证成汽车产品, 来逐列逐渐的上量。汽车的量跟手机和消费的量相比相对较少, 占很大的营业额不能立刻做到。

国内的手机一年大约有 7 亿部, OLED 软屏的大约有 2 亿部, LED 的大约有 6 亿多部, 以及一两亿部的返修屏, 这个量是非常大的, 但是国内生产的汽车量并不大, 电动汽车只有 1000 万辆、柴油车还有 2000 万辆, 与手机的数量相比较小。所以我们做汽车类的产品, 第一年是做消费级来验证产品平台, 第二年可能把它升级到工业类, 可能到第三年才能完全验证成汽车的产品, 所以我们就是长远的计划已经制定, 跟客户也都做了沟通, 我们的目标是确定的。我们计算的结果是随着中芯国际的发展, 如果中芯国际的营业额在未来有 10%来自于汽车业, 那么可能占到汽车业国内需要数量的三分之一。

Q: 如何看待贵司规模增长所带来的各方面的竞争优势?

A: 中芯国际现在对自己的要求变高了, 我们也意识到客户对我们更尊重, 对我们长远的发展规划方面的要求也更高。所以中芯国际规模增长直接带来的好处是由于我们在业界的规模很大, 大的客户不会绕过中芯国际去找小的供应商去做, 如果中芯国际可以做的事情, 客户优先选中芯国际, 这是规模带来的行业的地位。

同时中芯国际现在因为收入多, 同样的百分比下资源更多, 我们可以支持客户做长远的技术开发。如果他需要我们改变整个产线, 多买设备和投入, 我们也比别人更有资源去做这些事情。因为中芯国际规模大, 如果要是失去了市场份额或者是名誉受到影响, 我们的损失也比小的供应商更大, 所以我们也更在意公司的品牌、公司的质量和公司的效益, 这样跟业界一流的客户是更对应的, 因为一流客户都看长期, 要求质量和效益, 对未来有更好的承诺, 所以我们现在已经开始看到中芯国际规模较大之后带来的效益。中芯国际现在做事情是把自己当成是业界的龙头, 把自己当成是第一梯队的公司做长远的考虑, 然后讲究战略、讲究绑定, 然后追求质量和追求效益。

Q: 相似工艺制程芯片单价趋势? 28 纳米工艺布局和产品规划的具体情况是?

A: 中芯国际 40 纳米和 45 纳米的营收高于 28 纳米, 这主要是由于产能是根据客户需求建立的。近期, 40 纳米的客户以及新加入的大客户均要求采用平面 28 纳米工艺来替代原有的 40 纳米工艺, 因此中芯国际正在积极推进 28 纳米的产能建设和平台建设。在 40 纳米领域, 中芯国际的产品布局十分全面, 涵盖从产品平台到 IP 以满足不同产品的多样化需求。

从市场细分角度看, 基本可以分为八大类, 但每一类中又存在不同的应用场景。例如, 有些应用更注重低功耗, 而有些则对质量要求更高, 如汽车级应用等。对于 28 纳米工艺, 直接将 40 纳米产品延续到 28 纳米存在一些挑战。以 MCU 为例, 在 28 纳米工艺 HKMG 后增加层数多, 因此需要开发新的平台, 如 Rram 平台等, SSD 非常复杂能支持高端汽车应用, Rram 只能做工业和民用。

在 28 纳米工艺的主流发展方向上, 第一代产品将以标准逻辑电路为主, 随后是超低功耗逻辑电路、射频电路用于网通、模拟电路等做连接器。此外, 还会结合高压 LCD Driver, 以及用于超低功耗 CMOS imager 处理器等, 未来 28 纳米工艺也会有 SOI, 28 纳米工艺将不再需要开发 NOR Flash 存储器, 但在 28 纳米节点上, 中芯国际仍将提供高质量的 NAND Flash 等特殊专用存储器。

按照产能建设和客户需求的规划, 从质量角度看, 中芯国际将依次推进消费级、工业级和汽车级产品的开发。从产品类型来看, 将首先推出标准逻辑电路, 随后是超低功耗电路、网络通信射频电路、高压驱动电路等, 并逐步完善 MCU 等产品的布局。此外, 还将针对各种 IP 和应用特性进行优化, 以提升产品竞争力。

总体而言, 尽管中芯国际在 28 纳米工艺的产能建设上相对行业较晚, 但第一步是补齐平台, 确保能够提供与同行相当的质量和 IP 支持。虽然进入市场时间较晚, 但中芯国际的产能建设设备更为先进, 工艺控制精度更高, 在在一定程度上构成了我们的优势。我们将与客户携手, 共同开拓市场, 实现共赢。

Q: 2024 年公司折旧增加幅度超过 20%, 同时产品价格有所下降, 但毛利仅下降了 1%, 仍保持了一定的盈利水平的主要原因是什么?

A: 中芯国际近几年确实是一直在持续的扩产, CAPEX 投入也比较大, 2024 年的折旧增加大概 5.5 亿美元, 增幅也超过了 20%, 对毛利率造成了非常大的压力。但是 2024 年半导体市场整体呈现复苏态势, 公司也加快了产能扩充的节奏, 提升平台的完备性, 以及国内客户的新产品快速验证并增加产量, 推动了公司产能利用率的提升。公司以产能利用率的提升对冲折旧增加对毛利率的影响。

年初时公司内部制定了降低成本的计划, 并确定了各个工厂降低现金成本的目标, 各个工厂也都有具体的一些降本项目。集团总部定期跟踪各个工厂降本项目实施的进展和效果, 并通过各个工厂之间的评比将其中一些良好实践在全集团进行推广。在这一年内, 通过现金成本的压降, 对毛利率的提升有明显的效果。

中芯国际在产能建设方面始终与客户保持紧密的战略合作。在新建产能之前, 公司会与客户进行充分沟通, 产品定价在项目初期就已基本确定, 并且实现了新建的产能的利用率很高, 随着公司产能的逐步扩大, 规模效应使得降本增效逐渐显现, 在新增折旧大幅增加的情况下, 毛利率受到的影响也相对有限。

Q: 基于 2025 年的资本开支计划和产能投入的考量, 折旧的增幅大概有多少, 毛利率水平展望?

A: 预计 2025 年 CAPEX 和 2024 年基本持平。近年外部环境给行业格局带来了深刻的变化。公司也着力加强了供应链、安全性、可靠性和韧性的管理。为了把握好日益增加的在地制造需求, 公司持续高投入, 推动公司收入规模的快速增长, 同时折旧的压力也不断的增加。

预计 2025 年的折旧增加大概在 20% 左右, 并且逐季增加, 所以 2025 年折旧增加对毛利率的压力仍然很大, 通过提高产能利用率对冲折旧的影响, 并且通过持续新技术迭代支撑 ASP 和产能利用率。同时公司会进一步加强提升精细化管理的水平加大降本增效的力度, 提升成本竞争力, 使毛利率能够得到不断恢复和改善。

Q: 消费刺激政策的影响力度如何评估, 是否也会造成了一定的需求前置? 持续性情况如何? 是否有有走弱的迹象? 从本轮半导体周期来看, 如何判断 2025 年稼动率的走势拐点? 新的一年从营收和业绩增长角度来看, 产能是否会成为核心的瓶颈和预测依据?

A: 根据现有数据, 去年 9-10 月, 针对大屏电视机的刺激政策效果较为明显。外部数据显示, 该政策使当地销售量增长显著, 较原有基础增加了 20% 以上。这一增长推动了大屏面板厂和 LCD Driver 公司的库存消耗。因此, 这些企业在第四季度及当前仍在补充大屏电视的订单。然而, 这种增长的持续性仍需进一步观察, 能持续多久, 以及是否把下半年的都提到上半年和去年第四季了。但这一效果能在当季实现 15%-20% 的增长。如果同样的 15%-20% 的增长量在手机、Pad、PC 和电动自行车上实现, 所以公司正在与客户协商, 评估需要增加备货的量, 如果手头没有足够的备货, 一旦需求增长达到 20%, 现有库存可能无法满足需求。因此, 建议客户提前下单充实库存。

目前, 中芯国际的 8 英寸产能已接近满载状态。整体预测 8 英寸产能不会永远保持满载, 尤其是 8 英寸单一节点 (150nm/180nm) 不会永远满载。中芯国际 8 英寸产能原本利用率约为 80%, 所以目前满载状态表明新订单和急单的增加 20%+。

今年年中等到政策出尽, 大家看到国际价税政策变化后不会像现在一样拉货, 并放到目标产地。现在海运货船非常难定, 大家都在应对国际形势布局做积累备货, 大家主要在进行拉货操作, 提前准备下半年所需的货物, 大家也在赌市场机会, 如果刺激政策真的推动了 15%-20% 的增长, 大家需要有足够的库存来抓住这一机会。这两个因素叠加使得 25Q1 和 25Q2 的产能利用率较高。

关于产能利用率的拐点, 预计将在今年年中出现。届时, 随着政策的逐步落实以及国际加税政策的变化, 企业将不再急于补库存放到目标的生产地, 以避免未来运输时的额外关税。当前, 海运货船预订困难, 表明企业正在积极应对国际形势变化, 提前布局产品。目前, 企业主要在进行拉货操作, 提前准备下半年所需的货物, 以尽早满足市场需求。同时, 企业也在赌市场机会, 如果刺激政策真的推动了 15%-20% 的增长, 企业需要有足够的库存来抓住这一机会。这两个因素叠加, 使得第一季度和第二季度的产能利用率较高。

但整年大家预测没有增加这么多, 即下半年的销售拉到了上半年, 下半年的备货拉到上半年。大家在 8 月份都看到今年够了, 8 月份以后就不下单了, 去年和前年都是一样, 如 2022 年 8 月份单子突然不见了, 每年 8 月份是终端供应商反省

库存状况做 Q4 调整的时候。

Q: 年度两位数百分比的出货量增长和大个位数百分比的销售额增长，在目前的景气状况之下，这个判断有没有做调整？

A: 公司 25Q1 预计的收入同比增长超过 30%，如果当前的增长态势得以延续，预计很快会扩展至 25Q2。然而，对于下半年的情况，目前仍需更多时间来确认。尽管公司具备一些独特优势，例如能够享受产业链切换带来的红利，以及国内政府刺激政策的积极影响，公司设定的目标是确保自身增长高于同行业平均水平，但要到 5 月份才能更明确地回答这一问题。目前，公司仍不确定国际局势和政策的变化程度、客户拉货的情况能够持续时间、以及政府刺激政策的红利。例如，24Q4 某省进行的手机补贴试点，其销量确实实现了 15%至 20%的增长，需要观察全国都做补贴是否会都增加 15%-20%，要看 1-2 个月得出结论，客户也会看，他们也不会没有数据的时候不停建立库存。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	115572	96574	93873	100281	108083
现金	74922	51235	35332	32758	33319
交易性投资	3639	1824	1824	1824	1824
应收票据	522	442	564	657	736
应收款项	4807	3501	4439	5171	5792
其它应收款	448	160	204	238	266
存货	13313	19378	25921	29835	32796
其他	17922	20033	25590	29798	33350
非流动资产	189532	241889	247861	252572	256284
长期股权投资	13380	14484	14484	14484	14484
固定资产	85403	92432	98739	103750	107733
无形资产商誉	3428	3344	3010	2709	2438
其他	87321	131629	131629	131629	131629
资产总计	305104	338463	341735	352853	364367
流动负债	47855	52614	51074	55490	58831
短期借款	4519	3398	0	0	0
应付账款	4013	4940	6610	7608	8363
预收账款	14031	14692	19662	22631	24877
其他	25291	29584	24803	25251	25591
长期负债	55544	67379	67379	67379	67379
长期借款	46790	59032	59032	59032	59032
其他	8754	8347	8347	8347	8347
负债合计	103399	119993	118454	122870	126211
股本	225	226	232	232	232
资本公积金	99545	102332	101732	101732	101732
留存收益	33603	39918	43620	48211	53810
少数股东权益	68333	75994	77697	79808	82383
归属于母公司所有者权益	133372	142476	145584	150175	155774
负债及权益合计	305104	338463	341735	352853	364367

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	36591	23048	12610	17715	21850
净利润	14654	6396	5405	6702	8173
折旧摊销	14716	18516	19316	20578	21577
财务费用	1311	(520)	(3000)	(2000)	(1200)
投资收益	(832)	(250)	(3300)	(3000)	(2800)
营运资金变动	6743	(1095)	(5820)	(4571)	(3905)
其它	0	0	9	7	5
投资活动现金流	(69468)	(41701)	(21989)	(22289)	(22489)
资本支出	(42206)	(53865)	(25289)	(25289)	(25289)
其他投资	(27263)	12165	3300	3000	2800
筹资活动现金流	23269	15728	(6524)	2000	1200
借款变动	20772	9604	(8930)	0	0
普通股增加	0	1	6	0	0
资本公积增加	1684	2788	(600)	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	813	3335	3000	2000	1200
现金净增加额	(9608)	(2925)	(15903)	(2574)	561

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	49516	45250	57694	67214	75280
营业成本	30553	35346	47301	54443	59847
营业税金及附加	272	223	284	331	370
营业费用	226	254	288	336	376
管理费用	3042	3153	3866	4033	4140
研发费用	4953	4992	5192	5377	5270
财务费用	(1552)	(3774)	(3000)	(2000)	(1200)
资产减值损失	(131)	(1335)	(800)	(500)	(500)
公允价值变动收益	91	357	150	0	0
其他收益	1946	2577	3050	2700	2500
投资收益	832	250	100	300	300
营业利润	14762	6906	6263	7194	8776
营业外收入	11	12	12	10	10
营业外支出	13	77	77	20	20
利润总额	14760	6840	6198	7184	8766
所得税	106	444	793	482	593
少数股东损益	2520	1573	1703	2111	2574
归属于母公司净利润	12133	4823	3702	4591	5598

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	39%	-9%	28%	17%	12%
营业利润	27%	-53%	-9%	15%	22%
归母净利润	13%	-60%	-23%	24%	22%
获利能力					
毛利率	38.3%	21.9%	18.0%	19.0%	20.5%
净利率	24.5%	10.7%	6.4%	6.8%	7.4%
ROE	10.0%	3.5%	2.6%	3.1%	3.7%
ROIC	5.7%	1.1%	1.0%	1.7%	2.4%
偿债能力					
资产负债率	33.9%	35.5%	34.7%	34.8%	34.6%
净负债比率	18.4%	20.1%	17.3%	16.7%	16.2%
流动比率	2.4	1.8	1.8	1.8	1.8
速动比率	2.1	1.5	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
存货周转率	2.9	2.2	2.1	2.0	1.9
应收账款周转率	10.2	9.8	12.9	12.4	12.2
应付账款周转率	8.3	7.9	8.2	7.7	7.5
每股资料(元)					
EPS	1.52	0.60	0.46	0.58	0.70
每股经营净现金	4.59	2.89	1.58	2.22	2.74
每股净资产	16.72	17.86	18.25	18.82	19.52
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	68.6	172.6	224.8	181.3	148.7
PB	6.2	5.8	5.7	5.5	5.3
EV/EBITDA	4.3	5.6	5.3	4.7	4.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。