

中芯国际 (00981.HK)

一季度淡季不淡，预计营收继续环增

优于大市

核心观点

4Q24 营收续创季度新高，预计 1Q25 营收环比增长 6%-8%。公司 2024 年收入 80.3 亿美元 (YoY +27%)，毛利率为 18%。其中 4Q24 实现销售收入 22.07 亿美元 (YoY +31.5%，QoQ +1.7%)，位于指引 (QoQ 0%-2%) 中上区间，续创历史新高，晶圆收入占收入的 92.5%；毛利率 22.6% (YoY +6.2pct，QoQ +2.1pct)，超指引 (18%-20%) 上限；归母净利润为 1.08 亿美元 (YoY -38%，QoQ -28%)；折旧摊销金额为 8.49 亿美元 (YoY +21.3%，QoQ +2.2%)。得益于汽车等产业向国产链转移，及消费政策带动的消费电子、手机等客户补单、急单，公司预计 1Q25 营收环比增长 6%-8%，毛利率为 19%-21%；2025 年收入增速高于可比同业均值。

12 英寸占比提高带动 ASP 上升，预计 2025 年资本开支与 2024 年持平。公司 4Q24 付运折合 8 英寸晶圆 199.18 万片 (YoY +18.9%，QoQ -6.1%)，产能利用率为 85.5% (YoY +8.7pct，QoQ -4.9pct)。在晶圆收入中 12 英寸晶圆贡献 80.6%，8 英寸晶圆贡献 19.4%，12 英寸晶圆的占比同比环比均有所提高，带动公司折合 8 英寸晶圆平均晶圆价格提高至 1025 美元 (YoY +10%，QoQ +6%)；2024 年底公司折合 8 寸晶圆月产能较 3Q24 末增长 6.34 万片至 94.76 万片。4Q24 资本开支为 16.60 亿美元 (YoY -29.1%，QoQ +40.8%)，2024 全年资本开支为 73.3 亿美元，预计 2025 年资本开支与 2024 年大致持平。

四季度工业与汽车、互联与可穿戴收入同环比均增长，来自中国的收入占比提高。四季度晶圆营收按应用分类，除电脑与平板同比减少 18.3%外，消费电子、工业与汽车、互联与可穿戴、智能手机均同比增长，增速分别为 130.9%、41.3%、23.5%、4.9%；电脑与平板、工业与汽车、互联与可穿戴分别环比增长 16.0%、3.4%、0.8%，消费电子、智能手机分别环比减少 6.0%、3.2%。消费电子仍是最大收入来源，占比 40.2%，智能手机占比 24.2%，电脑与平板占比 19.1%，互联与可穿戴占比 8.3%，工业与汽车占比 8.2%。按地区来看，四季度收入中来自中国的占比为 89.1%，同环比均有所提高。

投资建议：看好国内晶圆代工龙头中长期发展前景，维持“优于大市”评级。

基于公司 4Q24 快报及 1Q25 指引，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 4.93/6.55/9.50 亿美元（前值 5.09/6.58/9.65 亿美元），2025 年 2 月 13 日股价对应 2024 年 2.3 倍 PB，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求放缓；扩产不及预期；国际关系紧张的风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	7,273	6,322	8,030	9,658	11,222
(+/-%)	33.6%	-13.1%	27.0%	20.3%	16.2%
净利润(百万美元)	1,818	903	493	655	950
(+/-%)	6.8%	-50.4%	-45.4%	32.9%	44.9%
每股收益(美元)	0.23	0.11	0.06	0.08	0.12
EBIT Margin	28.7%	15.5%	8.9%	10.4%	12.3%
净资产收益率 (ROE)	9.5%	4.5%	2.4%	3.1%	4.3%
市盈率 (PE)	25.8	52.1	95.8	72.1	49.7
EV/EBITDA	15.0	17.8	16.2	13.2	11.0
市净率 (PB)	2.4	2.3	2.3	2.2	2.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按年末总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

电子 · 半导体

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

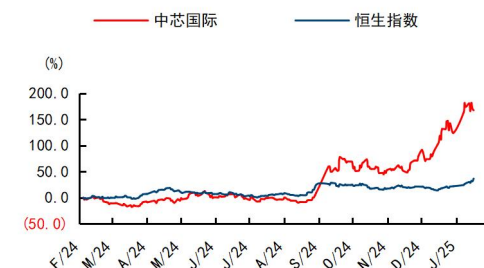
证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	45.55 港元
总市值/流通市值	363407/272838 百万港元
52 周最高价/最低价	49.60/14.02 港元
近 3 个月日均成交额	4266.74 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中芯国际 (00981.HK) - 三季度营收创新高，12 英寸占比提高》——2024-11-09
- 《中芯国际 (00981.HK) - 二季度营收和毛利率超指引上限，消费电子增长最快》——2024-08-09
- 《中芯国际 (00981.HK) - 一季度营收、毛利率超指引》——2024-05-13
- 《中芯国际 (00981.HK) - 出货量连续第三个季度回升，高资本投入将持续》——2024-02-18
- 《中芯国际 (00981.HK) - 上调全年资本开支至 75 亿美元左右》——2023-11-12

图1: 公司营业收入及增速



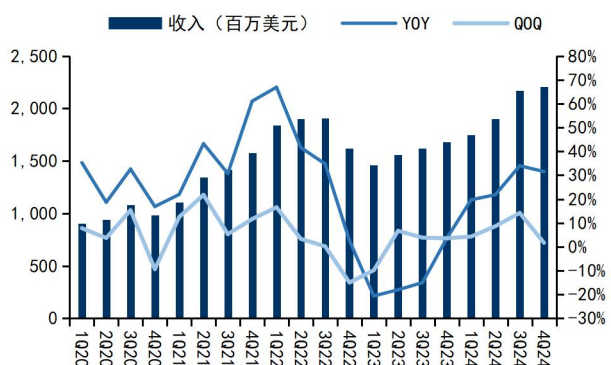
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速



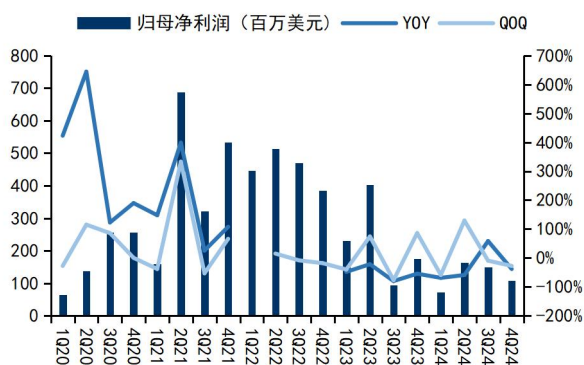
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季收入及增速



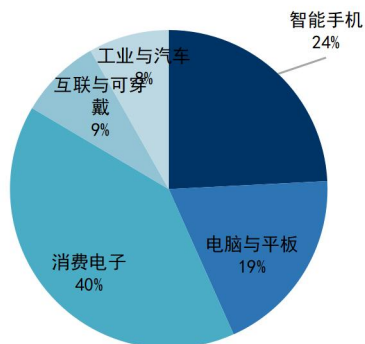
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



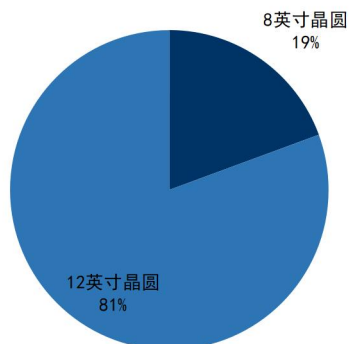
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司 4Q24 晶圆收入应用构成



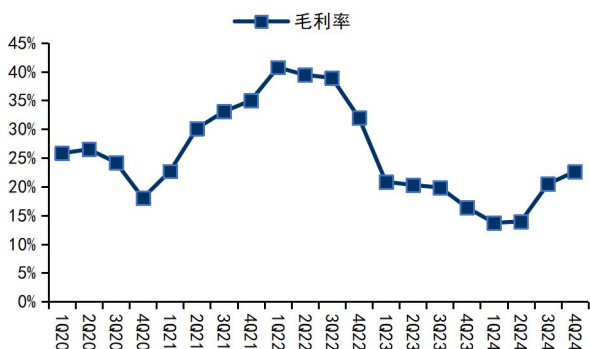
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司 4Q24 晶圆收入尺寸构成



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度毛利率



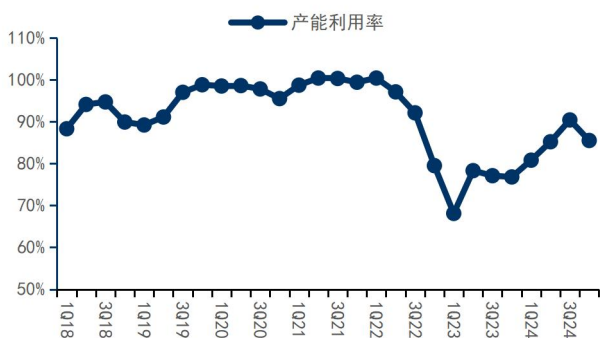
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度 ASP (折合每片八寸晶圆)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度产能利用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度晶圆付运量



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万美元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万美元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6933	6215	8214	6930	6991	营业收入	7273	6322	8030	9658	11222
应收款项	1406	717	911	1096	1273	营业成本	4512	5104	6582	7713	8745
存货净额	1911	2736	2961	3432	3827	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	6344	3967	4172	4368	4556	销售费用	34	36	42	43	48
流动资产合计	16594	13635	16258	15827	16647	管理费用	494	482	521	560	584
固定资产	18856	23945	27976	31368	33864	研发费用	733	707	787	850	954
无形资产及其他	151	91	83	75	67	财务费用	126	209	149	142	142
其他长期资产	6286	8071	4000	4405	4762	投资收益	122	29	29	29	29
长期股权投资	1921	2045	1245	283	(835)	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	43808	47787	49563	51958	54505	其他	339	546	750	613	613
短期借款及交易性金融负债	1268	1216	1170	1218	1202	营业利润	1836	358	728	991	1391
应付款项	2343	711	956	1108	1235	营业外净收支	348	402	658	658	658
其他流动负债	3414	5674	7253	8315	9192	利润总额	2214	1187	860	1143	1521
流动负债合计	7025	7602	9380	10641	11630	所得税费用	16	63	130	173	152
长期借款及应付债券	7317	8934	8034	8034	8034	少数股东损益	380	222	237	315	420
其他长期负债	505	406	542	705	894	归属于母公司净利润	1818	903	493	655	950
长期负债合计	7821	9340	8576	8738	8928	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	14846	16942	17955	19380	20557	净利润	2198	1125	730	971	1369
少数股东权益	9811	10730	10967	11282	11702	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	19150	20116	20641	21296	22246	折旧摊销	2271	2667	3307	3916	4512
负债和股东权益总计	43808	47787	49563	51958	54505	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	126	209	149	142	142

关键财务与估值指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	0.23	0.11	0.06	0.08	0.12	其它	1728	808	(149)	(142)	(142)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	5348	3358	9443	5006	5959
每股净资产	2.42	2.53	2.59	2.67	2.79	资本开支	(6261)	(7633)	(7330)	(7300)	(7000)
ROIC	8%	2%	2%	3%	4%	其它投资现金流	(4131)	1426	800	962	1118
ROE	9%	4%	2%	3%	4%	投资活动现金流	(10392)	(6208)	(6530)	(6338)	(5882)
毛利率	38%	19%	18%	20%	22%	权益性融资	0	0	32	0	0
EBIT Margin	29%	15%	9%	10%	12%	负债净变化	1781	1617	(900)	0	0
EBITDA Margin	60%	58%	50%	51%	52%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	34%	-13%	27%	20%	16%	其它融资现金流	1833	849	(46)	48	(17)
净利润增长率	7%	-50%	-45%	33%	45%	融资活动现金流	3614	2466	(914)	48	(17)
资产负债率	56%	58%	58%	59%	59%	现金净变动	(1649)	(718)	1999	(1284)	61
息率	0%	0%	0%	0%	0%	货币资金的期初余额	8582	6933	6215	8214	6930
P/E	25.77	52.13	95.76	72.07	49.73	货币资金的期末余额	6933	6215	8214	6930	6991
P/B	2.45	2.34	2.29	2.22	2.12	企业自由现金流	0	(5491)	1987	(2414)	(1169)
EV/EBITDA	14.91	17.83	16.18	13.22	11.03	权益自由现金流	0	(2525)	1129	(2262)	(1094)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032