

中芯国际 (688981)

2023 年报点评: 静待需求回暖, 24 年收入指引个位数增长

买入 (维持)

2024 年 04 月 01 日

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 鲍娴颖

执业证书: S0600521080008

baoxy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	49,516	45,250	49,543	58,478	65,213
同比	38.97%	-8.61%	9.49%	18.03%	11.52%
归母净利润 (百万元)	12,133	4,823	3,804	4,889	6,408
同比	13.04%	-60.25%	-21.12%	28.52%	31.06%
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.53	0.61	0.48	0.62	0.81
P/E (现价&最新摊薄)	28.60	71.96	91.23	70.98	54.16

投资要点

- 2023 年产能利用率下行, 投入期折旧有所增加:** 公司公布 2023 年年报, 全年实现收入 452.5 亿元, 同比减少 8.6%; 其中, 晶圆代工业务营收为 408.7 亿元, 同比减少 9.8%; 实现归母净利润 48.2 亿元, 同比下滑 60.3%; 毛利率 21.9%, 销售净利率 14.1%, 同比下降 16.4pct 及 15.5pct。晶圆收入按尺寸分, 八英寸和十二英寸收入占比为 26% 和 74%; 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、工业与汽车分别占 27%, 27%, 25%, 12% 和 10%。业绩同比下滑主要原因系过去一年半半导体行业处于周期底部, 市场需求较弱, 行业库存较高且同业竞争激烈, 导致公司产能利用率下降、晶圆销售数量减少及产品组合变动所致。2023 年公司销售晶圆的数量 (8 英寸晶圆约当量) 586.7 万片, 同比下滑 17.4%。此外, 集团处于高投入期, 折旧有所增加。
- 产能建设有序推进, 2024 年指引中个位数增长:** 截止 23 年底, 公司折合 8 英寸月产能达到 80.6 万片。公司计划在 2024 年继续推进近几年来已宣布的 12 英寸工厂和产能建设计划, 预计资本开支与上一年相比大致持平。公司给出的 2024 年指引是销售收入增幅不低于可比同业的平均值, 同比中个位数增长; 公司给出的 24Q1 指引是: 销售收入环比持平到增长 2%, 毛利率在 9% 到 11% 之间。一季度毛利率下降主要是因为产品价格和产品组合变动, 以及中芯京城进入折旧期。
- 下游需求渐次回暖, 看好长期发展:** 伴随着家居、教育、科研、商业、工业、交通、医疗等各领域应用设备智能化需求的上升趋势, 市场活力逐渐恢复, 终端市场规模获得持续改善, 产业链各个环节有望逐级回暖。晶圆代工作为产业链前端的关键行业, 产能利用率有望逐步恢复, 实现持续稳健的中长期成长。中芯国际作为国内唯一先进制程晶圆厂, 完美契合需求复苏+技术创新 (AI 带来高制程增量需求, 国产唯一工艺节点触及 7nm~14nm 先进制程)+国产替代 (材料设备国产化) 三要素, 随着后续需求企稳回暖叠加公司产能扩产节奏稳步推进, 业绩有望逐步释放。
- 盈利预测与投资评级:** 鉴于公司对 24Q1 毛利率指引 9%-11%, 我们下调对公司 24-25 年盈利预测, 预计公司 2024-2026 年营业收入为 495.4/584.8/652.1 亿元 (24-25 年前次预测值 524.8/632.1 亿元), 归母净利润为 38.0/48.9/64.1 亿元 (24-25 年前次预测值 88.0/120.7 亿元), 对应 P/E 为 91.23/70.98/54.16 倍, 对应 P/B 为 2.39/2.32/2.22 倍, 当前行业处于周期底部, 公司估值远低于 A 股历史高点 6 倍 PB 及港股高点 3 倍 PB, 受益于需求复苏+技术创新+国产替代三要素, 以及政策支持估值提升, 我们维持公司“买入”评级。
- 风险提示:** 1) 半导体行业周期扰动; 2) 行业竞争加剧; 3) 技术升级风险; 4) 新品量产风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	43.66
一年最低/最高价	40.32/66.50
市净率(倍)	2.44
流通 A 股市值(百万元)	86,167.78
总市值(百万元)	347,041.23

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.93
资产负债率(% ,LF)	35.45
总股本(百万股)	7,948.72
流通 A 股(百万股)	1,973.61

相关研究

- 《中芯国际(688981): 2023 年中报点评: 产能利用率回升, 业绩有序回暖》
2023-08-19
- 《中芯国际(688981): 2023 年一季报点评: 收入略优于指引, 毛利率处于指引上部》
2023-05-13

中芯国际三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	96,574	97,368	107,895	123,611	营业总收入	45,250	49,543	58,478	65,213
货币资金及交易性金融资产	52,756	50,596	56,902	69,824	营业成本(含金融类)	35,346	42,387	47,911	51,084
经营性应收款项	4,696	5,315	6,242	6,925	税金及附加	223	248	351	522
存货	19,378	21,193	23,956	25,542	销售费用	254	248	351	522
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,153	3,418	4,678	5,869
其他流动资产	19,745	20,264	20,796	21,320	研发费用	4,992	4,954	6,140	6,847
非流动资产	241,889	271,090	294,389	311,908	财务费用	(3,774)	(3,625)	(3,860)	(4,109)
长期股权投资	14,484	15,684	16,884	18,084	加:其他收益	2,577	2,477	2,924	3,261
固定资产及使用权资产	92,842	126,048	151,673	170,342	投资净收益	250	297	351	391
在建工程	77,003	71,402	67,482	64,737	公允价值变动	357	100	100	100
无形资产	3,344	3,639	3,934	4,229	减值损失	(1,334)	(15)	(15)	(15)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	6,906	4,773	6,266	8,216
其他非流动资产	54,216	54,316	54,416	54,516	营业外净收支	(65)	10	10	10
资产总计	338,463	368,458	402,284	435,519	利润总额	6,840	4,783	6,276	8,226
流动负债	52,614	59,207	66,972	72,292	减:所得税	444	143	314	411
短期借款及一年内到期的非流动负债	8,930	9,430	9,930	10,430	净利润	6,396	4,639	5,962	7,814
经营性应付款项	4,951	5,397	6,106	6,516	减:少数股东损益	1,573	835	1,073	1,407
合同负债	14,681	15,854	18,713	20,868	归属母公司净利润	4,823	3,804	4,889	6,408
其他流动负债	24,051	28,526	32,223	34,478	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.61	0.48	0.62	0.81
非流动负债	67,379	87,479	107,579	127,679	EBIT	2,526	1,158	2,416	4,116
长期借款	59,032	79,032	99,032	119,032	EBITDA	21,386	29,042	36,202	43,682
应付债券	4,243	4,343	4,443	4,543	毛利率(%)	21.89	14.44	18.07	21.67
租赁负债	186	186	186	186	归母净利率(%)	10.66	7.68	8.36	9.83
其他非流动负债	3,918	3,918	3,918	3,918	收入增长率(%)	(8.61)	9.49	18.03	11.52
负债合计	119,993	146,687	174,551	199,972	归母净利润增长率(%)	(60.25)	(21.12)	28.52	31.06
归属母公司股东权益	142,476	144,941	149,831	156,239					
少数股东权益	75,994	76,829	77,903	79,309					
所有者权益合计	218,470	221,771	227,733	235,548					
负债和股东权益	338,463	368,458	402,284	435,519					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	23,048	36,470	43,954	50,941	每股净资产(元)	17.93	18.23	18.85	19.66
投资活动现金流	(41,701)	(57,693)	(57,439)	(56,799)	最新发行在外股份(百万股)	7,949	7,949	7,949	7,949
筹资活动现金流	15,728	19,402	18,991	18,580	ROIC(%)	0.85	0.37	0.70	1.10
现金净增加额	(4,263)	(3,159)	5,506	12,722	ROE-摊薄(%)	3.39	2.62	3.26	4.10
折旧和摊销	18,860	27,885	33,785	39,566	资产负债率(%)	35.45	39.81	43.39	45.92
资本开支	(53,828)	(55,790)	(55,790)	(55,790)	P/E(现价&最新股本摊薄)	71.96	91.23	70.98	54.16
营运资本变动	(2,424)	2,840	2,743	1,726	P/B(现价)	2.44	2.39	2.32	2.22

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>