

➤ **事件：**2024 年 2 月 7 日，公司发布 2023 年第四季度业绩快报。公司预计 23Q4 营业收入为 16.78 亿美元，环比增长 3.6%；毛利率为 16.4%，环比下降 3.4pcts；归母净利润为 1.75 亿美元，环比增长 86.2%。

➤ **需求疲软复苏缓慢，折旧增加拖累业绩。**公司预计 2023 年全年实现营业收入 63.22 亿美元，同比下降 13.1%；实现归母净利润 9.03 亿美元，同比下降 50.3%；实现毛利率 19.3%，同比下降 18.7pcts。2023 年归母净利润较 2022 年预计大幅度下降的主要原因是过去一年半导体行业处于周期底部，全球市场需求疲软，行业库存较高且同业竞争激烈。受此影响，集团平均产能利用率降低，晶圆销售数量减少，产品组合变动。并且集团处于高投入期，折旧较 2022 年增加。

➤ **手机业务增长显著，成熟制程持续扩产。**营收方面，分区域看，23Q4 中国、美国和欧亚区营收占比预计分别为 80.8%/15.7%/3.5%；分应用看，23Q4 智能手机、电脑与平板、消费电子、互联与可穿戴、工业与汽车占比预计分别为 30.2%/30.6%/22.8%/8.8%/7.6%。其中智能手机占比增长速度较快，由 23Q1 的 23.5% 增长到 23Q4 的 30.2%，应用在手机终端的图像传感器和显示驱动芯片表现亮眼。产能方面，中芯国际持续扩产，在上海、北京、天津、深圳建有三座 8 寸晶圆厂和四座 12 寸晶圆厂，在上海、北京、天津各有一座 12 寸晶圆厂处于建设中。在未来五到七年内，中芯国际四个扩产新项目完成后将新增 34 万片/月的 12 英寸晶圆产能。2023 年全年公司资本开支为 74.7 亿美元，2023 年第四季度折合 8 英寸月产能达到 80.55 万片，产能利用率达到 76.8%。

➤ **24Q1 环比持续增长，稼动率渐次复苏等待回暖。**根据 Gartner 预测，半导体市场短期内仍处低迷，2023 年该市场预计将下降 10.9%，达到 5340 亿美元。但长期来看，半导体行业景气度将逐步复苏，2024 年全球半导体收入预计将增长 16.8%，达到 6240 亿美元。公司预计 2024 年一季度销售收入预计环比持平到增长 2%，毛利率预计在 9% 到 11% 之间。在外部环境无重大变化的前提下，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，同比中位数增长。

➤ **投资建议：**考虑到中芯国际作为国内晶圆代工行业的龙头公司，随着下游行业需求逐渐复苏，公司产能利用率即将触底回升，预计公司 23-25 年营收分别为 452.50/522.59/623.54 亿元，归母净利润分别为 48.23/60.33/74.45 亿元，所对应 PE 估值分别为 72/58/47 倍，PB 估值分别为 2.5/2.4/2.3 倍。我们看好公司长期的发展，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**研发与技术升级迭代风险；海外局势波动可能影响产业链；下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	49,516	45,250	52,259	62,354
增长率 (%)	39.0	-8.6	15.5	19.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	12,133	4,823	6,033	7,445
增长率 (%)	13.0	-60.2	25.1	23.4
每股收益 (元)	1.53	0.61	0.76	0.94
PE	29	72	58	47
PB	2.6	2.5	2.4	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 2 月 8 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
44.00 元


分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师 李萌

执业证书：S0100522080001

邮箱：limeng@mszq.com

相关研究

1. 中芯国际 (688981.SH) 深度报告：国产替代中军，先进工艺之光-2024/02/03

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	49,516	45,250	52,259	62,354
营业成本	30,553	33,882	38,045	44,770
营业税金及附加	272	226	314	312
销售费用	226	272	366	436
管理费用	3,042	2,851	3,345	4,053
研发费用	4,953	5,068	5,905	7,108
EBIT	11,976	4,811	6,276	8,110
财务费用	-1,552	-2,897	-2,349	-2,135
资产减值损失	-438	-1,128	-481	-500
投资收益	832	226	261	312
营业利润	14,762	6,806	8,406	10,057
营业外收支	-2	7	7	10
利润总额	14,760	6,813	8,413	10,067
所得税	106	484	454	423
净利润	14,654	6,330	7,959	9,644
归属于母公司净利润	12,133	4,823	6,033	7,445
EBITDA	27,363	22,052	26,868	33,277

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	74,922	52,403	50,148	29,318
应收账款及票据	5,329	4,839	5,589	6,667
预付款项	720	813	913	1,074
存货	13,313	19,758	16,092	20,352
其他流动资产	21,289	22,696	8,221	8,304
流动资产合计	115,572	100,511	80,963	65,714
长期股权投资	13,380	13,606	13,867	14,179
固定资产	85,403	106,660	125,724	149,622
无形资产	3,428	3,428	3,413	3,398
非流动资产合计	189,532	227,102	252,269	281,763
资产合计	305,104	327,613	333,232	347,477
短期借款	4,519	9,086	9,086	9,086
应付账款及票据	4,013	4,456	5,003	5,888
其他流动负债	39,322	45,909	42,542	46,460
流动负债合计	47,855	59,452	56,631	61,434
长期借款	46,790	48,214	48,214	48,214
其他长期负债	8,754	8,561	9,042	8,840
非流动负债合计	55,544	56,776	57,257	57,055
负债合计	103,399	116,228	113,888	118,489
股本	225	225	225	225
少数股东权益	68,333	69,839	71,765	73,964
股东权益合计	201,705	211,385	219,344	228,988
负债和股东权益合计	305,104	327,613	333,232	347,477

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	38.97	-8.61	15.49	19.32
EBIT 增长率	65.97	-59.82	30.45	29.22
净利润增长率	13.04	-60.25	25.08	23.41
盈利能力 (%)				
毛利率	38.30	25.12	27.20	28.20
净利润率	24.50	10.66	11.54	11.94
总资产收益率 ROA	3.98	1.47	1.81	2.14
净资产收益率 ROE	9.10	3.41	4.09	4.80
偿债能力				
流动比率	2.42	1.69	1.43	1.07
速动比率	1.76	1.03	1.06	0.65
现金比率	1.57	0.88	0.89	0.48
资产负债率 (%)	33.89	35.48	34.18	34.10
经营效率				
应收账款周转天数	35.43	35.00	35.00	35.00
存货周转天数	159.04	225.00	159.00	170.00
总资产周转率	0.19	0.14	0.16	0.18
每股指标 (元)				
每股收益	1.53	0.61	0.76	0.94
每股净资产	16.78	17.81	18.57	19.51
每股经营现金流	4.60	2.78	4.58	4.39
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	29	72	58	47
PB	2.6	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	13.34	16.56	13.59	10.97
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	14,654	6,330	7,959	9,644
折旧和摊销	15,388	17,241	20,592	25,166
营运资金变动	6,031	-3,516	6,435	-1,275
经营活动现金流	36,591	22,086	36,359	34,882
资本开支	-41,724	-43,020	-44,644	-53,973
投资	-29,554	0	0	0
投资活动现金流	-69,468	-54,147	-30,111	-53,973
股权募资	8,110	0	0	0
债务募资	16,526	8,199	-6,972	0
筹资活动现金流	23,269	9,543	-8,503	-1,739
现金净流量	-6,361	-22,519	-2,255	-20,830

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026