

2023年04月02日

中芯国际（688981.SH）

公司快报

区域化趋势下，本土代工龙头逆周期稳健扩产

投资要点

公司发布 2022 年年度报告及 2023 年战略规划，预计 2023 年公司营收同比下降低十位数，毛利率约为 20%，资本开支基本与 2022 年持平，到年底月产能增量与 2022 年增量接近。2022 年公司实现营业收入 495.16 亿元，同比增长 39.0%；归母净利润 121.33 亿元，同比增长 13.0%；扣非归母净利润 97.64 亿元，同比增长 83.4%；资产总额达 3051 亿元，同比增长 33%。2022 年 Q4 实现营收 117.53 亿元，同比增长 14.55%，环比减少 10.77%；归母净利润 27.44 亿元，同比减少 19.66%，环比减少 12.56%；扣非归母净利润 17.94 亿元，同比增长 12.54%，环比减少 35.93%。

◆ 半导体呈现区域化趋势，若市场回暖特殊存储/CIS/MCU 等大宗品或率先新增订单

近年来半导体产业呈现区域化趋势，2022 年公司实现年度最优业绩，营收连续两年增幅超三成，2022 年全年交付晶圆 709.8 万片（约当 8 英寸）；ASP 为 6381 元，同比增长 33.97%。毛利率为 38.3%，同比增长 9.0pct，盈利能力明显提升。2022 年智能手机等消费领域的整体需求收缩，公司智能手机占比下滑明显，同比减少 5.2pct，消费电子占比下降 0.5pct；智能家居占比有所上升，同比增长 1.3pct。2022 年 12 英寸晶圆占比同比增长 3.1pct。公司认为当前半导体行业依然处于周期底部，但也看到客户信心有些许提升，依据 2023 年 2 月投资者活动纪要，消费行业库存或许半年内消化完成，全年看当经济复苏市场回暖时，公司预计很多新订单可能来自像特殊存储、MCU、CIS、ISP、LCD Driver 等大宗产品。

◆ 持续加码研发投入，多个技术平台成功研发

公司注重研发投入，2022 年研发费用达 49.53 亿元，同比增长 20.2%；研发团队扩充至 2326 人，同比增长 32.31%。公司具备可应用于逻辑工艺技术平台与特色工艺技术平台的 0.35μm 至 FinFET 多种技术节点。2022 年研发成果显著：28nm 高压显示驱动工艺平台、55nmBCD 平台第一阶段、90nmBCD 工艺平台和 0.11μm 硅基 OLED 工艺平台均已完成研发，进入小批量试产。

◆ 逆周期投资，保证一定毛利率水平稳健扩产

公司积极扩充产能，加快推进新厂建设，2022 年资本开支大幅上调至 432.4 亿元。2023 年资本支出预计维持同样水平。2022 年新产能逐步释放的同时产能利用率保持高位达到 92%。四个成熟 12 英寸新厂项目建设稳步进行，其中中芯深圳已经投产，中芯京城进入试产阶段，中芯临港主体结构完成封顶，中芯西青开始土建。随着下游国产厂商愈发看重供应链的安全稳定，公司产能利用率有望维持在相对较高的水平。在持续投入过程中，毛利率由于高折旧产生压力，但公司会保证一定毛利率水平下把握产能扩产节奏。

◆ **投资建议：**我们公司预测 2023 年至 2025 年营业收入分别为 444.47/520.34/586.64 亿元，增速分别为 -10.2%/17.1%/12.7%；归母净利润分别为 56.93/87.58/109.34 亿元，增速分别为 -53.1%/53.8%/24.8%；对应 PE 分别为 69.7/45.3/36.3 倍。公司作为国产代工龙头，技术业内领先，产能持续扩张，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资评级

买入-A(首次)

股价(2023-03-31)

50.11 元

交易数据

总市值（百万元）	396,776.10
流通市值（百万元）	98,085.45
总股本（百万股）	7,918.10
流通股本（百万股）	1,957.40
12 个月价格区间	51.66/37.47

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	20.11	17.17	14.89
绝对收益	18.27	21.8	9.63

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号：S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsec.cn

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号：S0910523020005
 wanghaiwei@huajinsec.cn

相关报告



◆ **风险提示：**下游市场需求不及预期、新厂产能释放不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	35,631	49,516	44,447	52,034	58,664
YoY(%)	29.7	39.0	-10.2	17.1	12.7
净利润(百万元)	10,733	12,133	5,693	8,758	10,934
YoY(%)	147.7	13.0	-53.1	53.8	24.8
毛利率(%)	29.3	38.3	20.9	25.7	28.8
EPS(摊薄/元)	1.36	1.53	0.72	1.11	1.38
ROE(%)	6.9	7.3	2.9	4.2	4.9
P/E(倍)	36.9	32.7	69.7	45.3	36.3
P/B(倍)	3.6	3.0	2.9	2.7	2.5
净利率(%)	30.1	24.5	12.8	16.8	18.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	96898	115572	89562	78659	64825
现金	79875	74922	48819	33866	18582
应收票据及应收账款	4425	5329	5129	6434	6899
预付账款	276	720	627	674	793
存货	7601	13313	13715	16246	17147
其他流动资产	4721	21289	21273	21439	21404
非流动资产	133035	189532	215675	238149	262980
长期投资	11950	13380	13580	13780	14180
固定资产	65366	85403	100520	115965	128903
无形资产	2877	3428	3370	3413	3477
其他非流动资产	52841	87321	98205	104991	116421
资产总计	229933	305104	305237	316807	327805
流动负债	27063	47855	49850	55183	58215
短期借款	1082	4519	5619	6628	7319
应付票据及应付账款	3337	4013	4771	5604	5831
其他流动负债	22643	39322	39459	42950	45064
非流动负债	40895	55544	47753	44961	41770
长期借款	35246	50958	43166	40375	37183
其他非流动负债	5649	4587	4587	4587	4587
负债合计	67958	103399	97602	100144	99985
少数股东权益	52776	68333	68570	68841	69064
股本	224	225	225	225	225
资本公积	97861	99545	99545	99545	99545
留存收益	18794	30927	36857	45886	57043
归属母公司股东权益	109199	133372	139065	147822	158756
负债和股东权益	229933	305104	305237	316807	327805

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	20845	36591	26908	47508	68097
净利润	11203	14654	5930	9029	11157
折旧摊销	11446	14716	29376	43276	61177
财务费用	-721	-1552	-1484	-888	-54
投资损失	-2927	-832	-1664	-2039	-2488
营运资金变动	3486	6607	-5226	-1724	-1509
其他经营现金流	-1642	2999	-24	-145	-186
投资活动现金流	-43229	-69468	-53831	-63566	-83335
筹资活动现金流	14294	23269	820	1105	-46

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	1.36	1.53	0.72	1.11	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	2.63	4.62	3.40	6.00	8.61
每股净资产(最新摊薄)	13.80	16.85	17.57	18.68	20.06

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	35631	49516	44447	52034	58664
营业成本	25189	30553	35136	38649	41741
营业税金及附加	116	272	0	0	0
营业费用	176	226	222	260	286
管理费用	1644	3042	1778	2081	2640
研发费用	4121	4953	4222	4943	5456
财务费用	-721	-1552	-1484	-888	-54
资产减值损失	390	-442	-222	-52	0
公允价值变动收益	508	91	123	145	186
投资净收益	2927	832	1664	2039	2488
营业利润	11645	14762	6137	9120	11270
营业外收入	4	11	0	0	0
营业外支出	55	13	0	0	0
利润总额	11594	14760	6137	9120	11270
所得税	391	106	207	91	113
税后利润	11203	14654	5930	9029	11157
少数股东损益	469	2520	237	271	223
归属母公司净利润	10733	12133	5693	8758	10934
EBITDA	22618	30108	35185	52549	72979

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	29.7	39.0	-10.2	17.1	12.7
营业利润(%)	158.9	26.8	-58.4	48.6	23.6
归属于母公司净利润(%)	147.7	13.0	-53.1	53.8	24.8
获利能力					
毛利率(%)	29.3	38.3	20.9	25.7	28.8
净利率(%)	30.1	24.5	12.8	16.8	18.6
ROE(%)	6.9	7.3	2.9	4.2	4.9
ROIC(%)	7.1	7.9	2.8	4.4	5.3
偿债能力					
资产负债率(%)	29.6	33.9	32.0	31.6	30.5
流动比率	3.6	2.4	1.8	1.4	1.1
速动比率	3.2	1.7	1.1	0.8	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
应收账款周转率	9.7	10.2	8.5	9.0	8.8
应付账款周转率	7.9	8.3	8.0	7.5	7.3
估值比率					
P/E	36.9	32.7	69.7	45.3	36.3
P/B	3.6	3.0	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	1.2	2.1	2.5	2.0	1.6

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、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