

中芯国际 (688981.SH)

增持 (维持)

23Q1 收入超指引上限, 指引 23Q2 稼动率和收入均环比回升

TMT 及中小盘/电子
当前股价: 52.96 元

中芯国际发布 2023 一季报, 23Q1 营收 14.6 亿美元, 同比-20.6%/环比-9.8%; 毛利率 20.8%, 同比-20pcts/环比-11.2pcts。点评如下:

基础数据

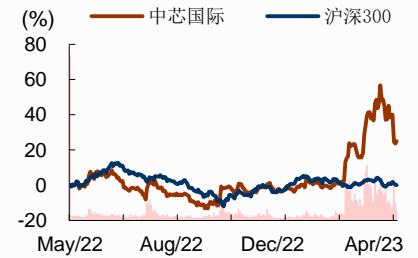
□ 23Q1 营收超指引上限, 产能利用率环比下滑。23Q1 营收 14.6 亿美元, 同比-20.6%/环比-9.8%, 超指引上限 (此前预计 Q1 收入环比下滑 10-12%); 毛利率 20.8%, 同比-20pcts/环比-11.2pcts, 位于指引上限 (19-21%)。23Q1 折合 8 寸产能为 73.2 万片/月, 环比增加 1.8 万片/月; 产能利用率为 68.1%, 环比-11.4pcts, 但 40 和 28nm 节点已恢复满载状态; 折合 8 寸晶圆出货量为 125.2 万片, 环比-20.5%; 折合 8 寸晶圆 ASP 为 1074 美元, 环比+14.6%, ASP 环比上升主要系中芯国际没有采用降价策略, 因此部分低端产品订单减少, 产品结构有变化。

| | |
|-------------|--------------|
| 总股本 (万股) | 792414 |
| 已上市流通股 (万股) | 195740 |
| 总市值 (亿元) | 4197 |
| 流通市值 (亿元) | 1037 |
| 每股净资产 (MRQ) | 16.9 |
| ROE (TTM) | 8.1 |
| 资产负债率 | 34.3% |
| 主要股东 | 国家集成电路产业投资基金 |
| 主要股东持股比例 | 1.72% |

□ 23Q1 各地区收入均环比下滑, 智能手机收入环比下滑较多。1) 按地区来看: 23Q1 中国地区收入 11.2 亿美元, 环比-1.5%, 占比 75.5%; 美国区和欧亚区收入分别环比下滑 30.2%和 21%; 2) 按晶圆尺寸来看: 23Q1 8 寸收入 3.8 亿美元, 环比-28%; 12 寸收入 9.7 亿美元, 环比+2%; 3) 按下游来看: 23Q1 智能手机收入 3.16 亿美元, 环比-25%; 物联网和消费电子分别收入 2.23 和 3.6 亿美元, 均环比持平。

股价表现

| | | | |
|------|-----|----|-----|
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | -12 | 31 | 30 |
| 相对表现 | -9 | 26 | 29 |



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 指引 23Q2 产能利用率和收入环比均上升, 全年收入预计同比下滑低十位数。1) 23Q2 指引: 预计产能利用率和出货量均环比上升, 收入预计环比+5-7%。由于需求上升, 部分低价订单回流, 因此 23Q2 晶圆 ASP 受产品组合变动影响将环比下滑; 毛利率预计为 19-21%。公司感受到中国客户信心回升, 部分标准产品需求触底, 高压驱动、摄像头芯片和专用存储器出现向好的变化; 2) 全年指引: 考虑到 23H2 需求复苏幅度尚不明朗, 因此维持全年指引, 收入预计同比降幅为低十位数, 毛利率为 20%左右。

相关报告

□ 指引 2023 年 Capex 同比持平, 中芯京城线预计 2023 下半年量产。23Q1 资本支出为 12.6 亿美元, 折旧为 6.3 亿美元, 指引 2023 全年资本开支同比持平约为 64 亿美元, 下半年设备交付会增多。目前中芯深圳进入量产, 中芯京城预计 23H2 量产, 中芯东方预计年底通线, 中芯西青尚在建设中。

1、《中芯国际 (688981): 22Q4 产能利用率环比下滑, 指引 2023 全年 Capex 同比持平》2023-02-10

2、《中芯国际 (688981) —22Q3 产能利用率环比下滑, 上修 2022 全年资本支出》2022-11-11

3、《中芯国际 (688981) —22Q2 整体表现符合预期, 22H2 景气下行或将影响产能利用率》2022-08-13

4、《中芯国际 (688981) —22Q1 业绩符合预期, 看好全年营收增速超行业平均》2022-05-15

□ 投资建议。行业景气度仍处于低位, 公司 23Q1 稼动率环比下滑较为明显, 但长期依旧持续扩张成熟制程产能。根据公司 2022 全年及未来收入和毛利率指引, 我们预计公司 2023/2024/2025 年营收为 440.7/506.8/582.8 亿元, 预计归母净利润为 57.2/67.5/87.2 亿元, 维持“增持”评级。

□ 风险提示: 产能过剩的风险, 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, 行业景气下滑的风险。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 35631 | 49516 | 44069 | 50680 | 58282 |
| 同比增长 | 30% | 39% | -11% | 15% | 15% |
| 营业利润(百万元) | 11645 | 14762 | 7113 | 8392 | 10848 |
| 同比增长 | 159% | 27% | -52% | 18% | 29% |
| 归母净利润(百万元) | 10733 | 12133 | 5720 | 6745 | 8715 |
| 同比增长 | 148% | 13% | -53% | 18% | 29% |
| 每股收益(元) | 1.35 | 1.53 | 0.72 | 0.85 | 1.10 |
| PE | 39.1 | 34.6 | 73.4 | 62.2 | 48.2 |
| PB | 3.8 | 3.1 | 3.0 | 2.9 | 2.7 |

资料来源: 公司数据、招商证券

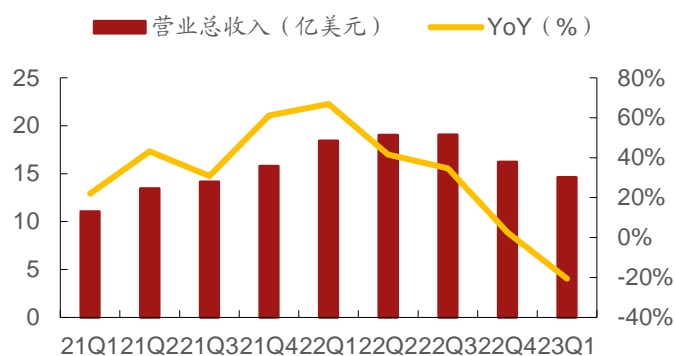
鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

曹辉 S1090521060001

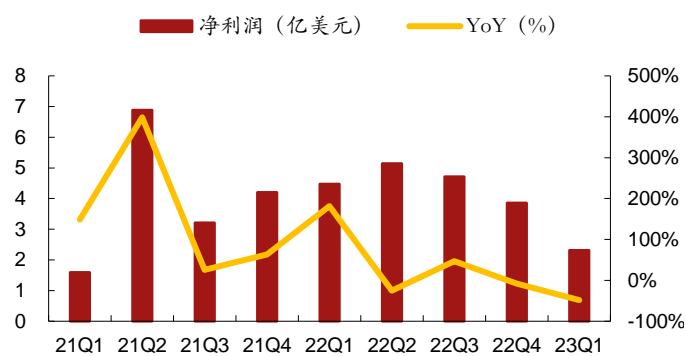
caohui@cmschina.com.cn

图 1: 分季度营收及 YoY (亿美元)



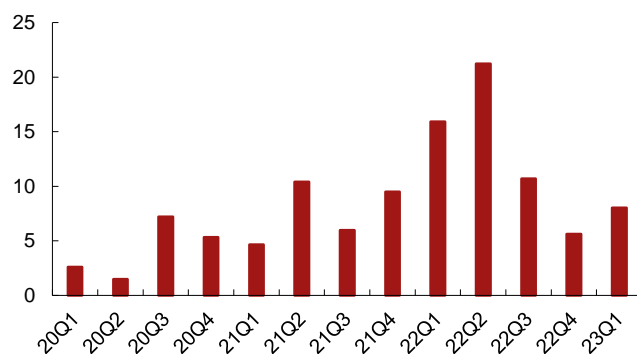
资料来源: 中芯国际, 招商证券

图 2: 分季度净利润及 YoY (亿美元)



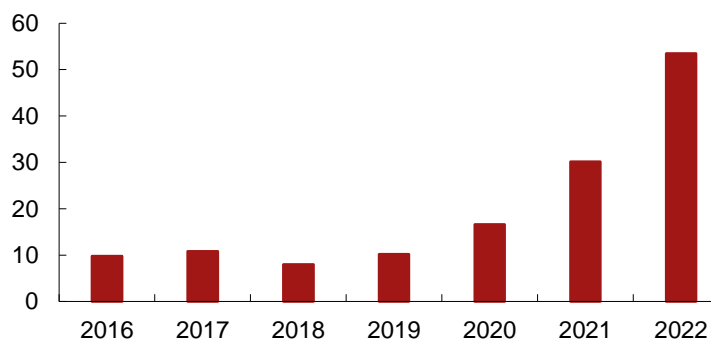
资料来源: 中芯国际, 招商证券

图 3: 分季度经营性现金流 (亿美元)



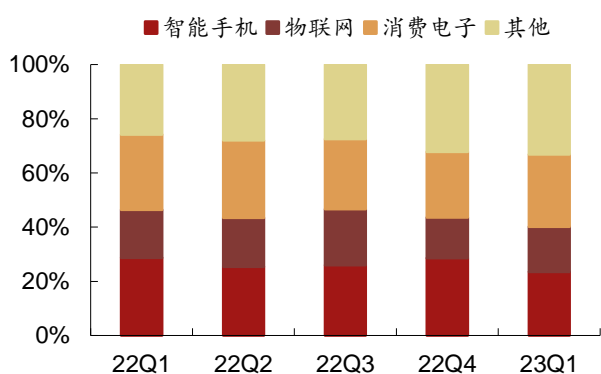
资料来源: 中芯国际, 招商证券

图 4: 分年度经营性现金流 (亿美元)



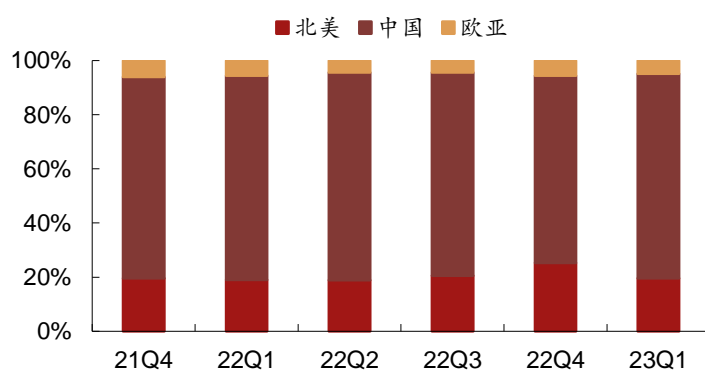
资料来源: 中芯国际, 招商证券

图 5: 按应用领域晶圆营收拆分



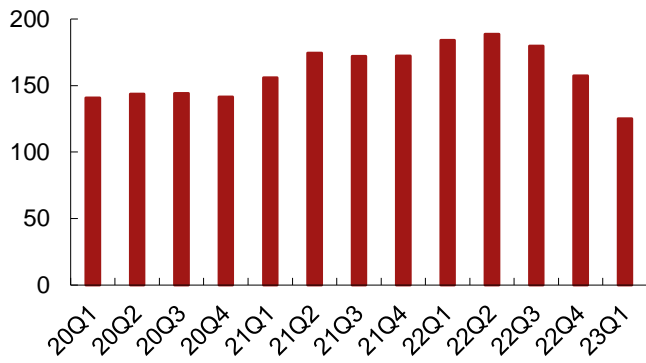
资料来源: 中芯国际, 招商证券

图 6: 按地域营收拆分



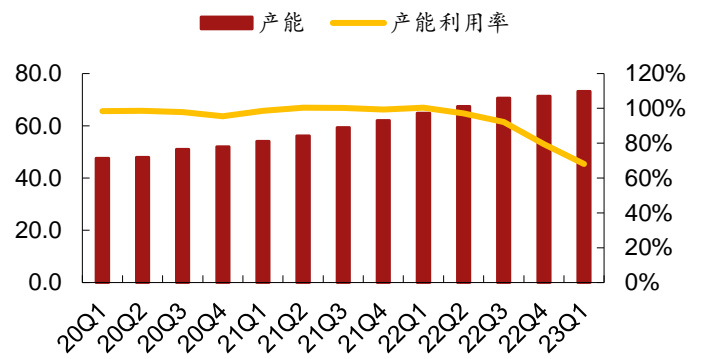
资料来源: 中芯国际, 招商证券

图 7: 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 8: 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 2023Q1 业绩说明会纪要全文)

附录：中芯国际 2023Q1 业绩说明会纪要

时间：2023 年 5 月 12 日

出席：董事长 高永岗
联席首席执行官 赵海军
资深副总裁 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

2023Q1:

23Q1 营收 14.6 亿美元，同比-20.6%/环比-9.8%，超指引上限（此前预计 Q1 收入环比下滑 10-12%）；毛利率 20.8%，同比-20pcts/环比-11.2pcts，位于指引上限（19-21%）。

未来指引：

1) 23Q2 指引：预计产能利用率和出货量均环比上升，收入预计环比+5-7%，晶圆 ASP 受产品组合变动影响将环比下滑；毛利率预计为 19-21%；2) 全年指引：考虑到 23H2 需求复苏幅度尚不明朗，因此维持全年指引，收入预计同比降幅为低十位数，毛利率为 20%左右。

市场运营及各工艺平台情况

Q1 集成电路产业整体尚处于底部，正如我们 2 月份说明的，工业与汽车领域相对稳健，手机和消费电子产业链库存依然高企，市场对已有的就产品，尤其是量大价低的标准产品需求进一步下降，公司积极通过调整产品组合，优化收入结构，提高平均销售单价，实现销售收入 14.62 亿美元，环比-9.8%，略高于指引，毛利率为 20.8%，处于指引上部。

分下游应用：从今年一季度开始，在季度业绩报告里，公司对销售收入的应用分类进行了调整，主要是为了方便与产品公司和整机公司的沟通。我们参考了行业的应用分类习惯，大致调整如下：1) 我们把其他类别下面的物联网拿出来做了单独的分类列表；2) 把原有的智能家居分类做了拆分，其中的智能电视、智能锁、机顶盒等细分项归属到消费电子，调制解调器、局域网相关的网络连接类细分项归结到物联网。无论如何分类，有一些通用产品在大的应用场景方面仍然存在着交叉，但我们还是希望努力做到分类优化。

一季度调整后的分类来看，智能手机、消费电子、物联网和其他类别占比分别为 23%，27%，17%和 33%。智能手机收入环比下降超过两成，消费电子和物联网收入环比持平，其他类别下的车用相关收入继续增长。40nm 嵌入式存储工艺等汽车平台陆续推出，我们也期待相关平台收入伴随着新能源汽车行业的成长逐步上量。

分平台来看：嵌入式非挥发性存储器和专用存储器 NOR Flash、NAND Flash，平台看到回暖迹象，收入环比增长超过两成。

分区域来看：中国、美国、欧亚区占比分别为 75%，20%和 5%。

23Q2 展望：

产能利用率和出货量：Q2 预计产能利用率和出货量都高于 Q1。

销售收入：预计环比增长 5%到 7%。

ASP: 平均晶圆单价受产品组合变动的影响环比下降。

毛利率: 预计在 19%到 21%之间。

主要的依据是：1) 比起三个月以前，全球市场虽然还处于底部，但近期我们在不同的领域察觉到中国客户信心的回升；2) 部分标准产品需求已经触底，去年率先进入去库存阶段的高压驱动、摄像头芯片和专用存储器领域出现向好的变化；3) 国内终端、整机公司积极创新，寻求市场突破，推进新产品和首发新性能的实现，给公司的急单快速增长。为了更好的服务于客户新产品的投产，我们多措并举，加大资源投入，保证技术支持，最大程度减少产品等待时间，最快速度处理线上的异常情况，加快新产品进入生产的速度，力争让客户更早拿到产品。目前 40 和 28nm 节点已经恢复满载状态。然而，短期内受限于产能、平台的配套等问题，新产品实现快速收入增长还需时间。

扩产计划: 公司依据扩产计划，推进相应的资本开支。按照产能建设的节奏，以 5 万片 12 寸月产能的标准工厂来看，相当于一年有一座工厂开始建设，有一座工厂进入投产。

对于产能如何进行平台部署，提高竞争优势，我们是这样安排的：我们的存量产能就是我们的老厂，依靠其研发优势，延续老厂带新厂的模式，进一步发挥母厂的辐射效率，提高新厂的学习曲线和运营效率。而增量产能，也就是我们的新厂将各有侧重，发挥其生产集约优势。1) 中芯深圳主打高压驱动摄像头、芯片和功率电子中心；2) 中芯西青主打模拟和电源管理产品；3) 中芯京城和中芯东方的产品平台相对更加多元化一些，以填补市场空缺。中芯深圳已进入量产，中芯京城预计下半年进入量产，中芯东方预计年底通线，中芯西青正在建设。

全年展望: 展望 2023 全年，虽然 Q2 收入触底回升，但下半年复苏的幅度还不甚明朗，整体来看，尚未看到市场全面回暖，因此公司对于全年的指引维持不变，也就是销售收入同比降幅为低十位数，毛利率在 20%左右。我们会在现有的基础上努力做得更好，面对市场的快速变化，我们将继续遵循以市场为导向，以客户为中心的策略，加强与终端市场的对话，全力配合新产品的推出，做好产线长短角调整配套，迎接下一轮的增长周期。

Q&A:

Q: Q1 出货量下降，ASP 价格提升，可否详细讲讲 12 英寸和 8 英寸，使 12 英寸和 28nm、40nm 强劲的下游应用是是什么，8 英寸疲软的原因，Q2 的变化趋势是什么？

A: Q4 主要任务是获取订单，保持产能利用率，主要工作在 8 英寸上。公司产能利用率和营收降低，但是 ASP 提高是因为失去的晶圆订单主要来自于低端标准产品，它们 ASP 更低，主要是在 8 英寸上生产，比如说低端 CMOS imager、触控 IC、大面板 LCD 驱动等。Q1 这类标准产品订单很少，使得 8 英寸产能利用率降低到低谷。12 英寸也受到影 响，但是不像 8 英寸影响这么大。来到 Q2，营收和产能利用率会提升，对新产品的急单全部是 12 英寸的，特别是在 28nm、40nm 上的。我已经提到，工厂 40nm 和 28nm 产能利用率已经回到 100%，复苏的下游应用有手机 DDIC，少量用于监控的 DDIC，相关的 CMOS imager、LED 驱动等领域。背后的原因是公司看到中国的供应链在洗牌，新的供应商进入供应链，获取订单和市场份额，这些新进入者是 SMIC 的客户。SMIC 的复苏不代表整体市场，整体市场仍有波动，但是 SMIC 的市场份额会提高。

Q: Q1 的趋势是否会在之后几个季度持续？公司在增加多少产能，是否受到限制？公司是否去年拿到很多设备，可以支持之后几个季度的增长？

A: 对于急单，公司不能很确定。公司还没有看到全年的清晰图景，但是已经看到了供应链洗牌，对于特定客户来说新机会在出现，他们获得了更大的市场份额。已经发生的事情对于全年来说还只是一小部分，SMIC 增加产能到更高水平需要整体市场的复苏，而不是供应链洗牌。公司目前很谨慎，公司已经取得了新市场份额、新客户和新产品，这些新产品没有存货，可能会全年持续生产，但是公司还不确定产能利用率在当前基础上是否会增加。

Q: 关于客户库存，公司客户的库存看上去很高，客户看到了需求并且能接受库存保持在水位，缓慢降低吗？关于价格，公司有持续压力还是看到降价之后稳定的趋势？

A: 对于旧产品、标准产品，市场库存，包括 SMIC 客户的库存依然很高，他们的主要工作依然是维持这个已经建立

的库存。这些已经建立的库存依然在健康的水位上，不高于 5、6 年前 2017、2018 年时候的库存水位，而现在 SMIC 有了更大的产能，这个库存水位是健康的。恢复生产取决于两件事：第一是现存产品的市场库存很高，公司需要计算 LTA，他们要花几个月才能消耗库存，公司要保持库存在健康水平。同时对于新产品、新功能有急单，市场上几乎没有库存。公司已有的旧产品有健康的库存水平，正在努力建立新产品的库存。公司面临的挑战是有很多新产品需要生产，需要时间来制作掩模，生产出晶圆，获得客户认证。量产这些新产品的效率是 SMIC 下半年和明年生产恢复的关键。

Q: 关于需求，从终端需求角度，下急单的客户主要用在什么产品上？这种需求是否可持续？

A: 需求可以分为两部分，一部分是一直很紧张，供不应求的工业和新能源汽车、电动汽车。这部分供不应求但是不能做太多量，像汽车产品有 11 类 1600 多种，公司目前产品型号没有那么多，单一型号不能冲很大。虽然这个行业目前供不应求，但是公司不能用它填产能，这么多型号要慢慢做、慢慢验证。最大的填产能的型号一定来自于手机、消费、智能家庭领域，现在整体来看，整体家庭在回升，但是手机和消费没有回升。中芯国际在考虑如何在萎缩下行的市场中增加份额。

公司很高兴看到急单回来，一个急单回来是在手机和消费产业链里，他们在调整自己的供应链，原先最大宗供应的供应商今年拿到的份额并不大，原来小份额甚至不在供应链里的供应商份额在增加，甚至拿到很大，这些供应商很多都是中芯国际的客户。他们要满足新的市场份额的分配，就要下很多急单给中芯国际，有些是已有产品、成熟的产品，但是准备的型号比例不对，要补仓。更多的是新产品，首发新功能，这些产品没有库存，来了以后要开足马力去做。因为没有库存，一个月订单是 1000 片，要按照 5000 片来生产，因为他们需要一定库存做市场份额。消费类公司现在看到中低端的 WiFi 互联需求旺盛，供不应求，有明显回升。第三是可能好几年由于疫情，房地产都不怎么做，现在都回来了，照明灯、LED 灯驱动电路、节能电路、建筑外表面的装饰、照明灯。这些年原先好几年没有做，现在一下子回来，需求量蛮大的。剩下都是小产品陆续补仓，大家说存量还有 6 个月、5 个月，不是每种产品都是 5、6 个月，比例不对，客户要补比例少的，在市场上甩货量大的。

Q: Q1 ASP 上升但 Q2 ASP 环比下降的原因？展望未来 ASP 变化趋势？

A: 在 23Q1，公司没有加入与同行的价格竞赛，致使部分价格敏感型低价产品订单流失，产能利用率降低，剩下产品 ASP 上升。23Q2 需求增加，部分低价产品订单回流，ASP 环比下降。预计 23Q2 价格环比波动不大，上下浮动 5% 以内。

Q: 公司是否按收入的固定比例编制研发费用？

A: 不是的，研发费用与收入的变化无关。一是按照客户的需求，研发相应的产品，规划相应的产能；二是立足公司长期发展，研发先进技术，保持竞争力。

Q: 公司如何衡量研发投入的效率？

A: 有相应的标准，不便公布。公司以项目成功率、交付后的毛利率和客户评价等诸多因素考核研发项目的成果。

Q: Q2 指引产能利用率的提升是阶段性的还是持续性的？展望 23H2 的产能利用率趋势？

A: 目前产能利用率低有两个原因：一是宏观经济疲软，总需求不足；二是去年客户订单太多，库存积压，目前处于消化库存阶段。公司产能回升有两个方面：一是开发新产品，打入新市场；二是旧产品的市场份额正逐渐扩大，例如整机和中低端的 WiFi 互联类产品。目前来看，产能回升是持续性的。

Q: Q1 资本支出同比增长。若设备采购节奏保持不变，2023 年资本支出是否会超过指引？

A: Q1 资本支出 12.6 亿美元，若以此估计全年资本支出约 50 亿美元，小于指引的 64 亿美元，所以 H2 设备交付一

定会更多，符合指引预期。

Q: 2023 年制程结构和工艺平台会有新的变化吗?

A: 今年的重点是产品的平台升级，增强产品竞争力，满足客户更高需求。一是工艺制程升级，例如 40nm 的 Flash/Memory 等产品要在 28nm 上实现，在 90nm 上的 BCD 等产品要在 65nm 上实现；二是应用范围扩大，原来面向消费电子和工业应用的产品，要兼容汽车级的应用；三是增加产品种类，特别增加汽车级功率电子产品种类，满足车厂需求。

参考报告:

- 1、《中芯国际（688981）：22Q4 产能利用率环比下滑，指引 2023 全年 Capex 同比持平》2023-02-10
- 2、《中芯国际（688981）—22Q3 产能利用率环比下滑，上修 2022 全年资本支出》2022-11-11
- 3、《中芯国际（688981）—22Q2 整体表现符合预期，22H2 景气下行或将影响产能利用率》2022-08-13
- 4、《中芯国际（688981）—22Q1 业绩符合预期，看好全年营收增速超行业平均》2022-05-15
- 5、《中芯国际（688981）—成熟制程持续加码，工艺平台不断完善》2022-02-15
- 6、《中芯国际（688981）—ASP 贡献环比增长动力，全年营收指引进一步上修》2021-11-13
- 7、《中芯国际（688981）—21Q2 业绩超预期，公司上调全年指引》2021-08-06
- 8、《中芯国际（688981）—21Q1 业绩超预期，产能扩张+价格调整积蓄成长动力》2021-05-15

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 96898 | 115572 | 98361 | 94879 | 96482 |
| 现金 | 79875 | 74922 | 58105 | 49597 | 45755 |
| 交易性投资 | 698 | 3639 | 3639 | 3639 | 3639 |
| 应收票据 | 28 | 522 | 464 | 534 | 614 |
| 应收款项 | 4397 | 4807 | 4261 | 4900 | 5635 |
| 其它应收款 | 532 | 448 | 399 | 458 | 527 |
| 存货 | 7601 | 13313 | 15353 | 17214 | 19035 |
| 其他 | 3767 | 17922 | 16141 | 18538 | 21277 |
| 非流动资产 | 133035 | 189532 | 207304 | 221644 | 233209 |
| 长期股权投资 | 11950 | 13380 | 13380 | 13380 | 13380 |
| 固定资产 | 65366 | 85403 | 103519 | 118166 | 130010 |
| 无形资产商誉 | 2877 | 3428 | 3085 | 2777 | 2499 |
| 其他 | 52841 | 87321 | 87321 | 87321 | 87321 |
| 资产总计 | 229933 | 305104 | 305665 | 316523 | 329691 |
| 流动负债 | 27063 | 47855 | 41606 | 44365 | 47064 |
| 短期借款 | 1082 | 4519 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 3337 | 4013 | 4630 | 5192 | 5741 |
| 预收账款 | 6689 | 14031 | 16191 | 18154 | 20074 |
| 其他 | 15954 | 25291 | 20785 | 21019 | 21248 |
| 长期负债 | 40895 | 55544 | 55544 | 55544 | 55544 |
| 长期借款 | 31440 | 46790 | 46790 | 46790 | 46790 |
| 其他 | 9455 | 8754 | 8754 | 8754 | 8754 |
| 负债合计 | 67958 | 103399 | 97151 | 99910 | 102608 |
| 股本 | 224 | 225 | 225 | 225 | 225 |
| 资本公积金 | 97861 | 99545 | 99545 | 99545 | 99545 |
| 留存收益 | 11114 | 33603 | 39224 | 45922 | 54582 |
| 少数股东权益 | 52776 | 68333 | 69521 | 70922 | 72732 |
| 归属于母公司所有者 | 109199 | 133372 | 138993 | 145691 | 154351 |
| 负债及权益合计 | 229933 | 305104 | 305665 | 316523 | 329691 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 20845 | 36591 | 22936 | 22509 | 27684 |
| 净利润 | 11203 | 14654 | 6908 | 8146 | 10525 |
| 折旧摊销 | 11446 | 14716 | 16695 | 20129 | 22903 |
| 财务费用 | (712) | 1311 | (1500) | (1200) | (1000) |
| 投资收益 | (2927) | (832) | (2600) | (2300) | (2000) |
| 营运资金变动 | 1835 | 6743 | 3431 | (2272) | (2750) |
| 其它 | 0 | 0 | 3 | 7 | 6 |
| 投资活动现金流 | (43229) | (69468) | (31871) | (32171) | (32471) |
| 资本支出 | (28362) | (42206) | (34471) | (34471) | (34471) |
| 其他投资 | (14867) | (27263) | 2600 | 2300 | 2000 |
| 筹资活动现金流 | 14294 | 23269 | (7882) | 1153 | 945 |
| 借款变动 | 16511 | 21513 | (9283) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1653 | 1684 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (795) | (741) | (99) | (47) | (55) |
| 其他 | (3081) | 813 | 1500 | 1200 | 1000 |
| 现金净增加额 | (8090) | (9608) | (16817) | (8508) | (3842) |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业总收入 | 35631 | 49516 | 44069 | 50680 | 58282 |
| 营业成本 | 25189 | 30553 | 35255 | 39530 | 43711 |
| 营业税金及附加 | 116 | 272 | 242 | 278 | 320 |
| 营业费用 | 176 | 226 | 220 | 253 | 291 |
| 管理费用 | 1644 | 3042 | 1763 | 1875 | 1982 |
| 研发费用 | 4121 | 4953 | 3526 | 3801 | 4080 |
| 财务费用 | (721) | (1552) | (1500) | (1200) | (1000) |
| 资产减值损失 | 664 | (131) | (50) | (50) | (50) |
| 公允价值变动收 | 508 | 91 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 2441 | 1946 | 2000 | 1800 | 1600 |
| 投资收益 | 2927 | 832 | 600 | 500 | 400 |
| 营业利润 | 11645 | 14762 | 7113 | 8392 | 10848 |
| 营业外收入 | 4 | 11 | 10 | 10 | 10 |
| 营业外支出 | 55 | 13 | 20 | 20 | 20 |
| 利润总额 | 11594 | 14760 | 7103 | 8382 | 10838 |
| 所得税 | 391 | 106 | 195 | 236 | 313 |
| 少数股东损益 | 469 | 2520 | 1188 | 1401 | 1810 |
| 归属于母公司净利 | 10733 | 12133 | 5720 | 6745 | 8715 |

主要财务比率

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 30% | 39% | -11% | 15% | 15% |
| 营业利润 | 159% | 27% | -52% | 18% | 29% |
| 归母净利润 | 148% | 13% | -53% | 18% | 29% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 29.3% | 38.3% | 20.0% | 22.0% | 25.0% |
| 净利率 | 30.1% | 24.5% | 13.0% | 13.3% | 15.0% |
| ROE | 10.3% | 10.0% | 4.2% | 4.7% | 5.8% |
| ROIC | 5.5% | 5.7% | 2.1% | 2.7% | 3.6% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 29.6% | 33.9% | 31.8% | 31.6% | 31.1% |
| 净负债比率 | 16.8% | 18.4% | 15.3% | 14.8% | 14.2% |
| 流动比率 | 3.6 | 2.4 | 2.4 | 2.1 | 2.1 |
| 速动比率 | 3.3 | 2.1 | 2.0 | 1.8 | 1.6 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| 存货周转率 | 3.9 | 2.9 | 2.5 | 2.4 | 2.4 |
| 应收账款周转率 | 9.7 | 10.2 | 8.8 | 10.0 | 10.0 |
| 应付账款周转率 | 7.9 | 8.3 | 8.2 | 8.0 | 8.0 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 1.35 | 1.53 | 0.72 | 0.85 | 1.10 |
| 每股经营净现 | 2.63 | 4.62 | 2.89 | 2.84 | 3.49 |
| 每股净资产 | 13.78 | 16.83 | 17.54 | 18.39 | 19.48 |
| 每股股利 | 0.04 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 39.1 | 34.6 | 73.4 | 62.2 | 48.2 |
| PB | 3.8 | 3.1 | 3.0 | 2.9 | 2.7 |
| EV/EBITDA | 4.9 | 3.9 | 4.9 | 4.0 | 3.3 |

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。

鄢凡：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，14年证券从业经验，08-11年中信证券，11年加入招商证券，现任研发中心董事总经理、电子行业首席分析师、TMT及中小盘大组主管。11/12/14/15/16/17/19/20/21/22年《新财富》电子最佳分析师第2/5/2/2/4/3/3/4/3/5名，11/12/14/15/16/17/18/19/20年《水晶球》电子第2/4/1/2/3/3/2/3/3名，10/14/15/16/17/18/19/20年《金牛奖》TMT/电子第1/2/3/3/3/3/2/2/1名，2018/2019年最具价值金牛分析师。

曹辉：上海交通大学工学硕士，2019/2020年就职于西南证券/浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师，主要覆盖半导体领域。

王恬：电子科技大学金融学、工学双学士，北京大学金融学硕士，2020年在浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

程鑫：武汉大学工学、金融学双学士，中国科学技术大学硕士，2021年加入招商电子团队，任电子行业研究助理。

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。