



## 中国半导体晶圆代工：估值面先于基本面触底，迎来 Beta 上行机遇期

全球半导体行业周期下行预计今年二、三季度见底，下行空间已经接近底部区域，优先布局估值弹性标的：今年上半年，半导体晶圆代工厂商大多受消费电子需求持续疲软及行业去库存压力进入下行阶段。全球半导体 2 月销售额同比下降 21%，较去年 11 月、12 月 9% 和 14% 的降幅进一步下探。但目前费城半导体行业指数、中芯国际及华虹半导体的估值，都已较去年底反弹 20% 以上。鉴于半导体周期上行仍然处于偏早期阶段，因而后续仍有较大的估值上行空间。所以，我们重申中芯国际和华虹半导体的“买入”评级。相较之下，华虹半导体估值弹性更高，更具性价比优势，是我们在晶圆代工行业中的首选。

**中芯国际 1Q23 业绩：**中芯国际一季度收入同比下降 21%，环比下降 10%，略高于此前指引区间。因包括低端 CMOS 图像传感器、指纹识别芯片等在内的低端标准化产品订单减少，一季度平均价格环比获得一定程度提升；出货量则环比下降。一季度毛利率处于此前指引区间的上部，大致符合市场一致预期。中芯国际指引第二季度的收入环比增长，毛利率环比大体持平。公司表示将依据扩产计划推进相应的资本开支，按照每年增加一个月产能 5 万片 12 英寸的标准工厂进行。

**华虹半导体 1Q23 业绩：**华虹半导体一季度的收入略高于此前指引，毛利率落于指引区间，业绩表现大致符合市场一致预期。一季度收入环比持平，同比增长 6%；其中，平均单价环比微降 0.8%，基本保持平稳。一季度营业利润环比下降 30%，同比增长 48%，同比增速较收入端有较大提升；一季度毛利率为 32.1%，同比增长、环比下降。二季度收入指引环比持平，毛利率指引同比、环比均下降。华虹表示，公司在无锡的 12 英寸晶圆厂将按照原来的目标在今年 2Q-4Q 逐步释放产能。同时，无锡二期扩产计划也正在稳步推进中。

**估值：**我们的中芯国际港股目标价为 HK\$24.6，对应 2024 年 9.0x EV/EBITDA 及 22.5x 市盈率。并根据公司 AH 股溢价 205% 得到 A 股目标价 RMB 67.9。华虹半导体目标价为 HK\$34.1，对应 2024 年 5.5x EV/EBITDA 及 15.2x 市盈率。目前两家公司估值均低于历史均值，且近两个月估值均有所下滑，当前估值吸引。

**投资风险：**半导体行业下游需求（智能手机、新能源汽车、工业等）复苏速度较慢，拖累公司业绩增长，影响估值反弹动能。晶圆代工的新增产能导致利用率持续下降。行业竞争加剧，拖累利润表现。

图表 1：晶圆代工公司财务预测和潜在升幅

公司	目标价 (LC)		营收同比增速			营收预测值变化		
	目标价	潜在升幅	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
中芯国际 (981.HK)	24.6	16%	(11%)	28%	15%	(22%)	(10%)	-
中芯国际 (688981.CH)	67.9	23%	(11%)	28%	15%	(22%)	(10%)	-
华虹半导体 (1347.HK)	34.1	29%	5%	13%	13%	(10%)	(7%)	-

E=浦银国际预测；资料来源：公司报告、浦银国际

沈岱

科技分析师

tony\_shen@spdbi.com  
(852) 2808 6435

黄佳琦

助理分析师

sia\_huang@spdbi.com  
(852) 2809 0355

2023 年 6 月 7 日

中芯国际 (981.HK)

买入

目标价 (港元)

24.6

目前股价 (港元)

21.2

潜在升幅

+16%

中芯国际 (688981.CH)

买入

目标价 (人民币)

67.9

目前股价 (人民币)

55.0

潜在升幅

+23%

华虹半导体 (1347.HK)

买入

目标价 (港元)

34.1

目前股价 (港元)

26.4

潜在升幅

+29%

注：收盘价截至 2023 年 6 月 5 日

相关报告：

《半导体行业供应链梳理：中国晶圆代工充分享受行业景气度上行与国产替代的旺盛需求》(2022-06-15)



扫码关注  
浦银国际研究

# 目录

中国半导体晶圆代工：估值面先于基本面触底，迎来 Beta 上行机遇期 .....	4
行业基本面持续下行，但有望在今年二、三季度触底，并抬头向上 .....	4
行业估值已触底，上行趋势明朗，迎来 Beta 上行机遇 .....	7
中芯国际（981.HK，买入，目标价 24.6 港元；688981.CH，买入，目标价 67.9 人民币） .....	10
业绩预览及预测调整 .....	10
估值 .....	13
SPDBI 乐观与悲观情景假设-H 股 .....	16
SPDBI 乐观与悲观情景假设-A 股 .....	18
财务报表 .....	20
华虹半导体（1347.HK，买入，目标价 34.1 港元） .....	21
业绩回顾及预测调整 .....	21
估值 .....	24
SPDBI 乐观与悲观情景假设 .....	26
财务报表 .....	27

## 图表目录

图表 1：晶圆代工公司财务预测和潜在升幅 .....	1
图表 2：全球半导体销售额三个月移动平均值及同比 .....	5
图表 3：韩国半导体生产量、出货量、库存量同比增速 .....	5
图表 4：中芯国际：收入同比增速及毛利率（1Q18-1Q23） .....	6
图表 5：华虹半导体：收入同比增速及毛利率（1Q18-1Q23） .....	6
图表 6：台积电：收入同比增速及毛利率（1Q18-1Q23） .....	6
图表 7：中芯国际、华虹半导体、台积电营业利润率走势（1Q18-1Q23） .....	6
图表 8：A 股半导体指数市值及市盈率（x） .....	8
图表 9：费城半导体指数市值及市盈率（x） .....	8
图表 10：中芯国际：港股市盈率（x） .....	8
图表 11：华虹半导体：市盈率（x） .....	8
图表 12：中芯国际市盈率 vs 华虹半导体市盈率 vs 费城半导体指数市盈率 vs 全球半导体销售额同 比 .....	8
图表 13：中芯国际：收入同比增速及毛利率（1Q21-4Q24E） .....	9
图表 14：华虹半导体：收入同比增速及毛利率（1Q21-4Q24E） .....	9
图表 15：中芯国际 1Q23 业绩详情 .....	11
图表 16：中芯国际历史及 2Q23 业绩指引 .....	11
图表 17：中芯国际财务预测：新预测 vs 前预测 .....	12
图表 18：中芯国际 EV/EBITDA 估值（2024 年） .....	13
图表 19：中芯国际港股市盈率：当前 24.9x vs. 历史均值 39.1x vs 历史均值以下一个标准差 13.8x .....	14
图表 20：中芯国际港股 EV/EBITDA：当前 12.6x vs. 历史均值 9.8x vs. 历史均值以下一个标准差 4.9x .....	14

.....	14
图表 21: 中芯国际 A 股市盈率: 当前 65.0x vs.历史均值 84.1x vs 历史均值以下一个标准差 12.2x.	14
图表 22: 中芯国际 A 股 EV/EBITDA: 当前 13.3x vs.历史均值 13.1x vs.历史均值以下一个标准差 7.9x	14
.....	14
图表 23: 中芯国际 A 股股价相较于 H 股溢价 .....	15
图表 24: 中芯国际 H 股市场普遍预期.....	16
图表 25: 中芯国际 H 股 SPDBI 情景假设 .....	16
图表 26: SPDBI 目标价: 中芯国际 H 股 .....	17
图表 27: 中芯国际 A 股市场普遍预期.....	18
图表 28: 中芯国际 A 股 SPDBI 情景假设 .....	18
图表 29: SPDBI 目标价: 中芯国际 A 股 .....	19
图表 30: 华虹半导体 1Q23 业绩详情 .....	22
图表 31: 华虹半导体历史及 2Q23 业绩指引 .....	22
图表 32: 华虹半导体财务预测: 新预测 vs 前预测.....	23
图表 33: 华虹半导体 EV/EBITDA 估值 (2024 年) .....	24
图表 34: 华虹半导体市盈率: 当前 11.7x vs.历史均值 18.7x vs.历史均值以下一个标准差 5.4x .....	24
图表 35: 华虹半导体 EV/EBITDA: 当前 4.7x vs.历史均值 8.4x vs.历史均值以下一个标准差 2.3x.....	24
图表 36: SPDBI 目标价: 华虹半导体.....	25
图表 37: 华虹半导体市场普遍预期 .....	26
图表 38: 华虹半导体 SPDBI 情景假设.....	26
图表 39: SPDBI 科技行业覆盖公司.....	28

# 中国半导体晶圆代工：估值面先于基本面触底，迎来 Beta 上行机遇期

## 行业基本面持续下行，但有望在今年二、三季度触底，并抬头向上

半导体行业的基本面一直有比较明显的周期属性。

上一轮半导体行业基本面的下行周期底部大约是 2019 年 6 月，此后抬头向上进入上行周期。经历过 2020 年 3 月的疫情，在 2020 年下半年，行业再次加速向上，并持续至 2021 年 9 月（图表 2）。本轮持续约 15 个月左右的上行周期，主要受益于初期疫情后 5G 手机和新能源车等新增需求爆发，以及供应端为避免地缘冲突而大幅提高的补库存需求。

本轮半导体基本面的下行周期则是自 2021 年 9 月起持续到目前，已接近 21 个月。本轮行业下行周期，主要归因于国内和海外晶圆制造环节产能的快速增加，以及 2022 年全球智能手机需求持续不及预期。

2023 年 2 月，全球半导体销售额同比下降 21%，较去年 11 月、12 月 9% 和 14% 的降幅进一步下探。我们认为，由于一、二季度全球智能手机等消费电子需求持续疲软，二季度全球半导体月度销售额的同比预计将持续下探，但下探空间已经较为有限。同比降幅有望在今年三、四季度收窄，且部分产业链玩家有望在今年年底及明年一、二季度实现收入同比再次翻正。

我们预期，半导体基本面周期下行底部的时间将会在今年二、三季度，并在三、四季度抬头向上。这个判断一方面来自于与行业多家厂商的交流。另一方面，也大致符合平均每轮上行或者下行周期持续时间约 24 个月的周期跨度。

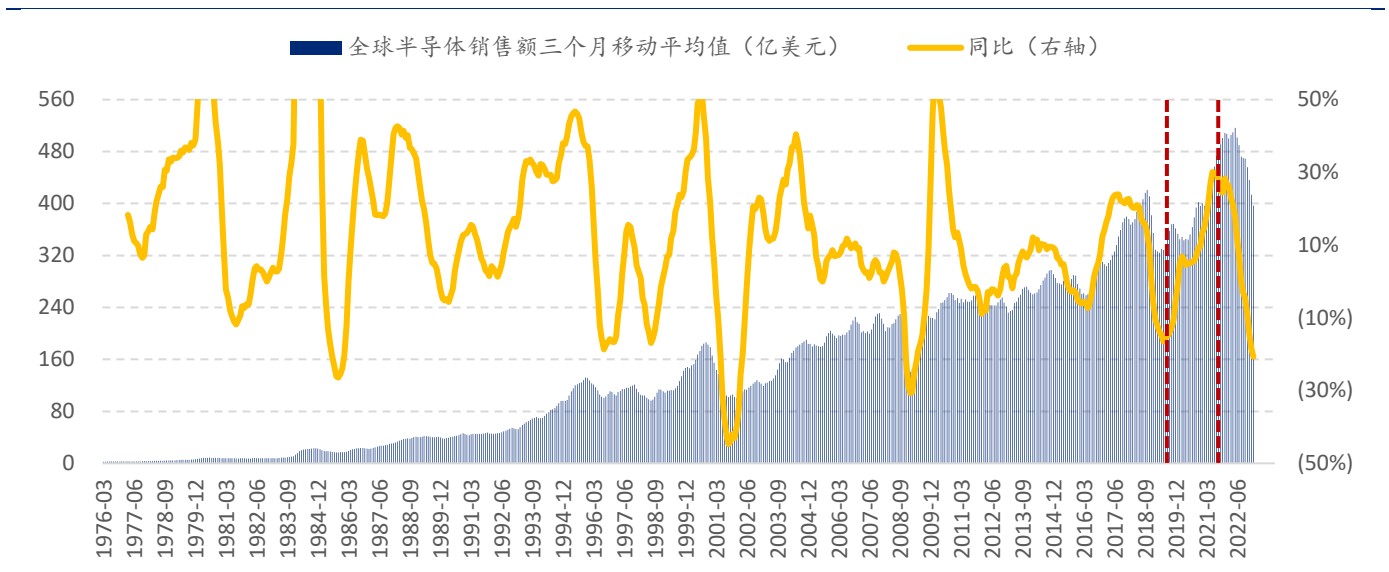
另外，根据韩国统计厅数据，今年 3 月，韩国半导体生产量和出货量分别同比下滑 34% 和 35%（图表 3），与 2 月同比降幅较为接近，有接近底部的迹象。而其 3 月的库存同比增幅则达到 38%，较 2 月继续提速，这主要由于需求较弱，拉货较慢。因此，我们预期半导体行业在二季度将会持续下行。

因此，半导体行业中的几家晶圆代工厂商，二季度也同样会受到公司基本面持续下行的压力。台积电二季度的指引中位数显示，收入环比下降 7%，同比下降 11%，而毛利率则环比下降 3.2 个百分点，同比下降 3.0 个百分点。

相较而言，中芯国际和华虹的业绩指引则略好于行业下行趋势。中芯国际二季度收入环比略有增长，毛利率基本持平；而华虹半导体二季度尽管毛利率有所下降，但是收入环比持平，且维持在上行周期的高点。

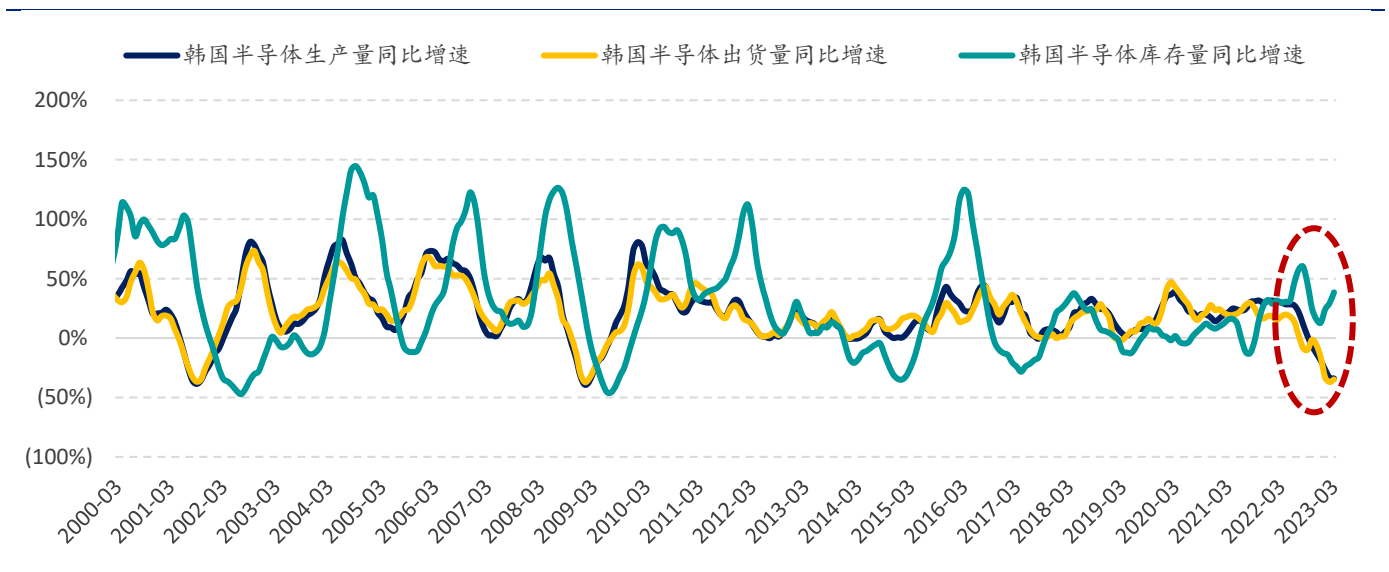
我们认为，中芯和华虹下行幅度优于其他海外晶圆代工，主要是受益于中国大陆国产化的供应需求。例如，中芯国际的部分订单来自于客户的新产品，因而有新产品拉库存的需求。华虹部分功率器件受到新能源应用的高需求和高景气度，而这也同样是我们对这两家公司保持长期乐观的基石。

图表 2：全球半导体销售额三个月移动平均值及同比



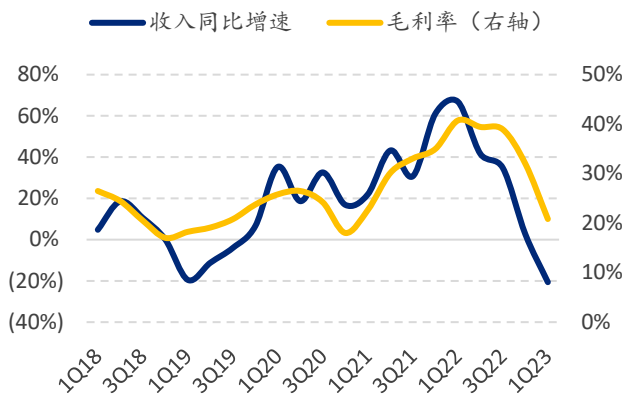
资料来源：Wind、美国半导体协会、浦银国际

图表 3：韩国半导体生产量、出货量、库存量同比增速



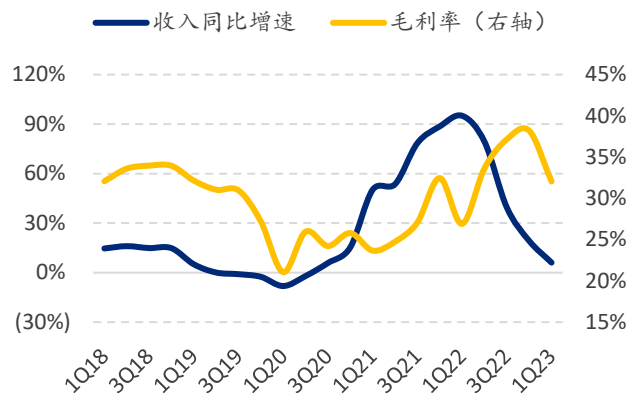
资料来源：Macrobond、韩国统计厅、浦银国际

**图表 4: 中芯国际: 收入同比增速及毛利率(1Q18-1Q23)**



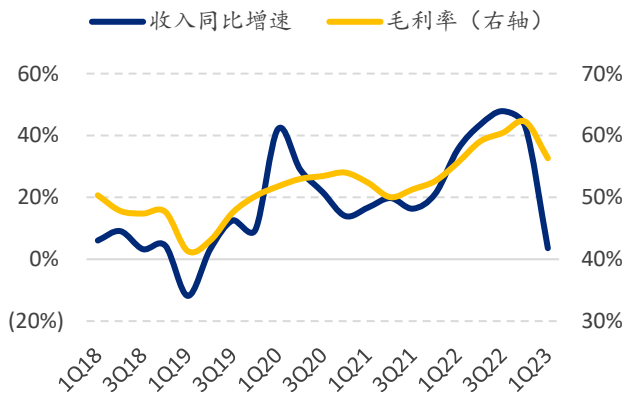
资料来源: 公司公告、浦银国际

**图表 5: 华虹半导体: 收入同比增速及毛利率(1Q18-1Q23)**



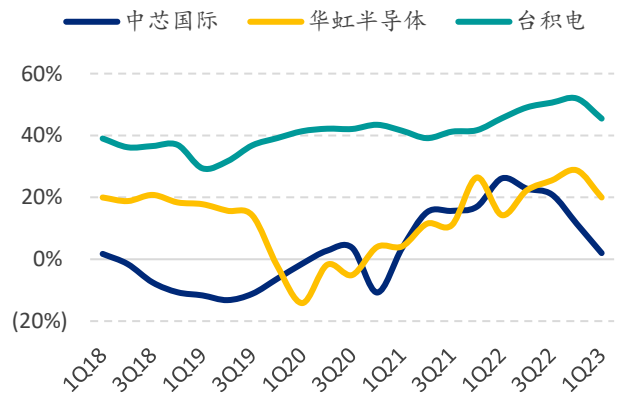
资料来源: 公司公告、浦银国际

**图表 6: 台积电: 收入同比增速及毛利率(1Q18-1Q23)**



资料来源: 公司公告、浦银国际

**图表 7: 中芯国际、华虹半导体、台积电营业利润率走势(1Q18-1Q23)**



资料来源: 公司公告、浦银国际

# 行业估值已触底，上行趋势明朗，迎来 Beta 上行 机遇

半导体行业的估值面周期，领先于基本面周期 6-12 个月，并已经形成底部，并抬头向上（图表 12）。

目前，费城半导体指数市盈率为 20.7x，较 2022 年四季度底部的 17.1x 回升近 21%（图表 9）。中国的 A 股半导体指数的市盈率则处于 56.4x，较 2022 年四季度底部的 35.5x 反弹近 59%（图表 8）。因此，我们认为半导体行业的估值面（或者市场预期）已经形成了有效底部，并触发了右侧机会。

与半导体行业估值趋势类似，中芯国际和华虹半导体两家公司的估值也都有显著回升，当前的估值分别较去年年底的底部反弹 140%和 55%（图表 10 和图表 11）。

我们认为，估值上扬，即市场对于半导体行业/行业内玩家的周期触底并抬头回暖的预期，会持续推动公司的股价保持 Beta 上行的动能。尽管部分投资者仍会对当前半导体行业投资机会存有隐忧，但我们认为，时机已经成熟。

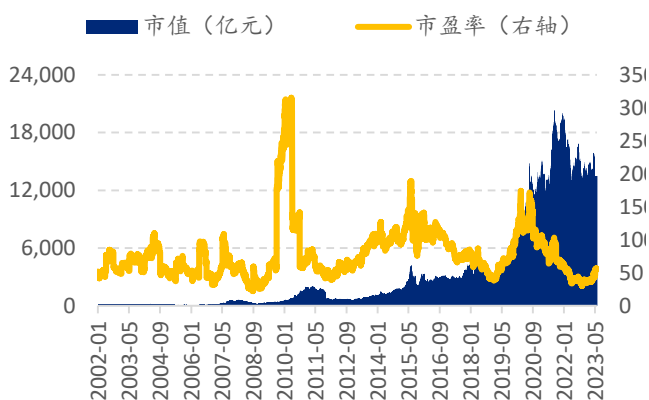
**第一**，投资人担心今年二季度，甚至三季度，半导体行业基本面及公司收入增速和利润将持续下滑。在我们看来，半导体行业基本面下行趋势是确定的，因此二季度基本面下行已完全反映在了当前的市场预期中。而三季度市场基本面有望较二季度有所改善，尤其是同比降幅会较二季度收窄。并且，在明年四季度，两家公司的收入都有望同比翻正（图表 13 和图表 14）。

**第二**，投资人担心目前中芯、华虹估值较高，风险较大。半导体行业估值周期和基本面周期的错位，会令上市公司在基本面周期触底上行过程中，体现较高估值。但是，由于每个上行周期持续时间大致为 12-24 个月，目前来看，仍在上行阶段偏早期的阶段，因而后续的 Beta 动能仍有较大空间。目前，中芯和华虹的 PE 估值分别为 23.4x 和 11.3x，均低于历史均值，均有较大上扬空间。

综上所述，虽然 2023 年中芯华虹的估值较高，但是 2024 年两家公司的估值有望得到较好消化。同时，半导体行业上行正处于早期阶段，后续的上行空间大于下行空间。

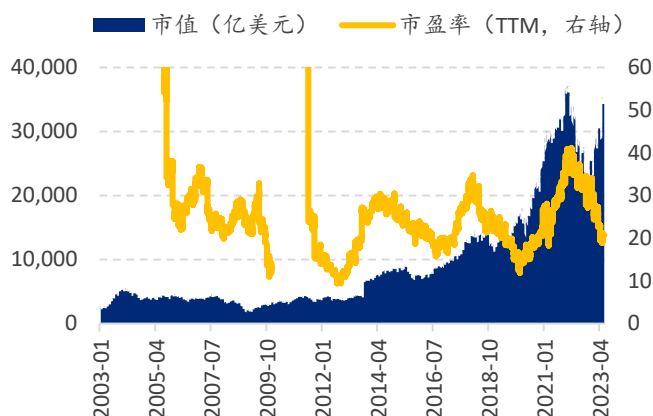
**最后**，从短期来看，在本轮上行周期中，中芯国际的估值上扬速度幅度更高，因而，相较而言，华虹半导体更有性价比优势，也是我们在晶圆代工行业中的首选。

图表 8: A 股半导体指数市值及市盈率 (x)



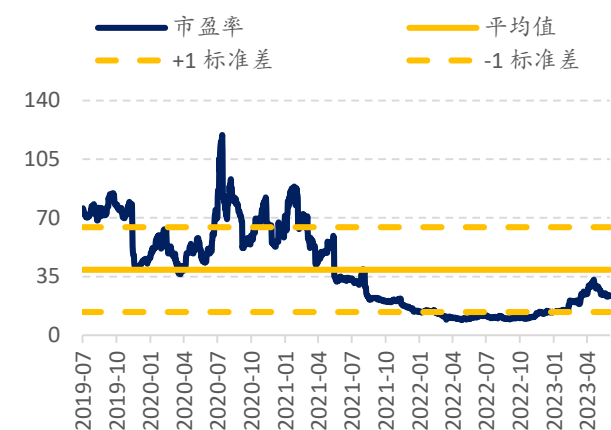
注: 截至 2023 年 6 月 1 日收盘价, 市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率;  
资料来源: Wind、浦银国际

图表 9: 费城半导体指数市值及市盈率 (x)



注: 截至 2023 年 6 月 1 日收盘价, 市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 中芯国际: 港股市盈率 (x)



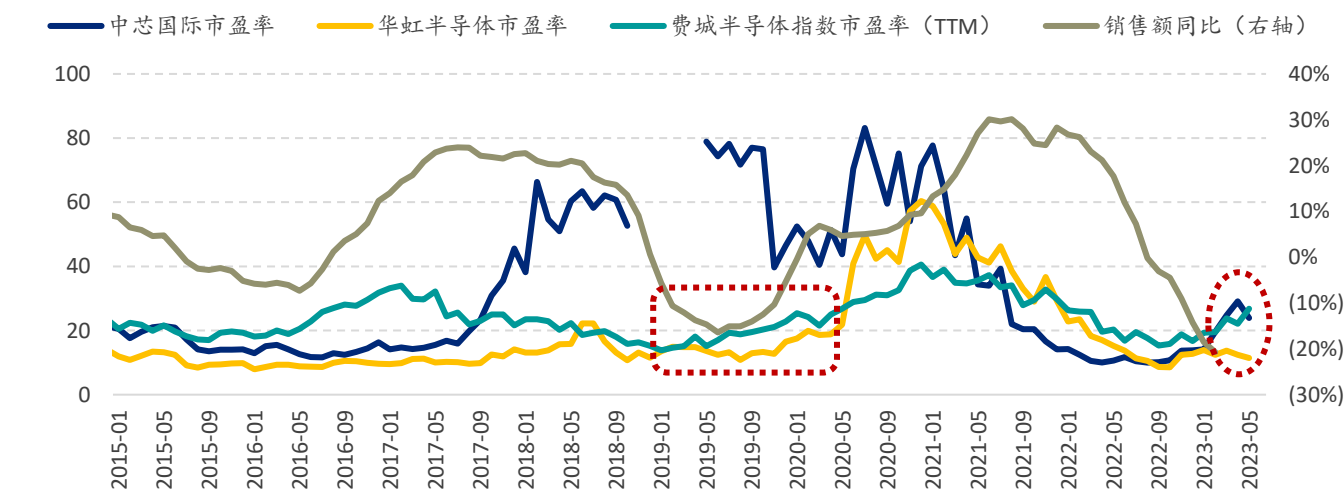
注: 数据截至 2023 年 6 月 1 日, 历史均值取自 2019 年 7 月 1 日以来;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 华虹半导体: 市盈率 (x)



注: 数据截至 2023 年 6 月 1 日, 历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

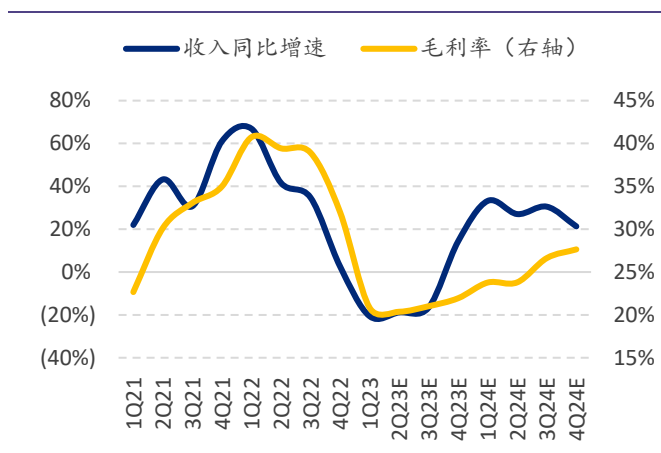
图表 12: 中芯国际市盈率 vs 华虹半导体市盈率 vs 费城半导体指数市盈率 vs 全球半导体销售额同比



资料来源: Bloomberg、Wind、美国半导体协会、浦银国际



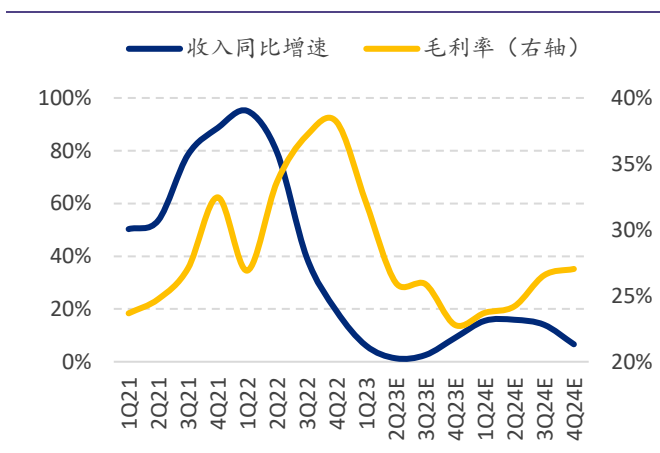
图表 13：中芯国际：收入同比增速及毛利率（1Q21-4Q24E）



E=浦银国际预测；

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 14：华虹半导体：收入同比增速及毛利率（1Q21-4Q24E）



E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

# 中芯国际(981.HK, 买入, 目标价 24.6 港元; 688981.CH, 买入, 目标价 67.9 人民币)

## 业绩预览及预测调整

### 中芯国际 1Q23 业绩:

- 营业收入为 14.6 亿美元, 同比下降 21%, 环比下降 10%, 略高于此前指引的区间, 略高于市场一致预期。量、价拆解来看, 付运晶圆数(折合 8 英寸) 环比下降 21%, 平均售价环比增长 13%。
- 毛利率为 20.8%, 同比下降 19.9 个百分点, 环比下降 11.2 个百分点, 处于此前指引区间上部。
- 营业费用率为 18.8%, 同比增长 4.2 个百分点, 环比下降 1.7 个百分点。
- 净利润为 2.3 亿美元, 同比下降 48%, 环比下降 40%。净利润表现好于市场一致预期。

### 中芯国际 2Q23 业绩指引:

- 收入中位数同比下降 19%, 环比增长 6%, 略高于市场一致预期。公司预计二季度产能利用率和出货量都高于一季度, ASP 受产品组合变动影响环比下降。
- 毛利率区间预计为 19%-21%。指引中位数同比下降 19.4 个百分点, 环比微降 0.8 个百分点, 与市场一致预期持平。

### 业绩会要点:

- 公司维持全年指引, 销售收入同比降幅低双位数, 毛利率在 20% 左右。
- 全年 CAPEX 指引与去年相当, 公司表示, 将依据扩产计划推进相应的资本开支, 按照每年增加一个月产能 5 万片 12 英寸的标准工厂进行。目前, 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, 中芯西青还在建设中。
- 管理层表示, 从 1Q23 开始, 季度业绩报告将采用新的销售收入应用分类, 将其他项中的物联网作单独分类列示, 并将原有的智能家居进行拆分。

图表 15: 中芯国际 1Q23 业绩详情

美元百万	1Q23	1Q22	同比	4Q22	环比
营业收入	1,462	1,842	(21%)	1,621	(10%)
毛利润	305	750	(59%)	519	(41%)
经营利润	29	481	(94%)	186	(84%)
净利润	231	447	(48%)	386	(40%)
基本每股收益 (美元)	0.03	0.06	(48%)	0.05	(40%)

利润率	1Q23	1Q22	同比 百分点	4Q22	环比 百分点
毛利率	20.8%	40.7%	(19.9)	32.0%	(11.2)
营业费用率	18.8%	14.6%	4.2	20.5%	(1.7)
营业利润率	2.0%	26.1%	(24.1)	11.5%	(9.5)
净利率	15.8%	24.3%	(8.5)	23.8%	(8.0)

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 16: 中芯国际历史及 2Q23 业绩指引

季度指引 美元百万	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E
<b>营业收入</b>	<b>1,879</b>	<b>1,922</b>	<b>1,640</b>	<b>1,443</b>	<b>1,550</b>
最低营收	1,860	1,903	1,621	1,427	1,535
最高营收	1,897	1,941	1,659	1,459	1,565
最低环比	1%	0%	(15%)	(12%)	5%
最高环比	3%	2%	(13%)	(10%)	7%
vs 实际营收	1,903	1,907	1,621	1,462	
<b>同比</b>	<b>40%</b>	<b>36%</b>	<b>4%</b>	<b>(22%)</b>	<b>(19%)</b>
环比	2%	1%	(14%)	(11%)	6%

<b>毛利率</b>	<b>38%</b>	<b>39%</b>	<b>31%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>
最低毛利率	37%	38%	30%	19%	19%
最高毛利率	39%	40%	32%	21%	21%
vs 实际毛利率	39.4%	38.9%	32.0%	20.8%	
<b>同比百分点</b>	<b>7.9</b>	<b>5.9</b>	<b>(4.0)</b>	<b>(20.7)</b>	<b>(19.4)</b>
环比百分点	(2.7)	(0.4)	(7.9)	(12.0)	(0.8)

<b>全年 Capex</b>	<b>5,000</b>	<b>6,600</b>	<b>6,600</b>	<b>6,351</b>	<b>6,351</b>
<b>当年累计 Capex</b>	<b>2,541</b>	<b>4,364</b>	<b>6,351</b>	<b>1,259</b>	
Capex 完成度	51%	66%	96%	20%	

E=中芯国际指引值

资料来源: 公司公告、浦银国际

根据 1Q23 业绩及 2Q23 业绩指引，我们下调中芯国际 2023 年和 2024 年的收入和利润预测，其他调整可以参考下方表格。

**图表 17：中芯国际财务预测：新预测 vs 前预测**

美元百万	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	<b>6,453</b>	8,308	(22%)	<b>8,237</b>	9,192	(10%)	<b>9,437</b>	-	-
毛利润	<b>1,361</b>	3,038	(55%)	<b>2,105</b>	3,349	(37%)	<b>2,709</b>	-	-
经营利润	<b>134</b>	1,839	(93%)	<b>692</b>	2,172	(68%)	<b>1,095</b>	-	-
净利润	<b>606</b>	2,033	(70%)	<b>1,106</b>	2,350	(53%)	<b>1,449</b>	-	-
基本每股收益 (美元)	<b>0.08</b>	0.26	(70%)	<b>0.14</b>	0.30	(53%)	<b>0.18</b>	-	-
EBITDA (美元)	<b>3,890</b>	5,145	(24%)	<b>4,859</b>	5,948	(18%)	<b>5,503</b>	-	-
<b>利润率</b>			<b>百分点</b>			<b>百分点</b>			<b>百分点</b>
毛利率	<b>21.1%</b>	36.6%	(15.5)	<b>25.6%</b>	36.4%	(10.9)	<b>28.7%</b>	-	-
营业费用率	<b>19.0%</b>	14.4%	4.6	<b>17.2%</b>	12.8%	4.4	<b>17.1%</b>	-	-
营业利润率	<b>2.1%</b>	22.1%	(20.1)	<b>8.4%</b>	23.6%	(15.2)	<b>11.6%</b>	-	-
净利率	<b>9.4%</b>	24.5%	(15.1)	<b>13.4%</b>	25.6%	(12.1)	<b>15.4%</b>	-	-
EBITDA 率	<b>60.3%</b>	61.9%	(1.6)	<b>59.0%</b>	64.7%	(5.7)	<b>58.3%</b>	-	-

资料来源：浦银国际预测

## 估值

我们采用 EV/EBITDA (企业价值倍数法) 对中芯国际进行估值预测。在悲观、基础、乐观三种情景下，我们分别给予中芯国际 2024 年 7.5x、9.0x、10.5x 的目标 EV/EBITDA。基础情景的 9.0x 目标估值，处于中芯国际港股 (981.HK) 2015 年以来均值 9.8x 和均值以下一个标准差 4.9x 之间。我们选取 7.8343 的美元兑港元汇率，得到 24.6 港元的目标价，潜在升幅 16%，维持“买入”评级。

对于中芯国际 A 股 (688981.CH)，上市以来 H 股的溢价区间在 131%-267% 之间 (图表 23)。我们假设 A 股相对于港股 (981.HK) 的溢价为 205%，并按照 0.9038 的港元对人民币汇率，得到 67.9 人民币的目标价，潜在升幅 23%，维持“买入”评级。

图表 18: 中芯国际 EV/EBITDA 估值 (2024 年)

美元百万	悲观情景	基础情景	乐观情景
EBITDA	3,863	4,859	5,345
EBITDA 增速	(1%)	25%	37%
EV/EBITDA(x)	7.5	9.0	10.5
<b>推算企业价值</b>	<b>28,975</b>	<b>43,735</b>	<b>56,127</b>
减: 净负债	6,235	6,235	6,235
<b>目标估值</b>	<b>22,739</b>	<b>37,500</b>	<b>49,892</b>
<b>目标估值</b> (港元百万)	<b>178,148</b>	<b>293,787</b>	<b>390,868</b>
A 股股数 (百万)	1,957	1,957	1,957
A 股相对 H 股溢价	205%	205%	205%
A 股折合 H 股股数	5,970	5,970	5,970
H 股股数	5,951	5,951	5,951
<b>折合 H 股总股数</b>	<b>11,922</b>	<b>11,922</b>	<b>11,922</b>
<b>981.HK 目标价</b> (港元)	<b>14.9</b>	<b>24.6</b>	<b>32.8</b>
<b>688981.CH 目标价</b> (人民币)	<b>41.2</b>	<b>67.9</b>	<b>90.4</b>
981.HK 潜在升幅	-25%	16%	64%
688981.CH 潜在升幅	-23%	23%	68%

注: EV/EBITDA: 企业价值/EBITDA, 即 Enterprise Value/ Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization

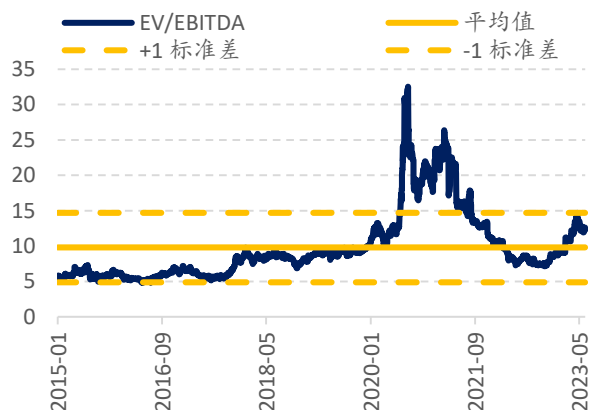
资料来源: 浦银国际预测

**图表 19: 中芯国际港股市盈率: 当前 24.9x vs. 历史均值 39.1x vs 历史均值以下一个标准差 13.8x**



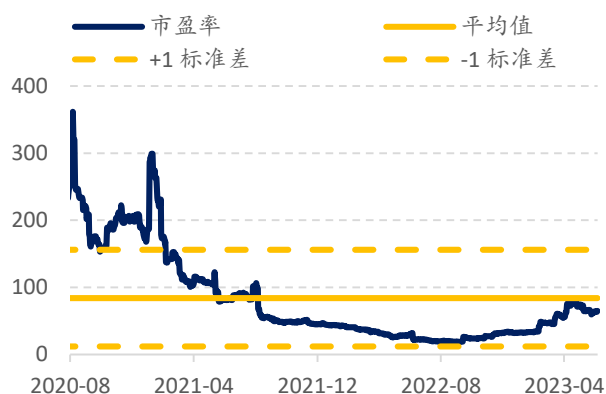
注: 数据截至 2023 年 6 月 5 日, 历史均值取自 2019 年 7 月 1 日以来;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

**图表 20: 中芯国际港股 EV/EBITDA: 当前 12.6x vs. 历史均值 9.8x vs. 历史均值以下一个标准差 4.9x**



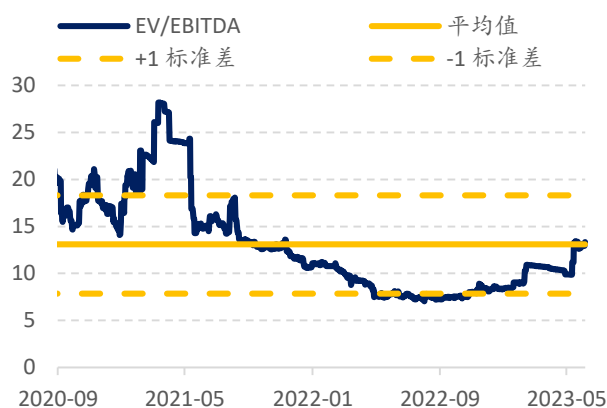
注: 数据截至 2023 年 6 月 5 日, 历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

**图表 21: 中芯国际 A 股市盈率: 当前 65.0x vs. 历史均值 84.1x vs 历史均值以下一个标准差 12.2x**



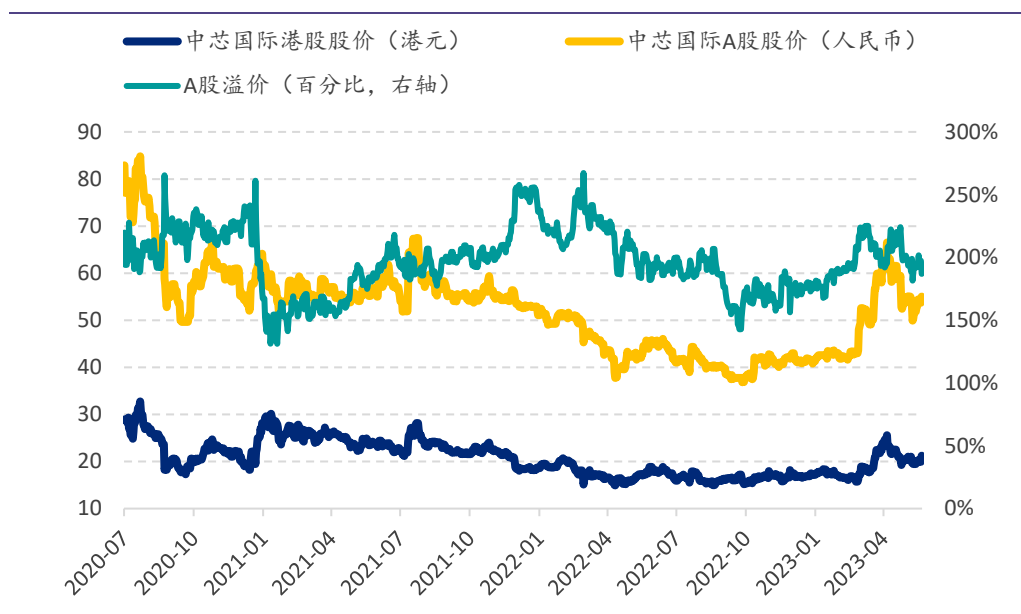
注: 数据截至 2023 年 6 月 5 日, 历史均值取自上市以来;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

**图表 22: 中芯国际 A 股 EV/EBITDA: 当前 13.3x vs. 历史均值 13.1x vs. 历史均值以下一个标准差 7.9x**



注: 数据截至 2023 年 6 月 5 日, 历史均值取自上市以来;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

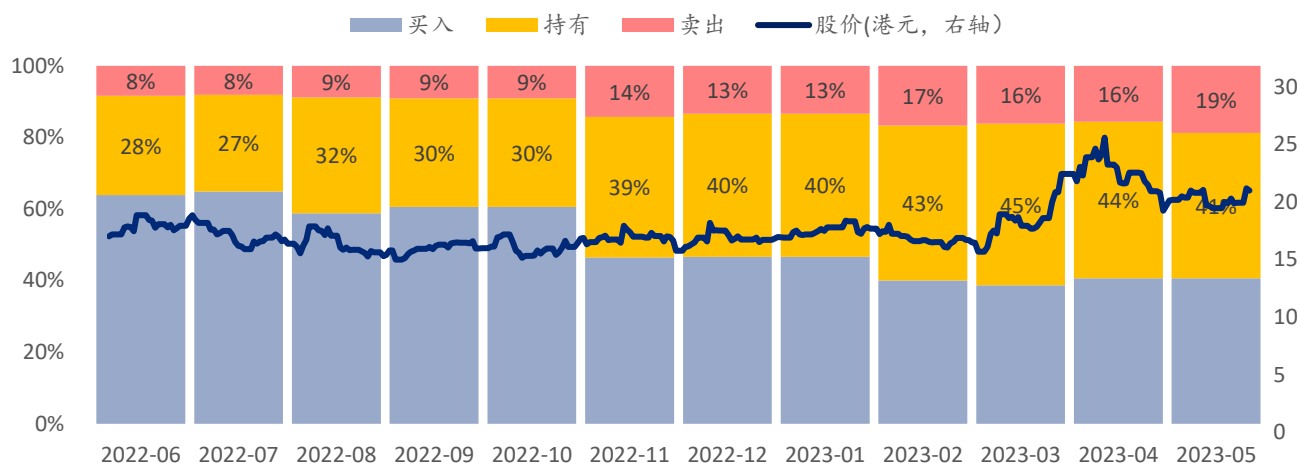
图表 23：中芯国际 A 股股价相较于 H 股溢价



注：数据截至 2023 年 6 月 5 日  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

## SPDBI 乐观与悲观情景假设-H 股

图表 24: 中芯国际 H 股市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 25: 中芯国际 H 股 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 32.8 港元 (概率: 20%)

- 公司产能扩张速度较快, 带动收入增速高于基本情景假设;
- 半导体行业周期下行见底速度快于预期;
- 公司的产能利用率回升趋势延续良好, 利于提升收入表现。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

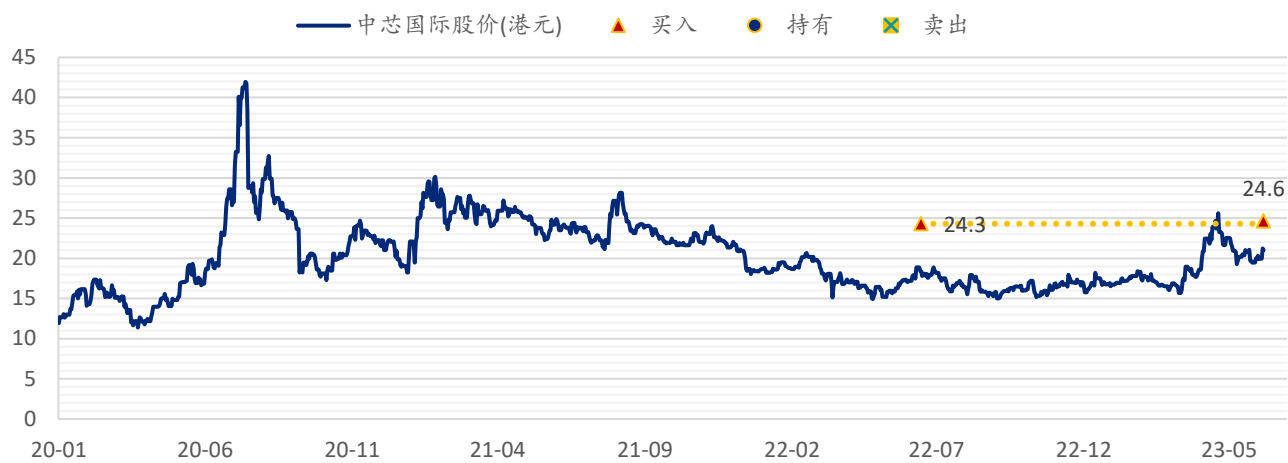
目标价: 14.9 港元 (概率: 15%)

- 半导体行业下游需求 (智能手机、新能源汽车、工业等) 进一步走弱, 拖累公司业绩增长;
- 晶圆代工产能利用率下降, 盈利能力持续下滑;
- 行业竞争加剧, 拖累公司利润率表现。

资料来源: 浦银国际



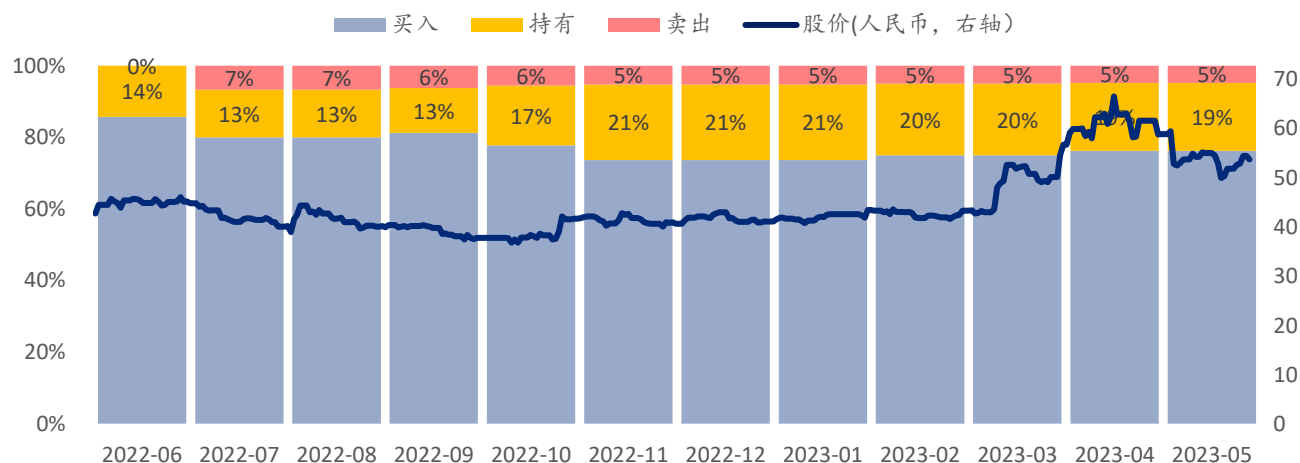
图表 26: SPDBI 目标价: 中芯国际 H 股



注: 截至 2023 年 6 月 5 收盘价 资料来源: Bloomberg、浦银国际

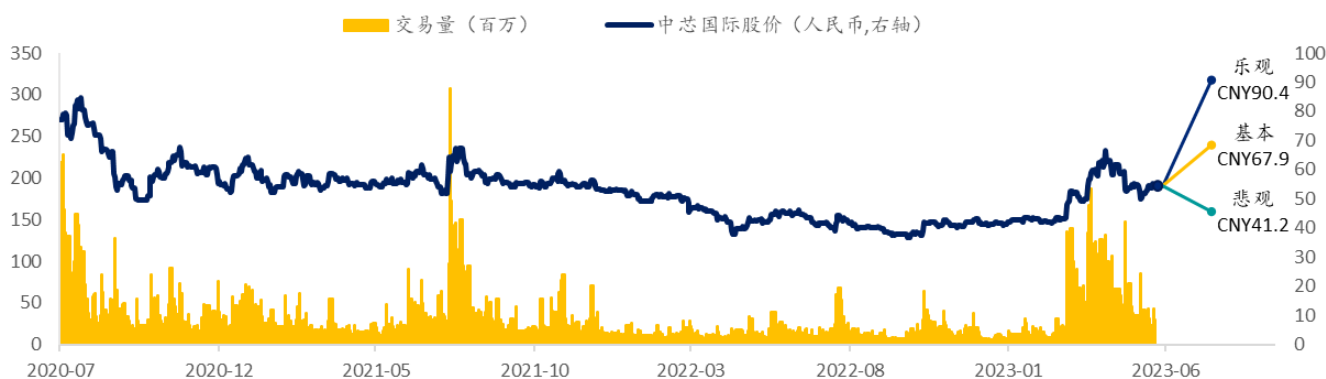
# SPDBI 乐观与悲观情景假设-A 股

图表 27: 中芯国际 A 股市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 28: 中芯国际 A 股 SPDBI 情景假设



**乐观情景: 公司收入增长好于预期**

**目标价: 90.4 人民币 (概率: 20%)**

- 公司产能扩张速度较快, 带动收入增速高于基本情景假设;
- 半导体行业周期下行见底速度快于预期;
- 公司的产能利用率回升趋势延续良好, 利于提升收入表现。

**悲观情景: 公司收入增长不及预期**

**目标价: 41.2 人民币 (概率: 15%)**

- 半导体行业下游需求 (智能手机、新能源汽车、工业等) 进一步走弱, 拖累公司业绩增长;
- 晶圆代工产能利用率下降, 盈利能力持续下滑;
- 行业竞争加剧, 拖累公司利润率表现。

资料来源: 浦银国际

图表 29: SPDBI 目标价: 中芯国际 A 股



注: 截至 2023 年 6 月 5 收盘价 资料来源: Bloomberg、浦银国际

# 财务报表

## 财务报表分析与预测

### 利润表

美元百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>5,443</b>	<b>7,273</b>	<b>6,453</b>	<b>8,237</b>	<b>9,437</b>
营业成本	(3,767)	(4,512)	(5,092)	(6,132)	(6,728)
<b>毛利润</b>	<b>1,676</b>	<b>2,762</b>	<b>1,361</b>	<b>2,105</b>	<b>2,709</b>
<b>经营支出</b>	<b>(942)</b>	<b>(1,261)</b>	<b>(1,227)</b>	<b>(1,413)</b>	<b>(1,614)</b>
销售费用	(28)	(34)	(34)	(43)	(47)
管理费用	(276)	(494)	(475)	(546)	(624)
研发费用	(639)	(733)	(718)	(824)	(943)
<b>经营利润</b>	<b>734</b>	<b>1,501</b>	<b>134</b>	<b>692</b>	<b>1,095</b>
<b>非经营收入</b>	<b>1,107</b>	<b>713</b>	<b>809</b>	<b>782</b>	<b>740</b>
财务费用	(110)	(126)	(141)	(122)	(122)
投资收益	253	122	136	136	136
其他	741	368	349	349	349
<b>税前利润</b>	<b>1,840</b>	<b>2,214</b>	<b>943</b>	<b>1,474</b>	<b>1,835</b>
所得税	(65)	(16)	(42)	(74)	(92)
<b>税后利润含少数股东权益</b>	<b>1,775</b>	<b>2,198</b>	<b>901</b>	<b>1,400</b>	<b>1,743</b>
少数股东权益	73	380	294	294	294
<b>净利润</b>	<b>1,702</b>	<b>1,818</b>	<b>606</b>	<b>1,106</b>	<b>1,449</b>
基本股数 (百万)	7,898	7,909	7,909	7,909	7,909
摊销量数 (百万)	7,934	7,934	7,934	7,934	7,934
<b>基本每股收益 (美元)</b>	<b>0.22</b>	<b>0.23</b>	<b>0.08</b>	<b>0.14</b>	<b>0.18</b>
<b>摊销每股收益 (美元)</b>	<b>0.21</b>	<b>0.23</b>	<b>0.08</b>	<b>0.14</b>	<b>0.18</b>

### 资产负债表

美元百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>货币资金</b>	<b>8,582</b>	<b>6,933</b>	<b>6,358</b>	<b>4,430</b>	<b>2,871</b>
限制性存款	214	677	677	677	677
短期投资	110	522	464	592	678
应收账款和应收票据	1,215	1,303	1,156	1,328	1,369
存货	1,194	1,911	2,157	2,338	2,565
其他流动资产	3,903	5,248	5,511	5,786	6,075
<b>流动资产合计</b>	<b>15,218</b>	<b>16,594</b>	<b>16,322</b>	<b>15,150</b>	<b>14,235</b>
物业、厂房及设备	14,261	18,856	22,326	25,213	27,695
使用权资产	554	530	530	530	530
无形资产	68	45	20	(5)	(30)
长期投资收益	5,877	7,716	8,487	9,336	10,270
其他非流动资产	134	67	67	67	67
<b>总资产</b>	<b>36,111</b>	<b>43,808</b>	<b>47,752</b>	<b>50,291</b>	<b>52,767</b>
短期借贷	789	1,268	3,551	3,906	4,101
应付账款和应付票据	1,830	3,217	3,631	3,935	4,231
其他流动负债	1,834	2,540	3,048	3,657	3,730
<b>流动负债合计</b>	<b>4,454</b>	<b>7,025</b>	<b>10,230</b>	<b>11,498</b>	<b>12,063</b>
长期借款	4,938	6,718	6,739	6,759	7,059
其他非流动负债	1,282	1,103	1,103	1,103	1,103
<b>总负债</b>	<b>10,673</b>	<b>14,846</b>	<b>18,071</b>	<b>19,360</b>	<b>20,225</b>
股本	32	32	32	32	32
储备	13,837	13,963	14,683	15,933	17,544
少数股东权益	8,288	9,811	9,811	9,811	9,811
其他	3,281	5,155	5,155	5,155	5,155
<b>股东权益总额</b>	<b>25,438</b>	<b>28,961</b>	<b>29,681</b>	<b>30,931</b>	<b>32,542</b>
<b>总负债和股东权益</b>	<b>36,111</b>	<b>43,808</b>	<b>47,752</b>	<b>50,291</b>	<b>52,767</b>

### 现金流量表

美元百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,012</b>	<b>5,348</b>	<b>4,086</b>	<b>4,800</b>	<b>4,969</b>
税后利润含少数股东权益	1,775	2,198	901	1,400	1,743
折旧	1,844	2,252	2,781	3,239	3,522
摊销	25	19	25	25	25
<b>营运资金变动</b>	<b>114</b>	<b>894</b>	<b>560</b>	<b>285</b>	<b>(189)</b>
应收账款减少 (增加)	(257)	(12)	147	(172)	(41)
库存减少 (增加)	(360)	(782)	(246)	(181)	(227)
应付账款增加 (减少)	79	792	414	304	296
其他经营资金变动	651	895	246	334	(216)
所得税	65	16	42	74	92
利息收入 (支出)	(113)	(224)	(224)	(224)	(224)
其他	(699)	192	-	-	-
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6,655)</b>	<b>(10,392)</b>	<b>(6,964)</b>	<b>(7,103)</b>	<b>(7,023)</b>
资本支出	(4,331)	(6,251)	(6,251)	(6,126)	(6,004)
取得或购买长期投资	(2,733)	(4,061)	(772)	(849)	(934)
短期投资	42	(320)	59	(128)	(86)
其他	367	241	-	-	-
<b>融资活动现金流</b>	<b>2,357</b>	<b>3,614</b>	<b>2,303</b>	<b>375</b>	<b>495</b>
借款	337	2,356	2,283	355	195
发行股份	6	58	-	-	-
发行债券	43	20	20	20	300
现金股利	-	-	-	-	-
其他	1,972	1,180	-	-	-
外汇损益	41	(220)	-	-	-
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>(1,245)</b>	<b>(1,649)</b>	<b>(575)</b>	<b>(1,928)</b>	<b>(1,559)</b>
期初现金及现金等价物	9,827	8,582	6,933	6,358	4,430
期末现金及现金等价物	8,582	6,933	6,358	4,430	2,871

### 主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营运指标增速</b>					
营业收入增速	39%	34%	(11%)	28%	15%
毛利润增速	82%	65%	(51%)	55%	29%
营业利润增速	(1502%)	105%	(91%)	416%	58%
净利润增速	138%	7%	(67%)	82%	31%
<b>盈利能力</b>					
净资产收益率	7.2%	6.7%	2.1%	3.6%	4.6%
总资产回报率	5.0%	4.5%	1.3%	2.3%	2.8%
投入资本回报率	2.3%	4.0%	0.3%	1.6%	2.4%
<b>利润率</b>					
毛利率	30.8%	38.0%	21.1%	25.6%	28.7%
营业利润率	13.5%	20.6%	2.1%	8.4%	11.6%
净利润率	31.3%	25.0%	9.4%	13.4%	15.4%
EBITDA率	70.2%	63.4%	60.3%	59.0%	58.3%
<b>营运能力</b>					
现金循环周期	1	(15)	(30)	(36)	(36)
应收账款周转天数	73	63	70	55	52
存货周转天数	97	126	146	134	133
应付账款周转天数	169	204	245	225	222
净债务 (净现金)	(2,855)	1,054	3,932	6,235	8,289
自由现金流	(1,640)	(1,596)	(2,757)	(1,919)	(1,605)

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

# 华虹半导体 (1347.HK, 买入, 目标价 34.1 港元)

## 业绩回顾及预测调整

### 华虹半导体 1Q23 业绩:

- 营业收入为 6.3 亿美元, 同比增长 6%, 环比持平, 略高于此前指引, 大致符合市场预期。量、价拆解来看, 付运晶圆平均售价环比微降 0.8%, 付运晶圆数 (折合 8 英寸) 环比增长 0.9%, 基本平稳。
- 毛利率 32.1%, 同比增长 5.1 个百分点, 环比下降 6.1 个百分点, 主要受到季节性、年度维修及折旧增加等因素影响。
- 营业费用率为 12.1%, 同比微降 0.6 个百分点, 环比增长 2.6 个百分点。营业利润为 1.3 亿美元, 同比增长 49%, 环比下降 30%。
- 净利润为 1.5 亿美元, 同比增长 48%, 环比下降 4%。净利润表现好于市场预期。

### 华虹半导体 2Q23 业绩指引:

- 营业收入预计为 6.3 亿美元, 同比增长 1%, 环比持平。
- 毛利率区间预计为 25%-27%。指引中位数同比下降 7.6 个百分点, 环比下降 6.1 个百分点, 不及市场预期。

### 业绩会要点:

- 公司给出 CAPEX 全年指引, 7 亿美元用于无锡产线一期计划, 1.85 亿美元用于 8 英寸产线, 总计约 9 亿美元。
- 管理层表示, 无锡二期扩产计划正在稳步推进中, 项目相关手续取得很大进展。计划今年年中实质性启动, 在一年半左右的时间实现厂房封顶并尽快完成工艺通线, 希望在 2025 年初实现产能。
- 二期技术储备主要在新能源汽车、风能、储能、工控等领域做研发布局。
- 产能方面, 目前 8 英寸始终处于满产, 而 12 英寸产能在 7 万片左右, 投入产出在 6.8 万左右。

图表 30: 华虹半导体 1Q23 业绩详情

美元百万	1Q23	1Q22	同比	4Q22	环比
营业收入	631	595	6%	630	0%
毛利润	202	160	26%	241	(16%)
经营利润	126	85	49%	181	(30%)
净利润	152	103	48%	159	(4%)
基本每股收益 (美元)	0.116	0.079	47%	0.122	(4%)

利润率	1Q23	1Q22	同比 百分点	4Q22	环比 百分点
毛利率	32.1%	26.9%	5.1	38.2%	(6.1)
营业费用率	12.1%	12.7%	(0.6)	9.5%	2.6
营业利润率	20.0%	14.3%	5.7	28.7%	(8.8)
归母净利率	24.1%	17.3%	6.8	25.3%	(1.1)

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 31: 华虹半导体历史及 2Q23 业绩指引

季度指引	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E
<b>营业收入</b>	<b>615</b>	<b>625</b>	<b>630</b>	<b>630</b>	<b>630</b>
实际值	621	630	630	631	
<b>同比</b>	<b>78%</b>	<b>38%</b>	<b>19%</b>	<b>6%</b>	<b>1%</b>
环比	3%	1%	0%	(0%)	(0%)
<b>毛利率</b>	<b>28.5%</b>	<b>33.5%</b>	<b>36.0%</b>	<b>33.0%</b>	<b>26.0%</b>
最低毛利率	28.0%	33.0%	35.0%	32.0%	25.0%
最高毛利率	29.0%	34.0%	37.0%	34.0%	27.0%
实际值	33.6%	37.2%	38.2%	32.1%	
<b>同比 (百分点)</b>	<b>3.7</b>	<b>6.4</b>	<b>3.5</b>	<b>6.1</b>	<b>(7.6)</b>
环比 (百分点)	1.6	(0.1)	(1.2)	(5.2)	(6.1)

E=华虹半导体指引值

资料来源: 公司公告、浦银国际

根据 1Q23 业绩及 2Q23 业绩指引，我们下调华虹半导体 2023 年和 2024 年的收入和利润预测，其他调整可以参考下方表格。

**图表 32：华虹半导体财务预测：新预测 vs 前预测**

美元百万	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	<b>2,593</b>	2,884	(10%)	<b>2,927</b>	3,138	(7%)	<b>3,305</b>	-	-
毛利润	<b>689</b>	841	(18%)	<b>743</b>	891	(17%)	<b>900</b>	-	-
经营利润	<b>400</b>	482	(17%)	<b>419</b>	503	(17%)	<b>539</b>	-	-
净利润	<b>369</b>	482	(24%)	<b>375</b>	500	(25%)	<b>475</b>	-	-
基本每股收益 (美元)	<b>0.28</b>	0.37	(24%)	<b>0.29</b>	0.38	(25%)	<b>0.36</b>	-	-
EBITDA (美元)	<b>959</b>	1,018	(6%)	<b>1,035</b>	1,069	(3%)	<b>1,186</b>	-	-
<b>利润率</b>	<b>百分点</b>			<b>百分点</b>			<b>百分点</b>		
毛利率	<b>26.6%</b>	29.2%	(2.6)	<b>25.4%</b>	28.4%	(3.0)	<b>27.2%</b>	-	-
营业费用率	<b>11.1%</b>	12.5%	(1.3)	<b>11.1%</b>	12.3%	(1.3)	<b>10.9%</b>	-	-
营业利润率	<b>15.4%</b>	16.7%	(1.3)	<b>14.3%</b>	16.0%	(1.7)	<b>16.3%</b>	-	-
净利率	<b>14.2%</b>	12.5%	1.8	<b>12.8%</b>	15.9%	(3.1)	<b>14.4%</b>	-	-
EBITDA 率	<b>37.0%</b>	35.3%	1.7	<b>35.4%</b>	34.1%	1.3	<b>35.9%</b>	-	-

资料来源：浦银国际预测

## 估值

我们采用 EV/EBITDA（企业价值倍数法）对华虹半导体进行估值预测。我们给予华虹 2024 年在悲观、基础、乐观情景下的 EV/EBITDA 分别为 4.2x、5.5x、6.3x。基础情景的 5.5x 目标估值低于华虹半导体 2015 年以来的 EV/EBITDA 均值。我们选取 7.8343 的美元兑港元汇率，得到 34.1 港元的目标价，潜在升幅 32%，维持“买入”评级。

图表 33：华虹半导体 EV/EBITDA 估值（2024 年）

美元百万	悲观情景	基础情景	乐观情景
EBITDA	776	1,035	1,139
EBITDA 增速	(19%)	8%	19%
EV/EBITDA(x)	4.2	5.5	6.3
推算企业价值	3,260	5,693	7,173
减：净负债	12	12	12
目标估值	3,248	5,680	7,160
目标估值 (港元百万)	25,446	44,502	56,097
股数 (百万)	1,303	1,303	1,303
目标价 (港元)	19.5	34.1	43.0
潜在升幅	(24%)	32%	67%

注：EV/EBITDA：企业价值/EBITDA，即 Enterprise Value/ Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization

资料来源：浦银国际预测

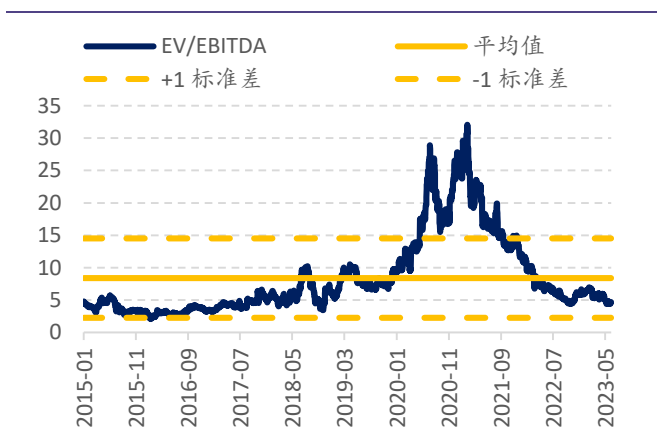
图表 34：华虹半导体市盈率：当前 11.7x vs. 历史均值 18.7x vs. 历史均值以下一个标准差 5.4x



注：数据截至 2023 年 6 月 5 日，历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 35：华虹半导体 EV/EBITDA：当前 4.7x vs. 历史均值 8.4x vs. 历史均值以下一个标准差 2.3x



注：数据截至 2023 年 6 月 5 日，历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来；

资料来源：Bloomberg、浦银国际



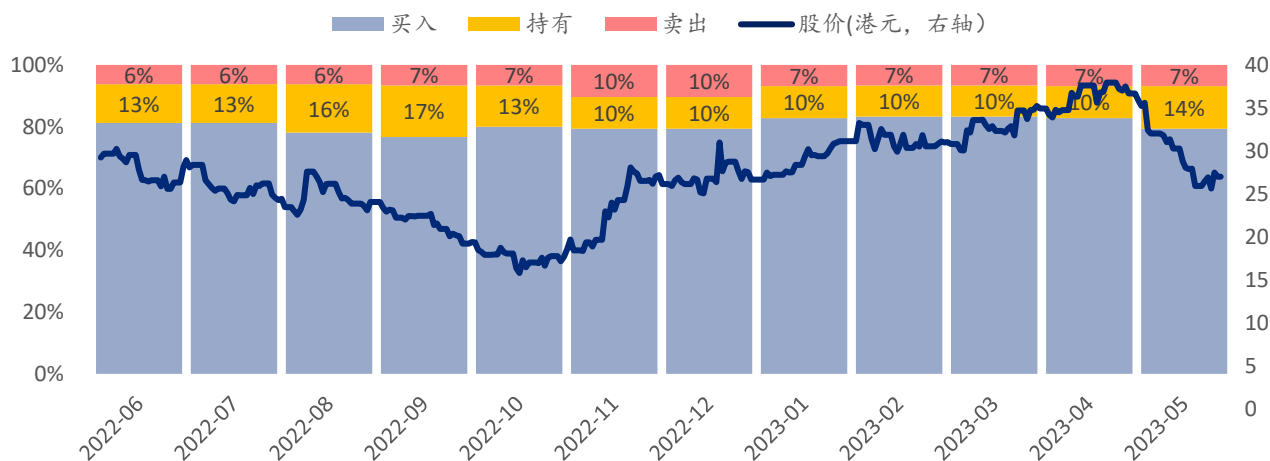
图表 36: SPDBI 目标价: 华虹半导体



注: 截至 2023 年 6 月 5 日收盘价 资料来源: Bloomberg、浦银国际

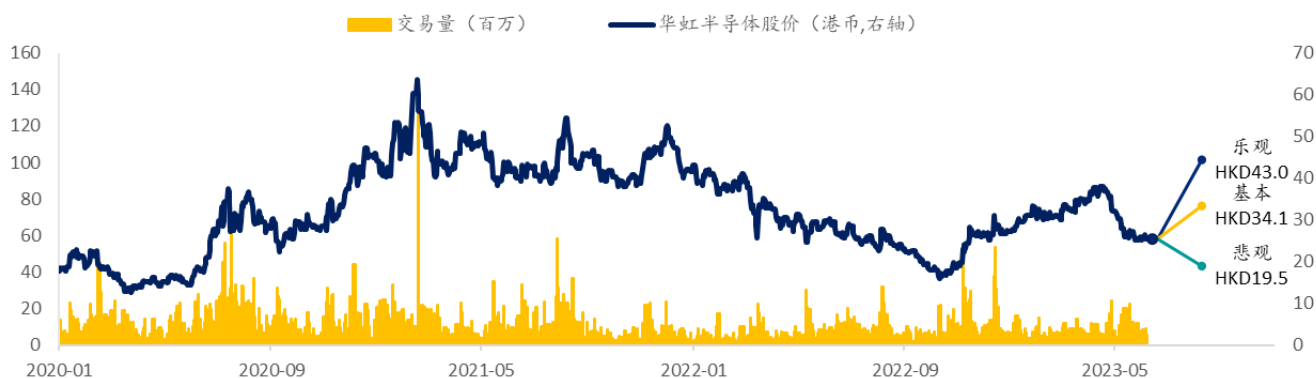
## SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 37: 华虹半导体市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 38: 华虹半导体 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 43.0 港元 (概率: 20%)

- 无锡 12 英寸厂的产能爬坡速度快于预期, 带动收入增速高于基本情景假设;
- 半导体行业周期下行见底速度快于预期;
- 工业及汽车板块收入体量增长较快, 带动公司业绩加速增长。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 19.5 港元 (概率: 15%)

- 半导体行业下游需求 (智能手机、新能源汽车、工业等) 进一步走弱, 拖累公司业绩增长;
- 晶圆代工产能利用率下降, 盈利能力持续下滑;
- 行业竞争加剧, 拖累公司利润率表现。

资料来源: 浦银国际

# 财务报表

## 财务报表分析与预测

### 利润表

美元百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,631	2,475	2,593	2,927	3,305
营业成本	(1,179)	(1,632)	(1,904)	(2,184)	(2,405)
毛利	452	844	689	743	900
经营支出	(210)	(279)	(289)	(324)	(361)
销售费用	(11)	(12)	(11)	(12)	(14)
管理费用	(92)	(106)	(107)	(122)	(133)
研发费用	(107)	(161)	(171)	(189)	(214)
经营利润	242	565	400	419	539
非经营收入	54	(68)	(32)	(31)	(29)
财务费用	(13)	(40)	(67)	(67)	(67)
投资收益	7	12	12	12	12
其他	61	(40)	23	24	25
税前利润	296	496	369	388	509
税务费用	(65)	(89)	(46)	(60)	(81)
税后利润含少数股东权益	231	407	322	328	429
少数股东权益	(31)	(43)	(46)	(46)	(46)
净利润	261	450	369	375	475
基本股数 (百万)	1,300	1,303	1,303	1,303	1,303
摊销股数 (百万)	1,320	1,314	1,314	1,314	1,314
基本每股收益 (美元)	0.20	0.35	0.28	0.29	0.36
摊销每股收益 (美元)	0.20	0.34	0.28	0.29	0.36

### 资产负债表

美元百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,610	2,009	2,214	2,536	3,184
限制性存款	2	1	1	1	1
短期投资	-	-	-	-	-
应收账款和应收票据	181	292	306	345	390
存货	434	578	674	774	852
其他流动资产	165	196	205	232	262
流动资产合计	2,392	3,076	3,400	3,887	4,688
物业、厂房及设备	3,117	3,368	3,863	4,350	4,788
使用权资产	75	78	78	78	78
无形资产	35	33	11	(10)	9
长期投资收益	122	131	144	158	174
其他非流动资产	462	370	370	370	370
总资产	6,203	7,055	7,866	8,833	10,108
短期借贷	195	427	640	960	1,440
应付账款和应付票据	194	237	276	317	349
其他流动负债	751	719	862	1,035	1,242
流动负债合计	1,140	1,382	1,779	2,312	3,031
长期借款	1,390	1,482	1,482	1,482	1,482
其他非流动负债	37	56	56	56	56
总负债	2,568	2,920	3,316	3,850	4,569
股本	1,986	1,994	2,000	2,005	2,011
储备	835	1,036	1,445	1,873	2,423
少数股东权益	815	1,105	1,105	1,105	1,105
其他	-	-	-	-	-
股东权益总额	3,636	4,135	4,550	4,984	5,539
总负债和股东权益	6,203	7,055	7,866	8,833	10,108

### 现金流量表

美元百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	518	751	996	1,056	1,245
税前利润	296	496	369	388	509
折旧	308	446	501	558	629
摊销	10	11	22	22	(20)
营运资金变动	(73)	(174)	64	48	86
应收账款减少 (增加)	(60)	(111)	(14)	(39)	(45)
库存减少 (增加)	(207)	(155)	(96)	(99)	(78)
应付账款增加 (减少)	63	43	39	41	32
其他经营资金变动	131	49	134	146	177
利息收入 (支出)	13	40	40	40	40
其他	(36)	(68)	-	-	-
投资活动现金流	(863)	(930)	(1,009)	(1,060)	(1,083)
资本支出	(939)	(996)	(996)	(1,046)	(1,067)
取得或购买长期投资	(17)	(9)	(13)	(14)	(16)
短期投资	-	-	-	-	-
其他	93	75	-	-	-
融资活动现金流	1,015	672	219	325	486
借款	1,019	323	213	320	480
发行股份	7	5	5	5	5
发行债券	-	-	-	-	-
现金股利	-	-	-	-	-
其他	(12)	344	-	-	-
外汇损益	17	(94)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	687	399	205	322	648
期初现金及现金等价物	923	1,610	2,009	2,214	2,536
期末现金及现金等价物	1,610	2,009	2,214	2,536	3,184

### 主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营运指标增速					
营业收入增速	70%	52%	5%	13%	13%
毛利增速	92%	87%	(18%)	8%	21%
营业利润增速	(801%)	133%	(29%)	5%	29%
净利润增速	163%	72%	(18%)	2%	27%
盈利能力					
净资产收益率	7.5%	11.6%	8.5%	7.9%	9.0%
总资产报酬率	4.9%	6.8%	4.9%	4.5%	5.0%
投入资本回报率	3.6%	7.7%	5.2%	4.8%	5.4%
利润率					
毛利率	27.7%	34.1%	26.6%	25.4%	27.2%
营业利润率	14.8%	22.8%	15.4%	14.3%	16.3%
净利润率	16.0%	18.2%	14.2%	12.8%	14.4%
EBITDA率	38.5%	40.1%	37.0%	35.4%	35.9%
营运能力					
现金循环周期	86	100	113	112	113
应收账款周转天数	34	35	42	41	41
存货周转天数	102	113	120	121	123
应付账款周转天数	50	48	49	50	51
净债务 (净现金)	(25)	(100)	(92)	(94)	(262)
自由现金流	(505)	(251)	(59)	(64)	82

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

图表 39: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	10.9	买入	15.4	2023/3/30	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	135.4	买入	130.8	2023/5/2	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	24.2	买入	28.5	2023/4/28	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	51.5	买入	62.1	2023/5/3	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	28.4	买入	34.5	2022/5/27	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	11.9	买入	11.0	2022/5/27	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	16.1	买入	17.5	2022/5/27	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	74.9	买入	120.5	2023/4/12	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	3.2	买入	5.0	2023/4/14	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	97.8	买入	128.7	2023/4/20	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	7.7	买入	25.6	2022/9/15	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	59.2	买入	201.0	2022/9/15	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	8.5	买入	23.0	2022/9/15	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	33.3	买入	90.2	2022/9/15	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	30.1	买入	31.6	2022/9/15	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	116.7	买入	124.1	2022/9/15	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	38.2	买入	27.0	2022/11/29	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	217.6	持有	187.4	2023/4/25	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	248.2	买入	328.0	2022/9/15	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	258.3	买入	360.4	2022/9/15	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	21.2	买入	24.6	2023/6/7	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	55.0	买入	67.9	2023/6/7	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	26.4	买入	34.1	2023/6/7	晶圆代工

注: 截至 2023 年 6 月 5 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

