

中芯国际非控制性权益高增 佐证高端制程突破

第一创业证券研究所

分析师：郭强

证书编号：S1080524120001

电话：0755-23838533

邮箱：guoqiang@fcsc.com

核心观点：

1. 中芯国际公告2024年业绩预告，预计2024年第四季的销售收入为2,207.3百万美元，同比增长31%。公司预计2025年第一季收入环比增长6%至8%，表现好于季节性变动，也高于市场预期。
2. 2024年第四季毛利率为22.6%，环比第三季提升2.1个百分点，同比提升6.2个百分点。公司预计2025年第一季毛利率介于19%至21%的范围内，表现好于季节性变动，也高于市场预期。特别是公司2024年第四季的息税折旧及摊销前利润率高达58%，环比增加4.7个百分点，改善表现好于毛利率环比改善的幅度。
3. 2024年第四季公司非控制性权益的净利润达到1.63亿美元，同比增长1.6倍，创历史新高。由于该部分主要是几个28nm及以上先进制程工厂，特别是中芯南方的少数股东损益，所以代表公司的先进制程收入和盈利改善非常明显，证明公司先进制程良率的快速提升和需求高景气。
4. 公司全年出货量超过800万片8寸当量晶圆，测算2024年第四季出货199.2万片8寸当量晶圆，同比增长18.9%，增速低于收入同比增速，表明公司收入和盈利能力的高增长更多是由于产品平均价格提升带来的。
5. 2024年第四季资本开支为16.6亿美元，2024年全年资本开支约为73.3亿美元。并预计在外部环境无重大变化的前提下，2025年的资本开支与2024年相比大致持平。由于中芯国际先进制程受益显著好于成熟工艺，因此2025年的扩产主要将以先进制程为主。
6. 国内以Deepseek大模型性能比肩OPENAI，被国内几乎所有算力芯片公司适配并有大量的行业与公司开展部署、阿里Qwen大模型被苹果公司采用，和比亚迪智能驾驶发布会后，长安、广汽、上汽等全部跟进智驾平权，都表明国产芯片的下游应用，已有触手可及的确定高增长。

在国产芯片应用需求将加速增长，国内成熟和先进制程芯片供给量也有增长空间的前提下，我们看好国内芯片乃至整个电子产业链的长期景气程度提升。

风险提示：

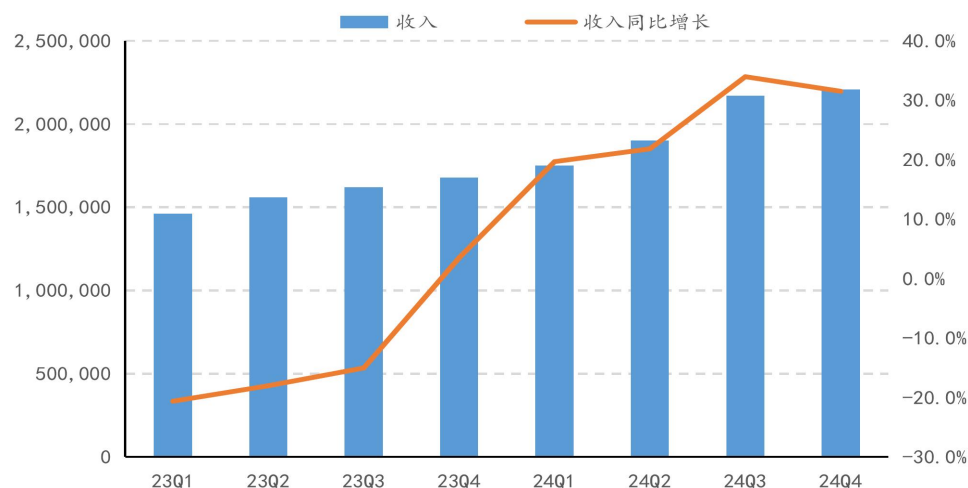
上述观点主要根据过去数据分析得出，可能因为后续产能出清不理想、下游需求不如预期，而出现最终结果与分析预测结论相背离的情况。

一、2024 年四季度收入高增与 2025 年一季度收入增长指引超预期

中芯国际公告 2024 年业绩预告，预计 2024 年第四季的销售收入为 2,207.3 百万美元，同比增长 31%。公司预计 2025 年第一季收入环比增长 6%至 8%，表现好于季节性变动，也高于市场预期。

图 1、2024 年四季度收入高增长

单位：百万美元



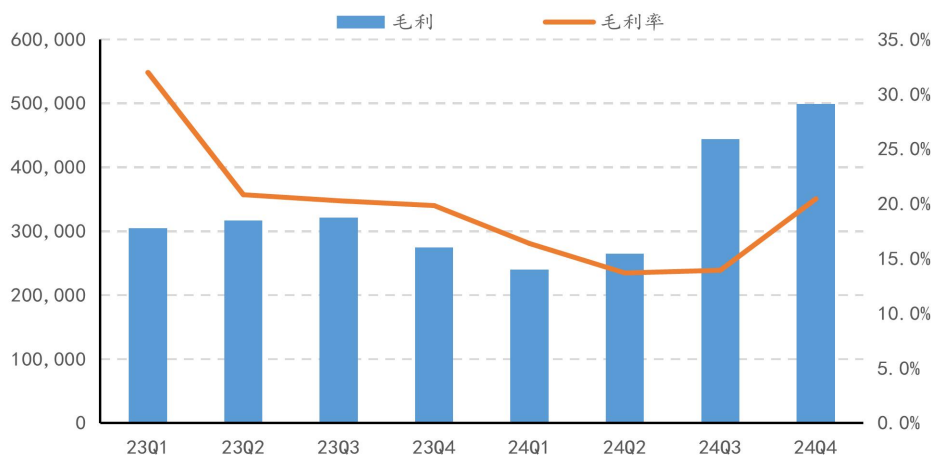
数据来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

二、2024 年四季度毛利率高于指引

2024 年第四季毛利率为 22.6%，环比第三季提升 2.1 个百分点，同比提升 6.2 个百分点。公司预计 2025 年第一季毛利率介于 19%至 21%的范围内，表现好于季节性变动，也高于市场预期。特别是公司 2024 年第四季的息税折旧及摊销前利润率高达 58%，环比增加 4.7 个百分点，好于毛利率环比改善的幅度。

图 2、2024 年四季度收入高增长

单位：百万美元



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

从中芯国际过去五个季度的销售成本结构和毛利的对比看，折旧和摊销占比成本的比重由 2024 年第三季度的 40% 提升到了 46%，主要是新的芯片厂投产转固定资产带来的，降低了 2024 年第四季的毛利率提升幅度。同时折旧和摊销金额也远大于当季度的毛利总额。由于芯片厂的折旧年限较短，因此新厂的投产会影响毛利率，但是折旧完成后，芯片厂的毛利率和盈利能力会跳跃提升。

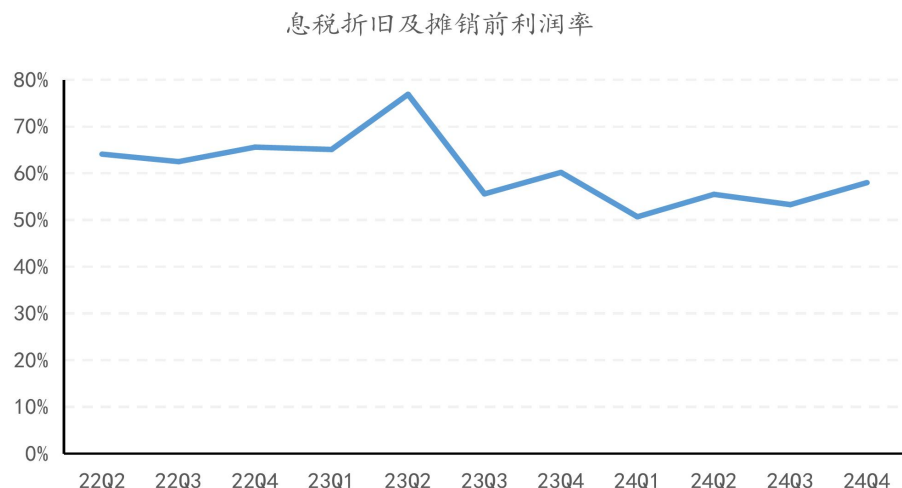
表 1、中芯国际过去几个季度的主要成本结构

| 项目 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | 24Q4 |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 销售成本 | 1,403,344 | 1,510,472 | 1,636,183 | 1,727,028 | 1,708,270 |
| 其中：折旧及摊销 | 602,245 | 630,824 | 701,547 | 686,719 | 788,055 |
| 其他制造成本 | 801,099 | 879,648 | 934,636 | 1,040,309 | 920,215 |
| 毛利 | 274,955 | 239,704 | 265,093 | 444,160 | 499,011 |

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

由此 2024 年第四季公司的息税折旧及摊销前利润率高达 58%，是仅次于台积电的存在，充分体现了目前中芯国际的高盈利能力。作为对比，台积电的 EBITDA Margin 长期保持在 60% 左右，是全球最高的晶圆代工厂之一。三星的 EBITDA Margin 常年在 24%~35% 左右，2023 年更是降低到 16.3%。台联电和格罗方德的 EBITDA Margin 通常也在 30% 左右。

图 3、中芯国际 EBITDA Margin 常年维持在 50% 以上盈利能力强



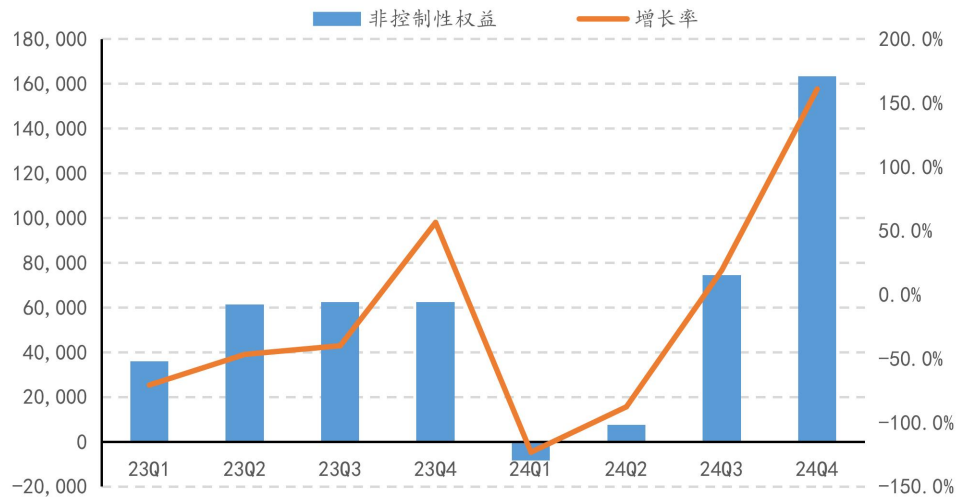
数据来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

三、非控制性权益实证公司 28nm 以上先进制程良率和需求高增长

2024 年第四季公司非控制性权益的净利润达到 1.63 亿美元,同比增长 1.6 倍,创历史新高。由于该部分主要是几个 28nm 及以上先进制程工厂,特别是中芯南方的少数股东损益,所以代表公司的先进制程收入和盈利改善非常明显,证明公司先进制程良率的快速提升和需求高景气。目前中芯国际存在少数股东权益子公司的主要组成为中芯南方 38.5%、中芯深圳 49.7%、中芯东方 66%、中芯京城 51%、中芯北方 25.5%。

图 4、中芯国际非控制性权益高增长

单位:千美元



数据来源:公司公告、第一创业证券研究所整理

重要声明:

第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

| 评级类别 | 具体评级 | 评级定义 |
|--------|------|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上 |
| | 审慎推荐 | 预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
| | 中性 | 预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间 |
| | 回避 | 预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上 |
| 行业投资评级 | 推荐 | 行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数 |

联系方式:

| 公司总部 | 北京办事处 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn | 北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140 |