

# 华虹半导体 (1347 HK)

## 市场需求逐步回暖，产能利用率接近满载

华虹半导体公布 2024 年第二季度业绩。季度收入为 4.79 亿美元，同比下降 24.2%，环比增长 4.0%，略低于彭博一致预期 2.0%，且略低于招银国际预测 1.6%。温和的环比增长主要受晶圆出货量增长（环比增长 8.4%）的推动，但平均销售价格的持续下降（环比下降 3.5%）抵消了部分影响。受益于产能利用率的持续提升（第一、二季度产能利用率为 92%和 98%），公司第二季度毛利率为 10.5%（上季度为 6.4%，去年同期为 27.7%），高于彭博一致预期的 8.7%和招银国际预测的 9.0%。本季度净利润达到 670 万美元（同比下降 91%，环比下降 79%），低于彭博一致预期的 2,000 万美元，但高于招银国际预测的 200 万美元。展望未来，公司第三季度收入指引的中间值为 5.1 亿美元，意味着同比下降 10.3%，环比增长 6.6%。毛利率指引为 10%-12%。公司第二季度业绩和第三季度的指引表明，虽然终端应用市场仍面临挑战，但部分细分市场的需求正在逐步回暖（比如消费电子市场）。这符合我们此前的预期。我们认为公司是中国半导体产业链自主可控趋势下的主要受益者。维持 "买入" 评级，目标价为 24 港元不变，对应 0.8 倍 2024 年市净率。

■ 公司来自消费电子市场的收入于去年第四季度触底，于今年上半年实现环比增长。本季度消费电子市场贡献了总收入的 62%，部门收入于第一、二季度分别实现了 14.0%和 3.6%的环比增长，呈现复苏迹象。中芯国际（981 HK，未评级）在近期业绩会上，同样提及消费电子市场的复苏趋势，并表示智能手机和消费电子市场对公司的收入贡献率于上半年提升。中芯国际认为消费电子市场收入的增长主要受益于部分下游公司的急单和补库存需求。我们认为下游市场需求会继续保持复苏态势，华虹半导体下半年的季度收入将实现个位数的环比增长。

■ 展望未来，管理层预计产能利用率将保持在较高的水平（2023 年第四季度和 2024 年第一、二季度分别为 84%、92%、98%）；尽管公司的平均销售单价在上半年面临挑战，但预计将在下半年有所提升。目前，公司 8 英寸晶圆厂的产能利用率为 107.6%，12 英寸晶圆厂的利用率为 89.3%。晶圆出货量（约当 8 英寸）同比增长 3%，环比增长 7.8%。我们预计，随着终端市场需求的逐渐复苏，华虹半导体 12 英寸晶圆厂的整体产能利用率将在下半年维持高位（95%+）。但公司产能利用率和晶圆出货量的增长将受到平均销售单价疲软的影响（连续六个季度下降）。这与我们此前的预测一致，即“公司产品平均销售单价或将面临持续压力”（[链接](#)），但我们相信凭借与客户的密切合作关系，华虹半导体将有足够的能力去应对这些挑战。我们认为公司的首要任务是在平均销售单价与产能利用率之间寻找最佳平衡点，从而实现收入的最大化。

■ 维持 "买入" 评级，目标价维持 24 港元不变。由于平均销售单价的下滑，我们将公司 2024/25 年的收入预测小幅下调 3%和 4%。同时，由于毛利率的改善好于预期，我们将公司的毛利率预测上调 0.5 个百分点。随着终端市场需求的逐步恢复和半导体产业链自主可控趋势的深化，我们认为公司 12 寸晶圆产能的增加将推动公司的进一步发展。我们预计华虹半导体的收入将在未来两个季度实现个位数的环比增长。维持公司目标价 24 港元不变。估值基于 0.8 倍市净率，高出两年历史平均远期市盈率 10%。

买入 (维持)

目标价 24.00 港元  
潜在升幅 32.7%  
当前股价 18.08 港元

中国半导体

杨天薇, Ph.D  
(852) 3916 3716  
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣  
(852) 3761 8727  
kevinzhang@cmbi.com.hk

### 公司数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 市值(百万港元)         | 23,666.7    |
| 3 月平均流通量(百万港元)   | 347.3       |
| 52 周内股价高/低(百万港元) | 24.60/13.86 |
| 总股本(百万)          | 1309.0      |

资料来源: FactSet

### 股东结构

|              |       |
|--------------|-------|
| 上海华虹国际有限公司   | 26.6% |
| 鑫芯(香港)投资有限公司 | 13.7% |

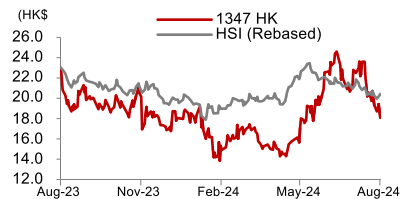
资料来源: 港交所

### 股价表现

|     | 绝对回报   | 相对回报   |
|-----|--------|--------|
| 1-月 | -20.7% | -18.7% |
| 3-月 | 6.1%   | 15.1%  |
| 6-月 | 21.3%  | 11.8%  |

资料来源: FactSet

### 股份表现



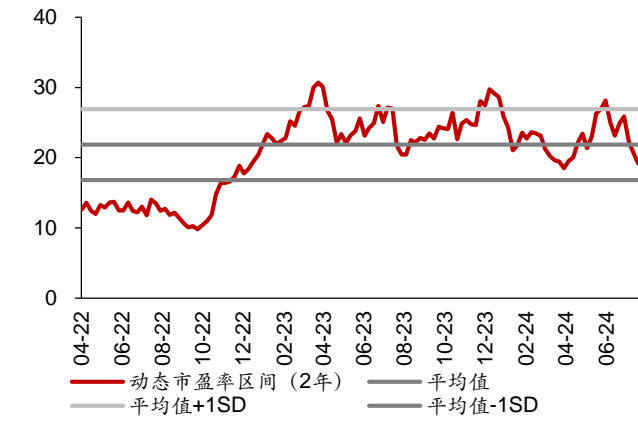
资料来源: FactSet

## 财务资料

| (截至12月31日) | FY22A | FY23A  | FY24E  | FY25E | FY26E |
|------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 销售收入(百万美元) | 2,475 | 2,286  | 1,983  | 2,486 | 3,049 |
| 同比增长(%)    | 51.8  | (7.7)  | (13.3) | 25.4  | 22.7  |
| 毛利率(%)     | 34.1  | 21.3   | 11.4   | 17.3  | 19.3  |
| 净利润(百万美元)  | 449.9 | 280.0  | 134.7  | 244.0 | 344.3 |
| 同比增长(%)    | 112.1 | (37.8) | (51.9) | 81.1  | 41.1  |
| 每股收益(美元)   | 0.35  | 0.19   | 0.08   | 0.14  | 0.20  |
| 市盈率(倍)     | 6.7   | 12.2   | 29.5   | 16.3  | 11.6  |

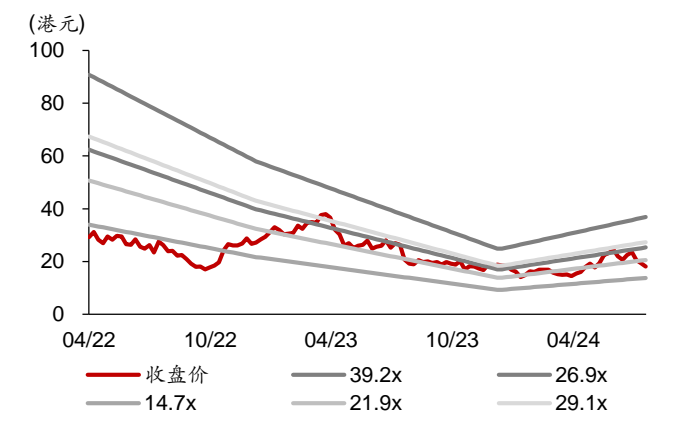
资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

图 1: 华虹半导体动态市盈率区间 (2年)



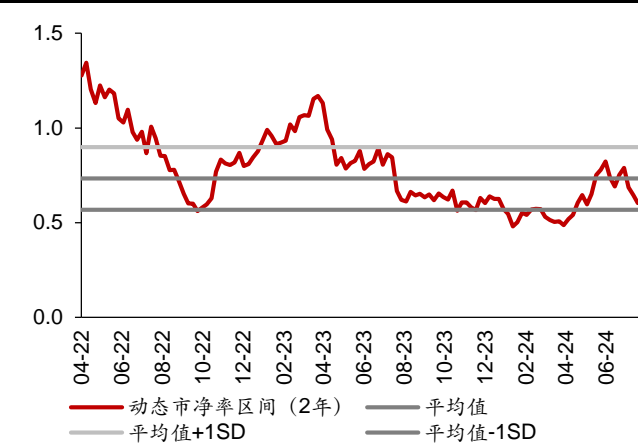
资料来源: 公司资料, 彭博

图 2: 华虹半导体动态市盈率



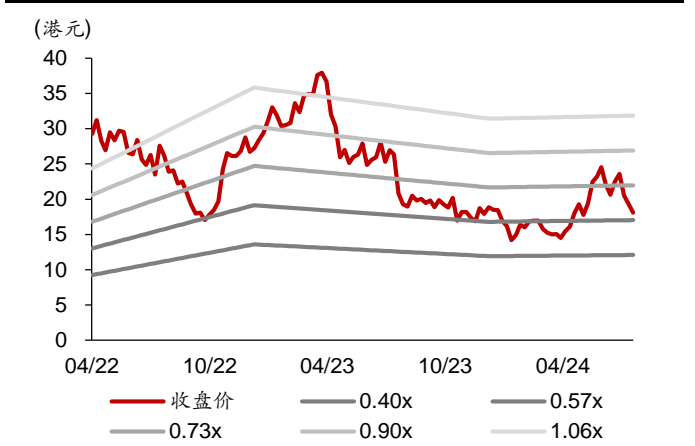
资料来源: 公司资料, 彭博

图 3: 华虹半导体动态市净率区间 (2年)



资料来源: 公司资料, 彭博

图 4: 华虹半导体动态市净率



资料来源: 公司资料, 彭博

图 5: 招银国际环球市场最新预测 vs. 过往预测

| 百万美元       | 最新预测  |       |       | 过往预测  |       |       | 对比 (%)  |         |         |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
|            | FY24E | FY25E | FY26E | FY24E | FY25E | FY26E | FY24E   | FY25E   | FY26E   |
| 收入         | 1,983 | 2,486 | 3,049 | 2,040 | 2,595 | 3,203 | -3%     | -4%     | -5%     |
| 毛利         | 226   | 430   | 588   | 222   | 436   | 601   | 2%      | -1%     | -2%     |
| 净利润        | 135   | 244   | 344   | 135   | 243   | 344   | 0%      | 1%      | 0%      |
| 每股收益 (人民币) | 0.08  | 0.14  | 0.20  | 0.08  | 0.14  | 0.20  | 0%      | 1%      | 0%      |
| 毛利率        | 11.4% | 17.3% | 19.3% | 10.9% | 16.8% | 18.8% | 0.5 ppt | 0.5 ppt | 0.5 ppt |
| 净利率        | 6.8%  | 9.8%  | 11.3% | 6.6%  | 9.3%  | 10.7% | 0.2 ppt | 0.5 ppt | 0.5 ppt |

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 6: 招银国际环球市场预测 vs. 彭博一致预期

| 百万美元       | 招银国际预测 |       |       | 彭博一致预期 |       |       | 对比 (%)   |          |         |
|------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|----------|----------|---------|
|            | FY24E  | FY25E | FY26E | FY24E  | FY25E | FY26E | FY24E    | FY25E    | FY26E   |
| 收入         | 1,983  | 2,486 | 3,049 | 2,055  | 2,571 | 3,048 | -4%      | -3%      | 0%      |
| 毛利         | 226    | 430   | 588   | 241    | 473   | 606   | -6%      | -9%      | -3%     |
| 净利润        | 135    | 244   | 344   | 119    | 238   | 300   | 13%      | 2%       | 15%     |
| 每股收益 (人民币) | 0.08   | 0.14  | 0.20  | 0.07   | 0.14  | 0.17  | 14%      | 4%       | 15%     |
| 毛利率        | 11.4%  | 17.3% | 19.3% | 12.0%  | 17.5% | 18.7% | -0.6 ppt | -0.2 ppt | 0.6 ppt |
| 净利率        | 6.8%   | 9.8%  | 11.3% | 5.8%   | 9.3%  | 9.8%  | 1 ppt    | 0.5 ppt  | 1.4 ppt |

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测, 彭博

## 财务分析

| 损益表              | 2021A   | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 年结 12月31日 (百万美元) |         |         |         |         |         |         |
| 营业收入             | 1,631   | 2,475   | 2,286   | 1,983   | 2,486   | 3,049   |
| 营业成本             | (1,196) | (1,632) | (1,799) | (1,757) | (2,056) | (2,461) |
| 毛利               | 435     | 844     | 487     | 226     | 430     | 588     |
| 销售费用             | (11)    | (12)    | (10)    | (11)    | (14)    | (18)    |
| 行政费用             | (245)   | (267)   | (323)   | (334)   | (351)   | (370)   |
| 其他费用             | (6)     | (28)    | (91)    | (95)    | (91)    | (85)    |
| 营业利润             | 172     | 536     | 63      | (214)   | (27)    | 115     |
| 营业外收入            | 64      | 100     | 188     | 215     | 238     | 237     |
| 营业外支出            | (4)     | (141)   | (77)    | (31)    | (41)    | (50)    |
| 税前利润             | 233     | 496     | 174     | (30)    | 169     | 302     |
| 所得税费用            | (51)    | (89)    | (47)    | (8)     | (25)    | (45)    |
| 税后利润             | 182     | 407     | 126     | (38)    | 144     | 256     |
| 少数股东损益           | (30)    | (43)    | (154)   | (173)   | (100)   | (88)    |
| 净利润              | 212     | 450     | 280     | 135     | 244     | 344     |

| 资产负债表            | 2021A | 2022A | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 年结 12月31日 (百万美元) |       |       |        |        |        |        |
| 流动资产             | 2,391 | 3,076 | 6,570  | 5,039  | 3,645  | 2,626  |
| 现金与现金等价物         | 1,610 | 2,009 | 5,585  | 4,056  | 2,599  | 1,578  |
| 限制资金             | 2     | 1     | 32     | 35     | 35     | 35     |
| 应收账款             | 181   | 292   | 279    | 265    | 294    | 291    |
| 存货               | 433   | 578   | 450    | 417    | 451    | 453    |
| 预付款项             | 43    | 48    | 34     | 68     | 67     | 68     |
| 其他流动资产           | 121   | 148   | 190    | 199    | 198    | 201    |
| 非流动资产            | 3,811 | 3,980 | 4,374  | 5,774  | 7,120  | 8,265  |
| 物业及厂房及设备 (净额)    | 3,117 | 3,368 | 3,519  | 4,978  | 6,307  | 7,565  |
| 使用权资产            | 75    | 78    | 79     | 79     | 81     | 85     |
| 无形资产             | 35    | 33    | 50     | 62     | 80     | 105    |
| 其他非流动资产          | 584   | 501   | 726    | 654    | 652    | 510    |
| 总资产              | 6,202 | 7,055 | 10,943 | 10,812 | 10,765 | 10,891 |
| 流动负债             | 1,080 | 1,382 | 972    | 1,015  | 964    | 957    |
| 短期借款             | 195   | 427   | 193    | 272    | 236    | 243    |
| 应付账款             | 194   | 237   | 235    | 227    | 235    | 237    |
| 其他流动负债           | 689   | 714   | 541    | 512    | 488    | 472    |
| 合同负债             | 2     | 5     | 3      | 5      | 5      | 5      |
| 非流动负债            | 1,437 | 1,537 | 1,956  | 1,991  | 1,951  | 1,915  |
| 长期借款             | 1,395 | 1,482 | 1,907  | 1,965  | 1,924  | 1,889  |
| 其他非流动负债          | 42    | 56    | 50     | 26     | 26     | 26     |
| 总负债              | 2,518 | 2,920 | 2,929  | 3,006  | 2,915  | 2,873  |
| 股本               | 1,986 | 1,994 | 4,934  | 4,935  | 4,935  | 4,935  |
| 其他储备             | 884   | 1,036 | 1,367  | 1,330  | 1,474  | 1,730  |
| 股东权益总额           | 2,870 | 3,030 | 6,301  | 6,265  | 6,409  | 6,665  |
| 少数股东权益           | 814   | 1,105 | 1,714  | 1,541  | 1,441  | 1,353  |
| 总负债和股东权益总额       | 6,202 | 7,055 | 10,943 | 10,812 | 10,765 | 10,891 |

| 现金流量表               | 2021A        | 2022A        | 2023A        | 2024E          | 2025E          | 2026E          |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| 年结 12 月 31 日 (百万美元) |              |              |              |                |                |                |
| <b>经营现金流</b>        |              |              |              |                |                |                |
| 税前利润                | 296          | 496          | 174          | (30)           | 169            | 302            |
| 折旧摊销                | 318          | 457          | 500          | 575            | 705            | 778            |
| 税款                  | (20)         | (51)         | (72)         | (8)            | (25)           | (45)           |
| 营运资金变化              | (76)         | (116)        | (69)         | 44             | (86)           | (25)           |
| 其他                  | 1            | (35)         | 108          | 111            | 170            | 312            |
| <b>净经营现金流</b>       | <b>518</b>   | <b>751</b>   | <b>642</b>   | <b>692</b>     | <b>933</b>     | <b>1,321</b>   |
| <b>投资现金流</b>        |              |              |              |                |                |                |
| 资本开支                | (939)        | (996)        | (907)        | (2,033)        | (2,041)        | (2,050)        |
| 其他                  | 76           | 66           | 73           | 15             | 1              | (3)            |
| <b>净投资现金流</b>       | <b>(863)</b> | <b>(930)</b> | <b>(833)</b> | <b>(2,017)</b> | <b>(2,040)</b> | <b>(2,053)</b> |
| <b>筹资现金流</b>        |              |              |              |                |                |                |
| 净借贷                 | 1,023        | 315          | 193          | 141            | (76)           | (28)           |
| 发行股票所得现金            | 7            | 6            | 2,942        | 2              | 0              | 0              |
| 其他                  | (16)         | 351          | 647          | (277)          | (203)          | (188)          |
| <b>净筹资现金流</b>       | <b>1,015</b> | <b>672</b>   | <b>3,782</b> | <b>(134)</b>   | <b>(280)</b>   | <b>(216)</b>   |
| <b>净现金流变动</b>       |              |              |              |                |                |                |
| 年初现金                | 923          | 1,610        | 2,009        | 5,585          | 4,056          | 2,599          |
| 汇率变动                | 17           | (94)         | (14)         | (71)           | (70)           | (73)           |
| 其他                  | 670          | 493          | 3,590        | (1,459)        | (1,386)        | (948)          |
| <b>年末现金</b>         | <b>1,610</b> | <b>2,009</b> | <b>5,585</b> | <b>4,056</b>   | <b>2,599</b>   | <b>1,578</b>   |

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

|     |                                |
|-----|--------------------------------|
| 买入  | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%       |
| 持有  | : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出  | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%       |
| 未评级 | : 招银国际证券并未给予投资评级               |

### 招银国际环球市场行业投资评级

|      |                          |
|------|--------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标  |
| 同步大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标  |

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章) 下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章) 所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。