

Q3 营收超预期，ASP 企稳

华泰研究

2024 年 11 月 14 日 | 中国香港

更新报告

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

29.40

研究员

黄乐平, PhD

SAC No. S0570521050001 leping.huang@htsc.com
SFC No. AUZ066 + (852) 3658 6000

研究员

谢春生

SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com
SFC No. BQZ938 + (86) 21 2987 2036

研究员

丁宁

SAC No. S0570522120003 dingning021681@htsc.com
+ (86) 21 2897 2228

研究员

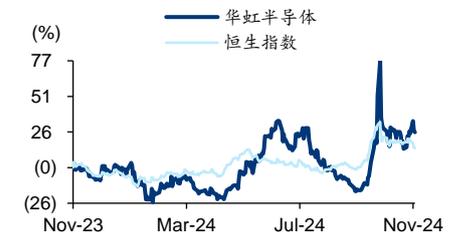
廖健雄

SAC No. S0570524030001 liaojianxiong@htsc.com
+ (86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	29.40
收盘价(港币 截至 11 月 13 日)	23.05
市值(港币百万)	39,604
6 个月平均日成交额(港币百万)	474.41
52 周价格范围(港币)	13.80-32.75
BVPS(美元)	3.73

股价走势图



资料来源: S&P

华虹 Q3 营收环比增长 10.0%至 5.26 亿美元, 毛利率环比提升 1.7pct 至 12.2%, 均超此前指引的上限, 主因: 1) 产能利用率环比提升 (105.3%, 环比提升 7.4pct); 2) ASP 经历了连续 6 个季度下降后, 企稳回升。公司指引 Q4 营收中位数将环比增长 1.7% (低于超彭博一致预期的 6.1%), Q4 毛利率环比基本持平 (11%-13%), 低于彭博一致预期的 15.7%。公司预计 Q4 8 英寸业务面临价格压力, 但在 12 英寸产能利用率提升的趋势下, Q4 ASP 或略有提升。我们维持华虹的“买入”评级。

Q3 回顾: 8/12 寸产能利用率均环比上行, ASP 企稳回升

Q3 公司海外客户整体需求稳定, 而中国区客户需求较为旺盛, 营收环比增长 12.7%, 收入占比提升 2.0pct 至 82.56%。分应用领域来看, Q3 消费电子、通讯业务表现较好, 营收环比增长 10.9%/10.9%, 逻辑和射频、模拟和电源管理 IC 平台营收分别环比增长了 21.3%、21.5%。但工业和汽车业务因高压分立器件平台如超级结和 IGBT 的需求下滑, 营收同比下滑 22.3%, 但环比增长 11.9%, 呈现出企稳态势。在中国区消费电子需求复苏推动下, 公司 Q3 8/12 英寸产能利用率分别环比提升 5.4/9.2pct 至 113.0%/98.5%。12 英寸需求修复较好推动公司 Q3 ASP 在经历了连续 6 个季度的下滑后, 环比增长 1.2%至 415 美元。

Q4 展望: 分立器件平台仍承压, 无锡二期将在 12 月正式运营

展望四季度, 华虹认为整体市场增长势头将趋缓, 部分平台压力较大。汽车和工业领域仍然处于去库存阶段, 公司高压超级结、IGBT 等平台短期需求承压。但在 AI 需求高增的情况下, 公司应用于数据中心的 CIS、BCD 以及逻辑业务需求较好。华虹指引 Q4 营收中位数将环比增长 1.7%。本次业绩会上, 华虹表示无锡二期晶圆厂将在 12 月投入使用, 此后产能逐步爬坡, 预计 2025 年底将达到 2 万片/月的产能。

目标价 29.40 港币, 基于 1.0 倍 2025 年预测 BVPS

我们略微调整 2024/2025/2026 年收入预测 +1.1%/-7.3%/-9.9% 至 19.96/20.30/22.96 亿美元。考虑到全球终端需求复苏较缓慢, ASP 提升慢于预期, 我们将 2024/2025/2026 年净利润预测调整 -0.7%/-3.6%/+15.8% 至 0.89/0.71/0.52 亿美元。考虑到短期地缘政治影响加剧, 市场对于自主可控交易情绪提升, 同时中远期半导体国产化趋势有所加速, 我们上调华虹估值溢价, 基于 1.0 倍 (前值: 0.8x PB) 2025 年预测 BVPS 3.77 美元, 给予华虹目标价 29.40 港币 (前值: 23.00)。

风险提示: 无锡晶圆厂产能爬坡慢于我们预期; 产能利用率和销售均价涨幅低于我们预期; 美国出口管制收紧。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (美元百万)	2,475	2,286	1,996	2,030	2,296
+/-%	51.80	(7.65)	(12.70)	1.71	13.12
归属母公司净利润 (美元百万)	449.91	280.03	89.33	71.35	52.11
+/-%	72.05	(37.76)	(68.10)	(20.13)	(26.97)
EPS (美元, 最新摊薄)	0.34	0.16	0.05	0.04	0.03
ROE (%)	15.25	6.00	1.41	1.11	0.80
PE (倍)	8.65	18.26	57.29	71.73	98.22
PB (倍)	1.28	0.81	0.80	0.79	0.78
EV EBITDA (倍)	8.97	8.63	28.76	18.25	24.18

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

晶圆代工行业展望

综合来看，代工行业整体指引 4Q24 收入持续回升，主因消费电子需求复苏趋势持续及汽车/工业需求筑底。华虹预计 4Q24 收入将环比上升 0.7%-2.6%，处于同业公司平均水平。但华虹 Q3 ASP 仍显著低于同业。毛利率方面，华虹预计其毛利率将在 4Q24 达到 11%-13% 区间，低于同业其他公司的毛利率水平，主因平均售价较低。

图表1：全球代工业绩及指引

公司	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
	A	A	A	A	A	A	A	指引
收入环比增速								
2330 TT 台积电	-16.10%	-6.2%	10.2%	13.6%	-3.8%	10.3%	12.9%	11.0%-14.4%
2303 TT 联电	-20.1%	3.8%	1.4%	3.7%	-0.6%	4.0%	6.5%	0.0%
5347 TT 世界先进	-14.5%	20.4%	7.1%	-8.4%	-0.4%	14.9%	6.7%	-7.4%
GFS US 格罗方德	-12.4%	0.2%	0.4%	0.1%	-16.5%	5.4%	6.6%	3.5%-6.4%
981 HK 中芯国际*	-9.8%	6.7%	3.9%	3.6%	4.3%	8.6%	14.2%	0%-2%
1347 HK 华虹半导体*	0.1%	0.1%	-10.0%	-19.9%	1.0%	4.0%	10.0%	0.7%-2.6%
毛利率								
2330 TT 台积电	56.3%	54.1%	54.3%	53.0%	53.1%	53.2%	57.8%	57%-59%
2303 TT 联电	35.5%	36.0%	35.9%	32.4%	30.9%	35.2%	33.8%	30.0%
5347 TT 世界先进	30.0%	30.0%	26.5%	23.0%	24.0%	26.0%	29.0%	27%-29%
GFS US 格罗方德	28.5%	28.8%	28.6%	29.0%	25.4%	24.2%	23.8%	24.3%
981 HK 中芯国际*	20.8%	20.3%	19.8%	16.4%	13.7%	13.9%	20.5%	18%-20%
1347 HK 华虹半导体*	32.1%	27.7%	16.1%	4.0%	6.4%	10.5%	12.2%	11%-13%
产能利用率								
2330 TT 台积电	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
2303 TT 联电	70.0%	71.0%	67.0%	66.0%	65.0%	68.0%	71.0%	66%-69%
5347 TT 世界先进	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
GFS US 格罗方德	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
981 HK 中芯国际*	68.1%	78.3%	77.1%	76.8%	80.8%	85.2%	90.4%	
1347 HK 华虹半导体*	103.5%	102.7%	86.8%	84.1%	91.7%	97.9%	105.3%	
ASP (USD,等效8寸)								
2330 TT 台积电	2,303	2,389	2,646	2,949	2,768	2,961	3,129	
2303 TT 联电	975	988	989	1,026	937	937	935	935
5347 TT 世界先进	650	619	608	644	642	668	600	624
GFS US 格罗方德	1,393	1,274	1,274	1,315	1,320	1,273	1,267	
981 HK 中芯国际*	1,168	1,006	961	931	907	836	966	
1347 HK 华虹半导体*	605	560	500	459	426	410	415	

注：标*公司为华泰覆盖；公司指引来自各公司公告
资料来源：公司公告，Bloomberg，Wind，华泰研究

图表2：代工厂股价相对涨跌幅



注：截至 11 月 12 日收盘价，2022 年 1 月 1 日日收盘价记作 100
资料来源：Wind，华泰研究

华虹 3Q24 业绩回顾

华虹 3Q24 实现营收 5.3 亿美元 (同比下降 7.4%，环比上升 10.0%)，主因晶圆出货量的环比增加，超公司此前业绩指引 (5.0 亿-5.2 亿美元)。3Q24，公司毛利率回升至 12.2% (同比下降 3.9 个百分点，环比上升 1.7 个百分点)，超出公司此前指引区间 (10%-12%)。公司 3Q24 毛利率环比提升来源于稼动率提升。华虹预计 4Q24 收入为 5.3 亿-5.4 亿美元，毛利率位于 11%-13% 的区间。

图表3：华虹半导体季度业绩及指引

(USD mn)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	3Q24	3Q24	4Q24	4Q24
	A	A	A	A	E	(Con)	(Guidance)	(Con)	(Guidance)
Capacity (8" equiv., kwpm)	392	392	392	392					
<i>qoq (kwpm)</i>	34	0	0	0					
8-inch	178	178	178	178					
12-inch	95	95	95	95					
Utilization (Blended)	84.1%	91.7%	97.9%	105.3%					
8-inch	91%	100%	107.6%	113.0%					
12-inch	78%	84%	89.3%	98.5%					
Turnover	455	460	479	526	531	515	500-520	559	530-540
<i>qoq</i>	-19.9%	1.0%	4.0%	10.0%		7.7%	4.5%-8.7%	6.1%	0.7%-2.6%
Blended ASP (8")	459	426	410	415					
<i>qoq</i>	-8.2%	-7.2%	-3.8%	1.2%					
COGS	(437.1)	(430.4)	(428.5)	(462.3)	(471.1)				
Depreciation	(132.6)	(137.6)	(142.4)	(150.1)					
Capex	331.4	302.6	196.8	734.1					
Gross profit	18.2	29.6	50.1	64.0	59.9				
OPEX	(95.6)	(84.4)	(98.2)	(81.5)					
Operating income	(77)	(55)	(48)	(18)					
<i>qoq</i>	-934.3%	29.2%	12.1%	63.6%					
Non-operating incomes	88.1	9.7	14.8	51.9					
Pretax income	10.8	(45.1)	(33.4)	34.4					
<i>qoq</i>	183.7%	-519.4%	26.0%	203.0%					
Taxes	(7.2)	19.8	(8.4)	(11.5)					
Net income attributable to Hua Hong	35	32	7	45					
<i>qoq</i>	154.8%	-10.1%	-79.0%	571.6%					
EPS (USD)	0.02	0.02	0.00	0.03					
ROE (calculated)	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%					
Ratios (%)									
Gross margin	4.0%	6.4%	10.5%	12.2%	11.3%	12.1%	10%-12%	15.7%	11%-13%
OPEX	-21.0%	-18.4%	-20.5%	-15.5%					
OPM	-17.0%	-11.9%	-10.1%	-3.3%					
Net income margin	7.8%	6.9%	1.4%	8.5%					

注：ASP 以美元计算

资料来源：公司财报，华泰研究预测

盈利预测调整

我们略微调整 2024/2025/2026 年收入预测+1.1%/-7.3%/-9.9%至 19.96/20.30/22.96 亿美元。
我们将 2024/2025/2026 年净利润预测调整-0.7%/-3.6%/+15.8%至 0.89/0.71/0.52 亿美元。

图表4：华虹半导体业绩预测

美元 百万	2020 A	2021 A	2022 A	2023 A	2024E (Huatai)	2025E (Huatai)	2026E (Huatai)	2024E (OLD)	2025E (OLD)	2026E (OLD)	2024E Diff.	2025E Diff.	2026E Diff.
产能(8寸晶圆千片每月)	223	313	324	392	392	437	504						
同比增长	23	90	11	68	0	45	68						
8-inch	178	178	178	178	178	178	178						
12-inch	20	60	65	95	95	115	145						
产能利用率	93%	108%	107%	93%	99%	95%	101%						
8-inch	96%	109%	108%	101%	108%	100%	101%						
12-inch	41%	82%	106%	81%	92%	92%	92%						
收入	961	1,631	2,475	2,286	1,996	2,030	2,296	1,975	2,190	2,549	1.1%	-7.3%	-9.9%
同比增长	3.1%	69.6%	51.8%	-7.7%	-12.7%	1.7%	13.1%						
ASP	423	469	580	559	406	404	404						
同比增长	-7.9%	11.0%	23.5%	-3.7%	-27.3%	-0.4%	-0.2%						
营业成本	(726)	(1,179)	(1,632)	(1,799)	(1,792)	(1,827)	(2,066)						
折旧	(193)	(305)	(444)	(487)	(564)	(747)	(970)						
资本开支	1,087	939	996	907	2,500	2,100	2,100						
毛利	235	452	844	487	204	203	230						
期间费用	(270)	(213)	(420)	(410)	(376)	(382)	(432)						
营业利润	(35)	238	424	77	(172)	(179)	(203)						
同比增长	-138.0%	781.4%	78.0%	-81.9%	-324.2%	-4.1%	-13.1%						
非营业收益	81	58	72	97	95	138	188						
税前利润	46	296	496	174	(77)	(41)	(15)						
同比增长	-74.6%	543.1%	67.4%	-65.0%	-144.5%	46.7%	64.5%						
所得税	(13)	(65)	(89)	(47)	21	11	4						
归母净利润	99	261	450	280	89	71	52	90	74	45	-0.7%	-3.6%	15.8%
同比增长	-38.7%	162.9%	72.1%	-37.8%	-68.1%	-20.1%	-27.0%						
每股收益(美元)	0.08	0.20	0.34	0.16	0.05	0.04	0.03						
净资产收益率(计算)	3.9%	9.1%	14.8%	4.4%	1.4%	1.1%	0.8%						
比率(%)													
毛利率	24.4%	27.7%	34.1%	21.3%	10.2%	10.0%	10.0%						
期间费用率	-28.1%	-13.1%	-17.0%	-17.9%	-18.8%	-18.8%	-18.8%						
营业利润率	-3.6%	14.6%	17.1%	3.4%	-8.6%	-8.8%	-8.8%						
净利率	10.3%	16.0%	18.2%	12.2%	4.5%	3.5%	2.3%						

注：ASP 以美元计算

资料来源：公司财报，华泰研究预测

3Q24 业绩会议要点回顾

- 1) **收入:** 3Q24 需求增长主要来自于消费电子及新兴应用领域, 嵌入式非易失性存储器需求恢复趋势延续到 3Q。产能利用率方面, 华虹半导体 3Q24 稼动率回升至 105.3%, 8 英寸晶圆厂稼动率在 3Q 达到 113%, 12 英寸晶圆厂稼动率达到 98.5%。由此, 公司 3Q24 实现收入 5.3 亿美元 (同比下降 7.4%, 环比上升 10.0%), 高于公司此前业绩指引 (5.0 亿-5.2 亿美元)。
- 2) **产品均价和毛利率:** 价格方面, 8 英寸晶圆业务面临价格压力, 但华虹在持续优化产品组合, 推动 Q3 ASP 环比提升 1.2%。3Q24 毛利率回升至 12.2% (同比下降 3.9 个百分点, 环比上升 1.7 个百分点), 超出公司此前指引区间 (10%-12%), 环比提升主要来源于稼动率提升。
- 3) **资本支出:** 3Q24 公司资本支出为 7.34 亿美元, 其中 6.18 亿美元用于华虹半导体制造, 8,780 万美元用于无锡 12 英寸晶圆厂, 2,860 万美元用于 8 英寸晶圆厂。

4Q24 和 2024 业绩展望

收入和毛利率指引: 华虹预计 4Q24 收入位于 5.3-5.4 亿美元区间, 收入小幅增长将主要由小幅价增驱动, 公司展望四季度各细分领域需求均会复苏, 但高压功率分立器件目前需求仍然较弱; 毛利率为 11%-13%, 主要由均价回升驱动, 但目前价格回升预计仍较温和, 故公司对毛利率指引相对较保守。

分部业务表现和均价: 公司看到电源管理 IC 领域表现强劲, CIS、逻辑与射频业务也发展较好; 嵌入式非易失性存储器正逐渐恢复, 但目前尚未完全恢复, 华虹预计该部分销量将逐步回升, 并将持续到 2025 年; MCU 等产品明年将开始复苏, 除高压功率分立器件外的细分市场都在走强。公司预计 Q4 整体 ASP 将小幅回升。

产能扩张

- 1) 无锡一期: 已全面建成并形成产出, 目前每月 9.5 万片的产能, 其中 4.5 万片是 BSI 后段工艺, 产出保持在每月 8 万片以上, 所有特色工艺平台都在稳定量产, 第一条 12 寸产线已达到最初目标。
- 2) 无锡二期: 目前基础设施建设基本完成, 公司预计将在年底试产, 我们预计公司年底实现所有产线投入运行, 明年 Q1 开始释放产能。

折旧: 华虹预计第二条 12 寸产线年底投入试产, 折旧在 2025 年一季度开始体现, 但对上半年折旧影响较小。

业绩板块回顾

8 英寸晶圆

公司 3Q24 8 英寸晶圆收入达 2.35 亿美元（同比下降 11.9%，环比增长 6.5%），占总收入的 45%。产能利用率为 113.0%（同比上升 17.7 个百分点，环比上升 5.4 个百分点）。

图表5：华虹半导体 8 英寸业绩预测

美元 百万	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	2022	2023	2024E	2025E	2026E
	A	A	A	A	A	A	A	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)
8 寸												
产能	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178
环比/同比增长	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0%	0%	0%	0%	0%
产能利用率	107.1%	112.0%	95.3%	91.0%	100.3%	107.6%	113.0%	112.0%	101.4%	108.0%	100.0%	101.0%
ASP	553	548	394	414	414	414	414	553	548	394	414	414
环比/同比增长	19.0%	-0.9%	-28.0%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.0%	-0.9%	-28.0%	5.0%	0.0%
营收	354	331	269	232	217	220	235	1,419	1,186	910	884	893
环比/同比增长	-4.2%	-6.7%	-18.8%	-13.7%	-6.4%	1.5%	6.5%	31%	-16%	-23%	-3%	1%
占营收比重	56.2%	52.4%	47.3%	50.9%	47.2%	46.0%	44.6%	57.3%	51.9%	45.6%	43.6%	38.9%
毛利	529	350	182	177	179	179	179	529	350	182	177	179
环比/同比增长	29.6%	-33.8%	-48.0%	-2.8%	1.0%	1.0%	1.0%	29.6%	-33.8%	-48.0%	-2.8%	1.0%
毛利率	40.0%	27.1%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	40.0%	27.1%	20.0%	20.0%	20.0%

注：ASP 以美元计算

资料来源：公司财报，华泰研究预测

12 英寸晶圆

公司 3Q24 12 英寸晶圆收入达 2.63 亿美元（同比下降 2.5%，环比上升 12.9%），占总收入的 50.0%。产能利用率为 98.5%（同比上升 20.1 个百分点，环比上升 9.2 个百分点）。

图表6：华虹半导体 12 英寸业绩预测

美元 百万	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	2022	2023	2024E	2025E	2026E
	A	A	A	A	A	A	A	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)
12 寸												
产能	65	75	80	95	95	95	95	65	95	95	115	145
环比/同比增长	0.0%	15.4%	6.7%	18.8%	0.0%	0.0%	0.0%	8.3%	46.2%	0.0%	21.1%	26.1%
产能利用率	99.0%	92.9%	78.4%	77.5%	84.2%	89.3%	98.5%	98.0%	80.6%	92.0%	92.0%	92.0%
ASP	1,243	1,287	939	893	893	893	893	1,243	1,287	939	893	893
环比/同比增长	15.0%	3.6%	-27.0%	-5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	3.6%	-27.0%	-5.0%	0.0%
营收	251	270	270	205	220	233	263	1,058	996	985	1,035	1,281
环比/同比增长	8.0%	7.5%	-0.1%	-24.2%	7.5%	5.9%	12.9%	119.8%	-5.8%	-1.1%	5.0%	23.8%
占营收比重	39.8%	42.8%	47.5%	44.9%	47.8%	48.7%	50.0%	42.7%	43.6%	49.4%	51.0%	55.8%
毛利	301	137	22	26	51	51	51	301	137	22	26	51
环比/同比增长	1042.8%	-54.4%	-84.2%	20.7%	95.2%	95.2%	95.2%	1042.8%	-54.4%	-84.2%	20.7%	95.2%
毛利率	28.4%	13.8%	2.2%	2.5%	4.0%	4.0%	4.0%	28.4%	13.8%	2.2%	2.5%	4.0%

注：ASP 以美元计算

资料来源：公司财报，华泰研究预测

3Q24 各技术平台贡献收入

公司 3Q24 嵌入式非易失性存储器收入为 1.33 亿美元（同比下滑 7.7%，环比下降 3.3%），主因智能汽车 IC 需求减少。独立非易失性存储器收入为 2,930 万美元（同比下降 20.3%，环比增长 23.6%），主因闪存产品的平均售价和需求下降。分立器件平台收入为 1.63 亿美元（同比下滑 30.8%，环比增长 7.2%），主因 IGBT、超结的平均售价和需求下降。逻辑和射频产品收入为 7,700 万美元（同比增长 54.4%，环比增长 21.3%），主因 CIS 和逻辑产品需求增加。模拟和电源管理芯片收入为 1.23 亿美元（同比上升 21.8%，环比增长 21.6%），主因其他电源管理 IC 产品需求增加。

图表7：华虹分技术平台营收

美元 百万	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
	A	A	A	A	A	A	A
收入	631	631	569	455	460	479	526
按产品分							
eNVM	239.2	208.3	143.6	112.0	119.2	137.1	132.6
Standalone NVM	31.8	33.4	36.8	14.8	31.1	23.7	29.3
Logic & RF	39.2	57.2	49.9	56.2	64.2	63.5	77.0
Discrete	232.6	251.4	236.0	182.4	143.3	152.4	163.3
Analog & PM	87.5	80.5	100.9	89.4	101.5	101.1	122.9
Others (eg. High voltage)	0.4	0.8	1.3	0.5	0.6	0.7	1.3
同比增长率							
eNVM	68.2%	18.9%	-32.8%	-52.6%	-50.2%	-34.2%	-7.7%
Standalone NVM	-45.7%	-52.1%	-15.3%	-59.6%	-2.3%	-29.0%	-20.3%
Logic & RF	-58.9%	-25.8%	-15.6%	30.9%	63.8%	11.0%	54.4%
Discrete	28.3%	33.0%	23.3%	-14.4%	-38.4%	-39.4%	-30.8%
Analog & PM	-24.9%	-26.4%	-17.1%	-11.4%	15.9%	25.7%	21.8%
Others (eg. High voltage)	-29.8%	17.9%	250.8%	26.8%	49.3%	-6.3%	-6.4%
环比增长率							
eNVM	1.2%	-12.9%	-31.0%	-22.0%	6.4%	15.0%	-3.3%
Standalone NVM	-13.0%	4.9%	10.3%	-59.9%	110.6%	-23.8%	23.9%
Logic & RF	-8.7%	45.8%	-12.8%	12.7%	14.2%	-1.1%	21.3%
Discrete	9.2%	8.0%	-6.1%	-22.7%	-21.4%	6.3%	7.1%
Analog & PM	-13.3%	-8.1%	25.4%	-11.3%	13.5%	-0.4%	21.5%
Others (eg. High voltage)	3.8%	79.0%	73.4%	-60.7%	22.3%	12.3%	73.2%
收入拆分							
NVM	38%	33%	25%	25%	26%	29%	25%
Logic & RF	5%	5%	6%	3%	7%	5%	6%
Discrete	6%	9%	9%	12%	14%	13%	15%
Analog & PM	37%	40%	42%	40%	31%	32%	31%
Others (eg. High voltage)	14%	13%	18%	20%	22%	21%	23%
	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：公司财报，华泰研究

估值方法

2014 年来华虹股价整体维持区间震荡行情，对应 0.5-3.5 倍一年期前向 BVPS，近期因基本面改善与市场情绪好转，股价有所上涨。得益于消费电子终端需求回升，我们预计华虹 2024 年收入将逐季度复苏。考虑到公司 ASP 触底回升，后续无锡二期产能释放有望驱动产品组合优化和营收增长，凸显国内特色工艺代工龙头地位。我们上调公司目标价至 29.40 港币（前值：23.00），基于 1.0 倍 2025 年预测 BVPS（仍低于华虹 2014 年 10 月上市至今的历史区间均值 1.3 倍，主因预期 ROE 较低）。

图表8：可比公司估值

代码	公司	交易货币	财报货币	股价	市值 (百万美元)	PE (x)		PB (x)		ROE (%)	
						2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
2330 TT	台积电	NTD	NTD	1050.00	1,006,423.68	27.50	22.28	6.56	5.41	25.18	25.30
2303 TT	联电	NTD	NTD	46.10	16,390.60	11.21	9.24	1.60	1.50	14.50	16.38
5347 TT	世界先进	NTD	NTD	94.20	5,366.01	26.51	20.96	3.42	3.36	13.33	18.13
TOW US	高塔	USD	USD	46.64	5,177.22	22.21	21.74	2.41	2.22	10.46	11.49
981 HK	中芯国际	HKD	USD	27.15	48,853.25	44.65	31.51	1.34	1.28	3.00	4.06
	均值					26.42	21.15	3.07	2.75	13.29	15.07
	中位数					26.51	21.74	2.41	2.22	13.33	16.38
1347 HK	华虹	HKD	USD	23.20	6,999.46	57.29	71.73	0.80	0.79	1.41	1.11

注：取自 11 月 12 日收盘价；一致预期来源为彭博，华虹预期来源为华泰研究预测；汇率使用 Wind 11 月 12 日最新汇率：美元兑港币 7.8

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表9：南向资金持股比例及华虹股价



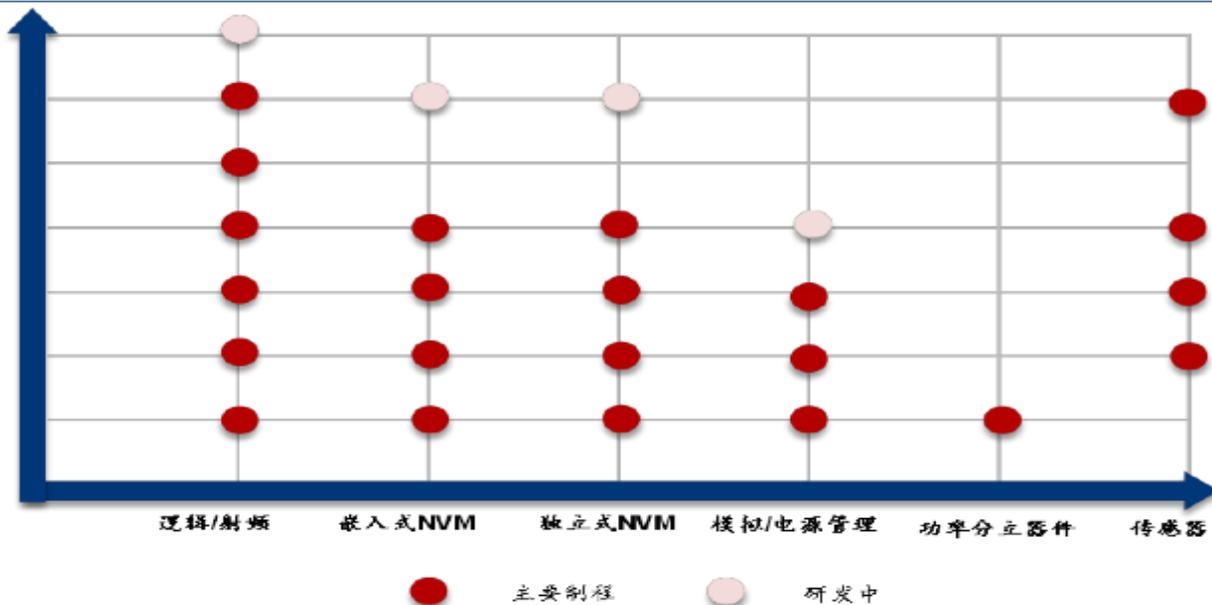
资料来源：Wind，华泰研究

图表10: 华虹H股12月内前向PB变化



资料来源: Wind, 公司财报, 华泰研究

图表11: 华虹技术平台情况



资料来源: 华虹半导体, 华泰研究

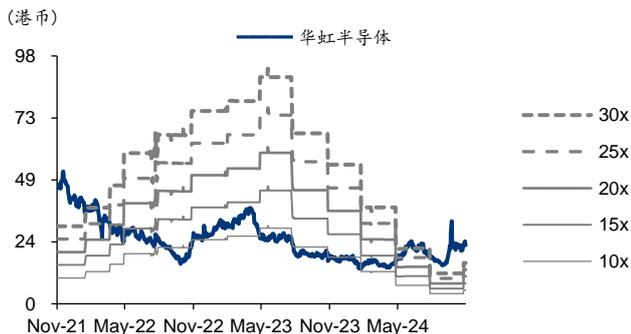
风险提示

无锡晶圆厂产能释放慢于我们预期。我们认为，如果产能爬坡慢于我们预期，公司的收入可能会承压。

随着半导体行业需求进入下行周期，产能利用率和均价涨幅或低于我们预期。半导体行业处于“增长”周期，推动华虹在 2Q20-4Q20 的产能利用率和均价上升。我们认为，如果全球半导体行业由于库存调整和政治局势紧张等因素而进入下行周期，公司的业绩可能会承压。

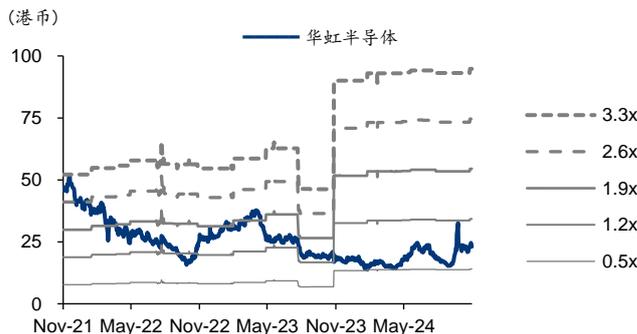
中美贸易摩擦和美国收紧技术出口管制。美国政府在 2020 年将中芯国际列入其实体清单。尽管美国尚未对华虹进行限制，但我们认为如果美国继续收紧对晶圆制造设备、材料和电子设计自动化/知识产权的技术出口管制，公司的发展将面临不确定性。

图表 12: 华虹半导体 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表 13: 华虹半导体 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,475	2,286	1,996	2,030	2,296
销售成本	(1,632)	(1,799)	(1,792)	(1,827)	(2,066)
毛利润	843.66	487.10	203.57	202.98	229.61
销售及分销成本	(12.46)	(10.19)	(9.37)	(11.30)	(13.68)
管理费用	(266.67)	(322.87)	(270.55)	(326.44)	(395.07)
其他收入/支出	(140.59)	(77.24)	(70.32)	(84.84)	(102.68)
财务成本净额	(36.85)	(56.31)	(70.89)	(59.26)	(40.70)
应占联营公司利润及亏损	90.00	124.49	75.90	120.00	100.00
税前利润	548.91	342.17	91.98	73.77	53.88
税费开支	(99.02)	(61.73)	(16.59)	(13.31)	(9.72)
少数股东损益	0.00	0.00	(13.42)	(10.88)	(7.95)
归母净利润	449.91	280.03	89.33	71.35	52.11
折旧和摊销	(184.25)	(59.20)	(51.86)	(281.10)	(262.15)
EBITDA	770.01	457.68	214.72	414.13	356.74
EPS (美元, 基本)	0.34	0.16	0.05	0.04	0.03

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	710.08	628.58	687.72	844.46	1,010
应收账款和票据	353.14	323.71	307.08	370.73	448.87
现金及现金等价物	2,009	5,585	3,652	2,460	1,127
其他流动资产	1.04	32.09	32.09	32.09	32.09
总流动资产	3,073	6,570	4,679	3,708	2,618
固定资产	3,368	3,519	6,380	6,162	4,985
无形资产	111.41	128.37	116.17	116.17	116.17
其他长期资产	500.52	726.34	166.64	1,670	3,856
总长期资产	3,980	4,374	6,663	7,948	8,957
总资产	7,053	10,944	11,342	11,656	11,575
应付账款	234.29	235.41	253.62	283.99	366.63
短期借款	426.76	193.04	150.00	150.00	150.00
其他负债	718.66	541.98	492.26	680.29	425.92
总流动负债	1,380	970.42	895.87	1,114	942.55
长期债务	1,482	1,907	2,307	2,318	2,318
其他长期债务	55.91	51.93	51.93	51.93	51.93
总长期负债	1,537	1,958	2,359	2,370	2,370
股本	1,994	4,934	4,650	4,500	4,700
储备/其他项目	1,036	1,368	1,737	1,982	1,881
股东权益	3,030	6,301	6,387	6,482	6,581
少数股东权益	1,105	1,714	1,700	1,689	1,681
总权益	4,135	8,015	8,087	8,171	8,262

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	8.65	18.26	57.29	71.73	98.22
PB	1.28	0.81	0.80	0.79	0.78
EV EBITDA	8.97	8.63	28.76	18.25	24.18
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(11.24)	(8.03)	(45.62)	(37.06)	(37.48)

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	770.01	457.68	214.72	414.13	356.74
融资成本	36.85	56.31	70.89	59.26	40.70
营运资本变动	(244.50)	109.04	(24.31)	(190.01)	(160.86)
税费	(99.02)	(61.73)	(16.59)	(13.31)	(9.72)
其他	(122.07)	(171.83)	(113.86)	(122.40)	(51.47)
经营活动现金流	341.27	389.47	130.85	147.67	175.38
CAPEX	(996.18)	(906.61)	(2,500)	(2,100)	(2,100)
其他投资活动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(996.18)	(906.61)	(2,500)	(2,100)	(2,100)
债务增加量	318.03	191.23	357.21	11.62	0.00
权益增加量	8.31	2,718	(283.56)	(150.00)	200.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(221.38)	0.13	280.26	173.29	(152.84)
融资活动现金流	104.96	2,910	353.91	34.91	47.16
现金变动	(549.95)	2,393	(2,015)	(1,917)	(1,877)
年初现金	1,610	2,009	5,585	3,652	2,460
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	2,009	5,585	3,652	2,460	1,127

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	51.80	(7.65)	(12.70)	1.71	13.12
毛利润	86.82	(42.26)	(58.21)	(0.29)	13.12
营业利润	78.01	(81.88)	(290.98)	49.73	28.33
净利润	72.05	(37.76)	(68.10)	(20.13)	(26.97)
EPS	71.27	(52.62)	(68.13)	(20.13)	(26.97)
盈利能力比率 (%)					
毛利率	34.08	21.31	10.20	10.00	10.00
EBITDA	31.11	20.02	10.76	20.40	15.54
净利率	18.17	12.25	4.48	3.52	2.27
ROE	15.25	6.00	1.41	1.11	0.80
ROA	6.79	3.11	0.80	0.62	0.45
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(3.31)	(55.32)	(18.71)	0.12	20.38
流动比率	2.23	6.77	5.22	3.33	2.78
速动比率	1.71	6.12	4.46	2.57	1.71
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.37	0.25	0.18	0.18	0.20
应收账款周转天数	42.50	53.29	56.89	60.11	64.25
应付账款周转天数	47.29	47.00	49.12	52.97	56.67
存货周转天数	138.71	133.94	132.20	150.97	161.52
现金转换周期	133.92	140.23	139.98	158.10	169.10
每股指标 (美元)					
EPS	0.34	0.16	0.05	0.04	0.03
每股净资产	2.32	3.67	3.72	3.77	3.83

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平、谢春生、丁宁、廖健雄，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 华虹半导体（1347 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师黄乐平、谢春生、丁宁、廖健雄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华虹半导体（1347 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017
 电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
 邮政编码: 100032
 电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120
 电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068
 电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼
 电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123
 电子邮件: research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)
 电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702
 电子邮件: Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981
 电话: +65 68603600
 传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司