

买入

2024年11月15日

稼动率进一步提升，均价企稳且修复可期

- 24Q3 业绩环比明显改善:** 24Q3 单季度收入 5.3 亿美元，同比/环比分别增长-7.4%/10%，毛利率 12.2%，环比上升 1.7ppts，略高于上季度指引，归属股东净利润，0.45 亿美元，同环比分别增长 222.6%/571.6%，年化净资产收益率 2.8%，同环比分别提升 1.6ppts/2.4ppts。收入和毛利率表现均略高于上季指引，主要贡献来自稼动率提升。24Q4 收入指引为 5.3-5.4 亿美元，毛利率 11%-13%，指引仍相对保守。
- 下游温和复苏但分化:** 24Q3 电子消费品/工业及汽车/通讯/计算机收入分别为 3.3/1.2/0.7/0.06 亿美元，环比增速分别为 10.9%/11.9%/10.9%/-44.7%；按技术平台划分，嵌入式存储/独立存储/分立器件/模拟与电源管理/逻辑及射频收入增长分别为-3.3%/23.9%/7.1%/21.5%/21.4%。其中电源管理和 CIS 产品需求保持旺盛，但 IGBT、闪存、智能卡芯片和模拟产品需求下降，计算机受 MOSFET 和超级结产品需求下滑影响。我们预计 25-26 年公司仍将受益于 AI 和 CIS 客户需求支撑，以及 MCU 和卡类芯片需求小幅度改善。
- 产能利用率接近满产，ASP 小幅改善:** 本季度晶圆交付量（折合 8 寸）环比增长 8.5%至 1200K 片，产能稼动率持续保持高位，环比提升 7.4ppts 至 105.3%，其中 12 寸产能稼动率环比提升 9.2ppts 至 98.5%；测算公司 24Q3 晶圆均价环比上升约 1.2ppts 至 415 美元/片，均价改善幅度符合预期，考虑到公司核心产品功率器件下游景气度复苏缓慢，以及中芯国际切入可能导致竞争加剧，我们相应下调了公司 25-26 年晶圆均价预测至 418/449/463 美元。无锡二期 12 寸厂进展顺利，预计 25 年底形成 20K/片月产能规模，并于 25 年开始反映折旧，二期项目总投资规划 80K 片月产能，届时交付量提升会明显提振公司收入。
- 目标价 29.00 港元，买入评级:** 公司 24Q3 晶圆 ASP 和业绩均已实现改善，季度业绩复苏趋势确立。我们调整公司 2024-2026 年收入为 19.9/25.6/28.5 亿美元，股东净利润为 1.2/2.7/4.7 亿美元，维持未来十二个月目标价 29 港元，对应 2025 年 1 倍预测市净率及 23 倍预测市盈率。公司基本为成熟制程产能，受美国半导体制裁影响敞口较小，有望充分受益自主可控国产替代趋势，当前股价对应市净率仅为 0.7 倍，接近历史均值下限，安全边际高，维持买入评级。
- 风险:** 扩产不及预期、需求不及预期、出口管制加强、汇率变动。

黄佳杰

+ 852-25321599

Harry.huang@firstshanghai.com.hk

曹凌霁

+852-25321539

Rita.cao@firstshanghai.com.hk

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	半导体
股价	21.15
目标价	29.00 港元 (+37.12%)
股票代码	1347
已发行股本	17.18 亿股
市值	240.76 亿港元
52 周高/低	32.75/13.80 港元
每股净资产	28.76 港元
主要股东	华虹集团 20.25% 华鑫投资 13.22% 上海联合投资 11.01%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	22年实际	23年实际	24年预测	25年预测	26年预测
总营业收入 (千美元)	2,475,488	2,286,113	1,996,979	2,554,568	2,853,747
变动	51.8%	-7.7%	-12.6%	27.9%	11.7%
毛利率	34.1%	21.3%	10.7%	15.3%	21.9%
股东净利润 (千美元)	449,912	280,034	129,081	275,029	468,995
每股盈利 (美元)	0.35	0.19	0.08	0.16	0.27
变动	71.6%	-45.1%	-60.3%	112.7%	70.5%
基于21.15港元的市盈率 (估)	7.8	14.3	36.0	16.9	9.9
基于21.15港元的市净率 (估)	1.2	0.6	0.7	0.7	0.6
每股派息 (美元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现



来源: Bloomberg

附录 1: 主要财务报表

财务报表摘要

损益表

截至<12月31日>,千美元

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	2,475,488	2,286,113	1,996,979	2,554,568	2,853,747
毛利	843,656	487,096	214,221	390,663	623,764
其他业务净额	(40,296)	110,807	213,359	312,368	234,276
销售及管理费用	(279,130)	(333,057)	(337,938)	(372,983)	(274,526)
营运收入	524,230	264,846	89,642	330,048	583,513
财务开支	(40,331)	(100,497)	(104,379)	(90,609)	(75,530)
联营公司等	12,171	9,230	4,979	4,348	3,261
税前盈利	496,070	173,579	(9,759)	243,786	511,244
所得税	(89,499)	(47,154)	(8,588)	(48,757)	(102,249)
净利润	406,571	126,425	(18,347)	195,029	408,995
少数股东应占利润	(43,341)	(153,609)	(147,428)	(80,000)	(60,000)
本公司股东应占利润	449,912	280,034	129,081	275,029	468,995
折旧及摊销	(452,970)	(495,653)	(442,151)	(892,250)	(892,349)
EBITDA	989,371	769,729	536,772	1,226,645	1,479,124
增长					
总收入 (%)	51.8%	-7.7%	-12.6%	27.9%	11.7%
EBITDA (%)	58.7%	-22.2%	-30.3%	128.5%	20.6%

资产负债表

截至<12月31日>,千美元

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	2,008,765	5,585,181	5,536,727	5,447,310	6,386,751
应收账款	291,856	278,669	464,140	557,687	599,449
存货	578,060	449,749	237,778	615,927	206,451
其他流动资产	197,044	255,956	210,916	210,916	210,916
总流动资产	3,075,725	6,569,555	6,449,560	6,831,841	7,403,566
固定资产	3,367,716	3,519,292	3,769,117	3,568,943	3,368,768
无形资产	32,986	49,827	59,421	68,875	78,189
长期投资	130,721	139,099	144,078	148,426	151,687
银行存款及其他	448,228	665,647	664,076	662,547	661,058
总资产	7,055,376	10,943,420	11,086,253	11,280,632	11,663,269
应付账款	236,999	235,410	394,016	388,547	356,038
短期银行借款	426,756	193,035	193,035	193,035	193,035
其他短期负债	718,661	543,942	543,942	543,942	543,942
总短期负债	1,382,416	972,387	1,130,993	1,125,524	1,093,015
长期银行借款	1,481,580	1,906,526	1,906,526	1,906,526	1,906,526
其他负债	55,912	49,963	45,532	50,798	61,841
总负债	2,919,908	2,928,876	3,083,051	3,082,848	3,061,382
少数股东权益	1,104,998	1,713,549	1,566,121	1,486,121	1,426,121
股东权益	3,030,470	6,300,995	6,434,214	6,709,243	7,178,238
每股账面值(摊薄)	2.31	4.24	3.74	3.90	4.17
营运资产	1,693,309	5,597,168	5,318,567	5,706,317	6,310,551

数据来源: 公司资料、第一上海预测

财务分析

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	34.1%	21.3%	10.7%	15.3%	21.9%
EBITDA 利率 (%)	40.0%	33.7%	26.9%	48.0%	51.8%
净利率 (%)	16.4%	5.5%	-0.9%	7.6%	14.3%
营运表现					
销售及管理费用/收	11.3%	14.6%	16.9%	14.6%	9.6%
实际税率 (%)	18.0%	27.2%	-88.0%	20.0%	20.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转	113.1	104.3	71.0	72.0	74.0
应收账款天数	43.1	54.0	72.0	73.0	74.0
应付账款天数	48.2	47.9	65.0	66.0	67.0
财务状况					
总负债/总资产	0.41	0.27	0.28	0.27	0.26
收入/净资产	0.82	0.36	0.31	0.38	0.40
经营性现金流/收	0.30	0.28	0.38	0.28	0.61
税前盈利对利息倍	12.30	1.73	(0.09)	2.69	6.77

现金流量表

截至<12月31日>,千美元

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
EBITDA	989,371	769,729	536,772	1,226,645	1,479,124
净融资成本	40,331	100,497	104,379	90,609	75,530
营运资金变化	(173,914)	(108,563)	230,146	(477,165)	335,206
所得税	(50,901)	(71,505)	2,147	(38,616)	(80,981)
其他	(54,022)	(48,463)	(109,358)	(94,957)	(78,791)
营运现金流	750,865	641,695	764,086	706,516	1,730,088
资本开支	(976,211)	(722,668)	(700,000)	(700,000)	(700,000)
其他投资活动	46,055	(110,644)	0	0	0
投资活动现金流	(930,156)	(833,312)	(700,000)	(700,000)	(700,000)
负债变化	(47,286)	(106,570)	(104,379)	(90,609)	(75,530)
股本变化	6,248	2,941,945	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动	713,215	946,371	0	0	0
融资活动现金流	672,177	3,781,746	(104,379)	(90,609)	(75,530)
现金变化	492,886	3,590,129	(40,293)	(84,093)	954,557
期初持有现金	1,610,140	2,008,765	5,585,181	5,536,727	5,447,310
汇兑变化	(94,261)	(13,713)	(8,161)	(5,323)	(15,117)
期末持有现金	2,008,765	5,585,181	5,536,727	5,447,310	6,386,751

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送给或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。