

# 交银国际

## 研究 BOCOMI Research

# 华虹 半导体

1347 HK

分析师:王大卫 | 童钰枫

# 行业复苏 进行时

### 供应端

有能见度较高的扩产和资本开支计划，且之前公司有良好的扩产执行能力。

“8英寸+12英寸”战略初具规模。无锡二期产能开始爬升，华力微注入有望带来进一步产能增长。资本开支和折旧能见度高，资本开支或在2025年见顶。

### 需求端

随着半导体行业周期复苏，消费电子等下游需求亦有所恢复。

以旧换新政策拉动消费电子需求恢复，使得嵌入式非易失性存储器需求受益，趋势或可至少持续至1Q25。新能源汽车渗透率继续上升，或为功率分立器件提供长期机会。

电源管理和CIS业务或受益于AI兴起带来长期需求上升。

AI服务器架构出现多样定制化、不同形态计算、存储和通信模块混合的趋势，叠加AI服务器用电量上升迅速，电源管理IC需求存在结构性上升机会。

科技	收盘价 港元 19.98	目标价 港元 30.00	潜在涨幅 +50.2%
----	-----------------	-----------------	----------------

2025年1月6日

## 华虹半导体 (1347 HK)

### 行业复苏进行时，首予买入

首次覆盖，给予买入评级。我们好看华虹半导体，主因：a) 供应端有能见度较高的扩产和资本开支计划，且之前公司有良好的扩产执行能力；b) 需求端，随着半导体行业周期复苏，消费电子等下游需求亦有所恢复；以及 c) 需求端，电源管理和 CIS 业务或受益于 AI 兴起带来长期需求上升。具体地说，从供给端看，公司第二条 12 英寸产线（无锡华虹九厂）或于 1Q25 开始贡献收入，规划每月 8.3 万片的 12 英寸特色工艺产能。管理层披露华虹九厂 2025 年底或可达到 2 万片/月产品完工（wafer out），新产能得到市场积极响应。我们预测到 2025/2026/2027 年底分别增加 2.5 万/2.5 万/3.3 万片/月的 12 英寸特殊工艺产能晶圆开工。我们认为，华虹半导体 2025 年至 2027 年资本开支能见度较高，其中集中在华虹九厂每年 20 亿美元左右用于设备采购相关的资本开支上。

AI 驱动电源管理 IC 等需求长期增长，消费电子等需求周期性恢复。从公司五大工艺平台的需求看，我们认为下游需求总体积极向好，或帮助提升公司产能利用率、ASP 以及毛利率在 2025 年之后继续恢复。其中，模拟与电源管理以及逻辑与射频平台受 AI 影响，需求旺盛。我们认为，AI 服务器架构出现多样定制化、不同形态计算、存储和通信模块混合的趋势，叠加 AI 服务器用电量上升迅速，电源管理 IC 需求存在结构性上升机会。中央和地方以旧换新政策拉动消费电子需求恢复，从而使得嵌入式非易失性存储器需求受益，我们认为趋势或可至少持续至 1Q25。而功率分立器件需求虽受下游汽车和工业品需求疲软影响，短期仍承压，但我们看好电气化趋势下的长期前景。

目标价 30 港元，对应 1.0x 2025 年市净率。我们预测华虹半导体 4Q24 营业收入和毛利率分别为 5.36 亿美元和 12.4%。公司营收和毛利率在经历 1H23 之后的下滑后，从 1Q24 的低点（4.55 亿美元/4%）逐季回升，我们认为该趋势或将持续。综合考虑公司 2025 年开始扩产初期或一定程度上影响公司毛利率，我们预测 2024/2025/2026 年收入分别为 20.0/25.0/28.5 亿美元，毛利率 10.5%/15.7%/17.4%，基本每股盈利 0.07/0.12/0.14 美元。历史上，公司估值平均为 1.18x NTM 市净率，标准差 0.65x。考虑到行业正处在 2022/2023 年低点之后的上行周期，我们认为，公司现价对应的 0.7x 2025 年市净率或未能反映公司公允价值，首予公司 H 股目标价 30 港元，对应 1.0x 2025 年市净率。

#### 财务数据一览

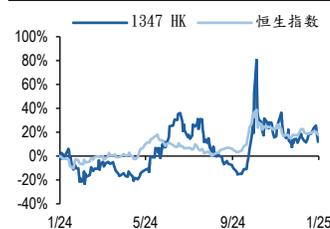
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万美元)	2,475	2,286	2,000	2,504	2,850
同比增长(%)	51.8	-7.7	-12.5	25.2	13.8
净利润(百万美元)	450	280	112	199	233
每股盈利(美元)	0.35	0.16	0.07	0.12	0.14
同比增长(%)	71.6	-52.7	-60.1	77.5	17.5
市盈率(倍)	7.4	15.7	39.5	22.2	18.9
每股账面净值(美元)	2.33	3.67	3.76	3.91	4.11
市账率(倍)	1.10	0.70	0.68	0.66	0.62

资料来源：公司资料，交银国际预测

#### 个股评级

#### 买入

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位(港元)	32.55
52周低位(港元)	13.86
市值(百万港元)	45376.80
日均成交量(百万)	17.23
年初至今变化(%)	(7.71)
200天平均价(港元)	20.61

资料来源: FactSet

#### 王大卫, PhD, CFA

Dawei.wang@bocomgroup.com  
(852) 3766 1867

#### 童钰枫

Carrie.Tong@bocomgroup.com  
(852) 3766 1804

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

## 目录

华虹半导体 (1347 HK): 行业复苏进行时, 首予买入 .....	2
财务预测 .....	4
估值: 首予买入评级, 目标价 30 港元 .....	8
产能持续爬升, 资本开支能见度高 .....	13
“8 英寸+ 12 英寸”战略初具规模 .....	13
无锡二期产能开始爬升, 华力微注入有望带来进一步产能增长 .....	15
资本开支和折旧能见度高, 资本开支或在 2025 年见顶 .....	16
电源管理等需求结构性上升, 消费电子周期性恢复 .....	18
电源管理需求或受益于 AI 服务器, 未来可期 .....	18
消费电子复苏, 嵌入式非易失性存储器需求周期性上升或将继续 .....	21
新能源汽车渗透率继续上升, 或为功率分立器件提供长期机会 .....	23
产能利用率与 ASP 有望迎来逐季度改善 .....	24
公司简介 .....	25
五大特色工艺平台 .....	27
风险提示 .....	29

## 财务预测

**4Q24 及 2024 全年业绩展望：**管理层指引 4Q24 销售收入约在 5.3 亿到 5.4 亿美元之间，毛利率 11%-13%。我们预测销售收入 5.36 亿美元，毛利率 12.4%。本轮周期，公司季度销售收入在 4Q23 见底（4.55 亿美元）而在 2024 年稳健恢复（1Q24-3Q24 分别为 4.60/4.79/5.26 亿美元）。而毛利率亦在 4Q23 见底（4.0%），随即在 2024 年前三季度逐季回升（6.4%/10.5%/12.2%）。3Q24 收入环比增长 10.0%，主要受益于公司 12 英寸产品（CIS 以及电源管理电路等）需求上升，射频以及逻辑需求也稳中有升，进而推高了公司 3Q24 总体的单价（ASP）及公司总体毛利率的进一步恢复。相反地，3Q24 公司 8 英寸产品则略微承压，出货量在连续三个季度同比下降后开始恢复增长，但价格仍未有明显增长。由于 2023 年之后，公司 12 英寸占总产能已超 50%，12 英寸的强势表现使得公司整体 ASP 和销售收入在 3Q24 都呈增长趋势。展望 4Q24，我们认为 12 英寸的高需求或将持续，预计 4Q24 收入相较 3Q24 微增 0.1 亿美元，而毛利率则不应差于 3Q24，我们预计为 12.4%。我们预测 2024 全年收入 20 亿美元，毛利率 10.5%，净利润 1.12 亿美元，全年资本开支或达到 20.7 亿美元。

**资本开支、产能和折旧：**公司无锡一期产能已达到设计的 9.5 万片/月（12 英寸）的水平。而无锡二期（华虹九厂）则在 3Q24 开始设备进场，在 4Q24 左右开始小规模试生产，管理层预计从 1Q25 开始贡献收入。考虑到 4Q24 为大规模生产前最后一季，我们预测 4Q24 资本支出或按季继续上升，达到 8.35 亿美元，2024 全年资本开支或超 20 亿美元。综合管理层指引，我们预测公司 2025/2026/2027 年分别增加 2.5 万/2.5 万/3.3 万片每月 12 英寸成熟制程开工。管理层预计 2025 年增加 2 万片每月的 12 英寸晶圆下线。2025/2026/2027 年底产能分别达到 44.7/50.3/57.7 万片每月 8 英寸等效产能。资本开支上，支持华虹九厂 8.3 万片每月的 12 英寸产能的资本开支为 67 亿美元，我们预测主要集中在 2024 年到 2027 年，2023 年及之前主要为厂房建设，而 2025-2027 年则主要集中在设备采购。公司 2Q24 之前六个季度单季资本开支均小于 3.5 亿美元，3Q24 骤升至 7.34 亿美元，我们认为主要是用于九厂设备采购。我们预期之后几个季度资本开支或仍然保持高位，用于华虹九厂的年化资本开支大约在 20 亿美元左右。同时，我们预测公司对于现有三座 8 英寸和一座 12 英寸产线 2025 年及之后每年约有 1.5 亿美元左右的资本开支。因此，我们预测 2025-2027 年资本开支分别为 23.3/22.1/21.3 亿美元。折旧方面，我们预测 2025 年全年总折旧 7.25 亿美元，其中 8 英寸厂/无锡一期/无锡二期分别为 1.2/4.5/1.5 亿美元，其中二期折旧将从 2H25 开始计提，我们预测 1H25/2H25 分别计提折旧 3.15 亿/4.1 亿美元。对于 2026 年，考虑到产能爬坡从 2025 年开始滚动式推进，预计折旧或较 2H25 上涨。

**销售收入：**我们综合产能、产能利用率和 ASP 情况，预测 2025/2026 公司收入分别为 25.0/28.5 亿美元。在周期上行的 2021/2022 年，华虹产能利用率一直保持在 107%-108% 左右的高位，而在 2023 年随周期下行跌至近 94%。2024 年以来，公司产能利用率逐步爬升，我们预测全年或可达到 98% 的水平。展望 2025/2026 年，我们认为，一方面随着下游去库存接近尾声，半导体行业周期向上，且有电源管理、CIS 等与人工智能相关的结构性需求上升，总体需求保持相对强劲。另一方面，随着 2025/2026 两年各新增 2.5 万片每月 12 英寸产能，即便产能可被需求及时消化，产能爬坡过程或不可避免地有部分产能未被充分利用。我们认为产能利用率虽较 2023/2024 年水平有所上升，但尚未能重回 2021-2022 年高点，我们预测 2025/2026 年产能利用率分别为 102%/99%。ASP 方面，之前由于行业供不应求，ASP 曾在 2022 年达到每个 8 寸晶圆均价 799 美元的高点。随着 12 英寸晶圆比例的升高，公司 ASP 亦有上升趋势，我们预测 2025/2026 年 ASP 同比上升，但 2026 年 ASP 稍低于 2022 年周期高点水平。

图表 1：华虹半导体主要财务假设

百万美元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	3Q24	4Q24E
<b>财务数据</b>								
营业收入	1,631	2,475	2,286	2,000	2,504	2,850	526	536
毛利润	452	844	487	210	394	496	64	66
营业费用	210	279	333	333	361	384	81	83
销售费用	11	12	10	10	13	15	2	3
管理费用	113	106	116	83	89	99	19	20
研发费用	86	161	207	240	259	270	60	60
净利润	261	450	280	112	199	233	45	29
稀释 EPS (美元)	0.20	0.35	0.16	0.07	0.12	0.14	0.03	0.02
EBITDA	628	993	775	634	956	1,283	205	187
<b>同比</b>								
营业收入	70%	52%	(8%)	(12%)	25%	14%	(7%)	18%
毛利润	92%	87%	(42%)	(57%)	88%	26%	(30%)	264%
净利润	163%	72%	(38%)	(60%)	78%	17%	223%	(19%)
EBITDA	146%	58%	(22%)	(18%)	51%	34%	48%	18%
<b>利润率</b>								
毛利率	27.7%	34.1%	21.3%	10.5%	15.7%	17.4%	12.2%	12.4%
净利率	16.0%	18.2%	12.2%	5.6%	7.9%	8.2%	8.5%	5.3%
EBITDA 率	38.5%	40.1%	33.9%	31.7%	38.2%	45.0%	39.0%	35.0%
<b>费用率</b>								
销售费用率	0.7%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.6%
管理费用率	6.9%	4.3%	5.1%	4.2%	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%
研发费用率	5.3%	6.5%	9.0%	12.0%	10.3%	9.5%	11.4%	11.2%
<b>运营数据</b>								
<b>产能 (千片/月)</b>								
8 英寸	178	178	178	178	178	178	178	178
12 英寸	60	65	95	95	120	145	95	95
<b>8 英寸等效产能 (千片/月)</b>								
8 英寸	178	178	178	178	178	178	178	178
12 英寸	135	146	213	213	269	325	213	213
<b>总产能</b>	<b>313</b>	<b>324</b>	<b>391</b>	<b>391</b>	<b>447</b>	<b>503</b>	<b>391</b>	<b>391</b>
<b>晶圆出货量 (千片)</b>								
8 英寸	2,326	2,304	2,300	2,273	2,291	2,136	625	513
12 英寸	445	793	801	988	1,295	1,552	256	289
<b>折合 8 英寸晶圆出货量 (千片)</b>								
8 英寸	2,326	2,304	2,300	2,273	2,291	2,136	625	513
12 英寸	1,002	1,784	1,803	2,222	2,913	3,493	575	651
<b>总计</b>	<b>3,328</b>	<b>4,088</b>	<b>4,103</b>	<b>4,495</b>	<b>5,204</b>	<b>5,629</b>	<b>1,200</b>	<b>1,163</b>

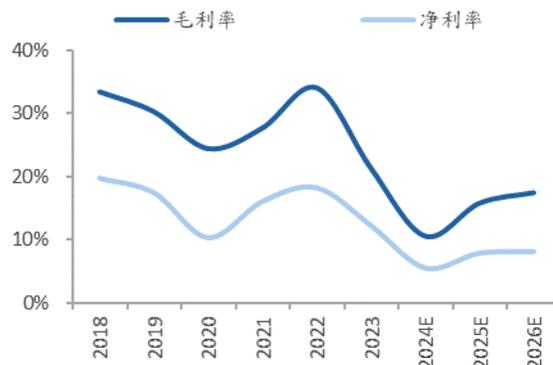
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 2: 华虹半导体营业收入或在 2024 年见底



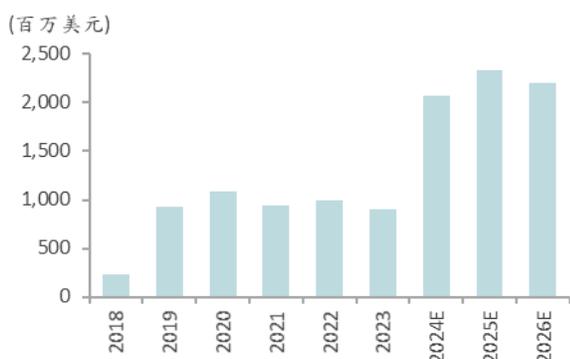
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 3: 利润率或在 2025 年反弹



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 4: 资本开支 2025/2026 年或均超过 20 亿美元



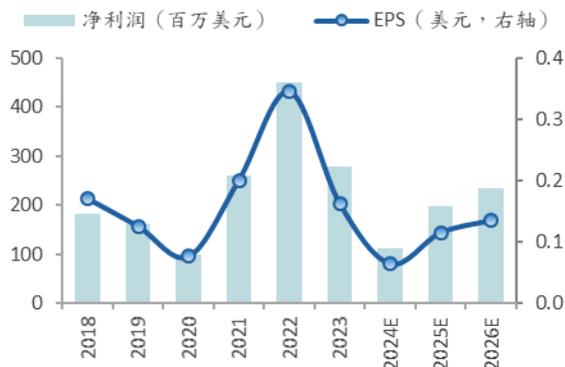
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 5: 2025 年产能和产能利用率或有所上升



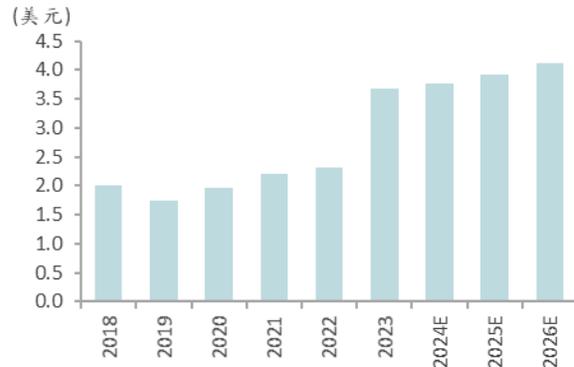
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 6: 净利润和 EPS 或在 2024 年见底



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 7: 2025 年 BVPS 3.91 美元



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

2025 年 1 月 6 日

## 华虹半导体 (1347 HK)

**盈利能力：**与收入情况相似，公司毛利率在 2021-2022 年（分别达到 27.7%/34.1%）见顶之后，在 2023 年进入下行周期。同时，公司无锡七厂 12 英寸产线扩产，初期毛利率受到产线扩产影响，加上市场需求低迷，产品单价下降，造成公司毛利率在 2023 年同比下降 12.8 个百分点至 21.3%，4Q23 更是下降到 4.0% 的近期最低水平。我们预测华虹半导体 2024 年全年毛利率 10.5%，年度数据或已经见底，公司毛利率自 1Q24 以来季度数据均环比上涨，我们预测 4Q24 达到 12.4% 略好于 3Q24 12.2%。1Q25 考虑到公司华虹九厂刚开始贡献收入，且 8 英寸产品需求或继续承压，我们预测毛利率环比略降至 12.2%，而 2Q25 之后则随着九厂上量进度推进，毛利率有进一步上升的空间。我们预测 2025 年全年毛利率回升至 15.7%。考虑到 2026 年华虹九厂或有继续扩产的计划，我们虽然认为公司毛利率有进一步回升的可能，但反弹相对温和，预测 2026 年毛利率达到 17.4%，低于 2023 年 21.3% 的水平。与毛利率情况相似，我们认为公司净利率有望在 2024 年见底至 5.6%，而 2025/2026 年分别反弹至 7.9%/8.2%，低于 2023 年 12.2% 的水平。我们预测华虹半导体 2024/2025/2026 年基本 EPS 分别为 0.07/0.12/0.14 美元，BVPS 分别为 3.76/3.91/4.11 美元。

**与市场一致预期的比较：**我们认为，华虹半导体业绩在 2H23 到 1H24 已经见底。相对于市场一致预测，我们对于公司 2024 及 2025 年的盈利预测略偏乐观。我们 4Q24 收入 5.36 亿美元和毛利率预测 12.4% 均略好于 Visible Alpha (VA) 一致预期。我们预测 2025 年营业收入 25.04 亿美元略高于 VA 一致预期 2%，而我们毛利率预测的 15.75% 较 VA 一致预测高约 0.3 个百分点。

图表 8: 华虹半导体财务预测 (交银国际 vs. Visible Alpha)

百万美元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	3Q24	4Q24E
营业收入	1,631	2,475	2,286	2,000	2,504	2,850	526	536
VA				2,000	2,445	2,870		535
差异				0%	2%	(1%)		0%
毛利润	452	844	487	210	394	496	64	66
VA				209	379	512		66
差异				1%	4%	(3%)		1%
毛利率	27.69%	34.08%	21.31%	10.50%	15.75%	17.42%	12.16%	12.40%
VA				10.45%	15.49%	17.84%		12.32%
差异 (百分点)				0.1	0.3	(0.4)		0.1
净利润	261	450	280	112	199	233	45	29
VA				109	182	241		27
差异				2%	9%	(3%)		5%
资本支出	939	996	907	2,068	2,330	2,205	734	835
VA				1,963	2,173	2,051		706
差异				5%	7%	8%		18%

资料来源: Visible Alpha, 交银国际预测

## 估值：首予买入评级，目标价 30 港元

我们首次覆盖华虹半导体，基于供应端产能爬坡能见度高，需求端总体恢复趋势明显，给予**买入**评级，H股目标价 30 港元，潜在涨幅 50.2%，对应我们预测的公司 2025 年每股净资产 3.91 美元 1.0x 2025 年市净率 (PB)。自公司 2023 年 8 月 A 股上市以来，公司 A 股相对于 H 股平均有 126% 的溢价，以此我们的 H 股目标价对应 A 股人民币 60 元。与绝大多数半导体设计和晶圆代工公司相似，华虹半导体公司股价在经历 2021 年芯片供不应求之后快速上涨。进而在 2H22 前后随公司业绩下行周期性下跌。相对于同行业，华虹半导体进入下行周期相对较晚，但考虑到公司毛利率等关键财务指标自 4Q23 见底后逐季改善，我们认为 1.0x 2025 年市净率或可为公允地反映公司价值。

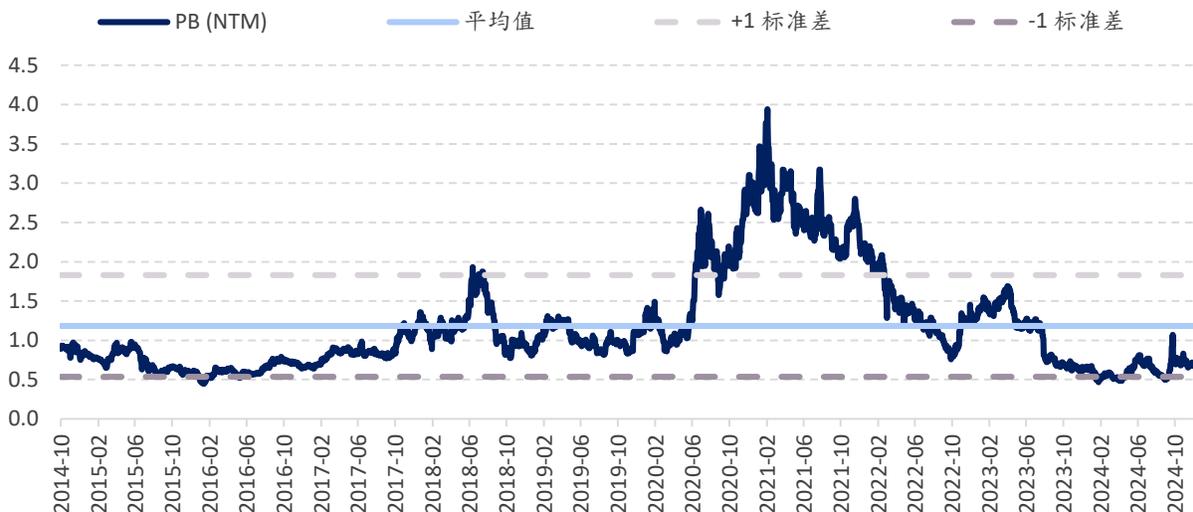
### 我们估值的主要考量如下：

- ⊕ 历史上看，华虹自 2014 在港股上市后平均市净率为 1.18x NTM，标准差为 0.65x。公司估值乘数与半导体行业和晶圆代工企业的总体景气度呈正相关。其中 2018 年和 2021 年前后，受到全球半导体行业上行周期影响，半导体市场供不应求，公司利润率也处于相对高位，股票估值亦超过历史平均水平。而 2022 年前后的公司估值则随半导体行业周期下行振荡下降。我们认为，一旦有足够的能见度，一般股价会相对与公司基本面提前进入上行周期，以反映市场对公司营收、产能利用率、毛利率的预期。

我们认为，华虹半导体所处的内地晶圆代工行业或已在 4Q23 到 1Q24 到达本轮周期底部，进入 2024 年以来，公司营收和毛利率一直呈现稳中有升的走势。虽然部分下游行业复苏尚存在不确定性，但晶圆代工总体周期向上的趋势确定性较高。

因此，我们认为当前公司现价对应 0.7x 2025 年市净率仍有一定向上空间，考虑到公司刚在 2023 年增发 A 股，且行业复苏尚处初期，我们认为 1.0x 2025 年市净率能较好反映公司现状。

图表 9: 华虹半导体前瞻市净率 (均值=1.18x, 标准差=0.65x)



资料来源：彭博，交银国际

与晶圆代工同业公司相比，华虹半导体在 PB 乘数估值上存在一定折价。公司目前 0.7x 2025 年市净率远低于行业中位数，且为我们统计的同行业公司最低。这或因：a) 市场认为华虹半导体主要业务集中于成熟制程，且特色工艺平台定制化程度高，延展性和通用性相对有限，故对于公司长期能够达到较高利润率水平持审慎态度；b) 公司业务对于汽车和工业等有较大敞口，从周期角度来看，这些涉及到高电压的功率半导体产品属于“后进后出”周期，而投资者或更青睐那些先进入周期且业绩已有更好反映的晶圆代工企业。

我们认为，成熟制程不代表公司盈利能力会长期承压，且公司所专注的特色工艺平台涉及 RF、CIS、模拟和电源管理等有一定技术门槛的业务，且历史上公司毛利率长期高于 20%，行业供不应求时曾经一度接近 40%。虽然对于公司毛利率何时可以重新接近 2021-2022 年的水平仍需进一步观察，但我们认为现价对应 0.7x 2025 年市净率仍处于历史低位。从周期角度看，那些对于下游“先进先出”周期有敞口的行业同行，其股价或已经在一定程度上反映周期进程，这使我们进一步看好华虹半导体的前景。

图表 10: 华虹半导体估值对比

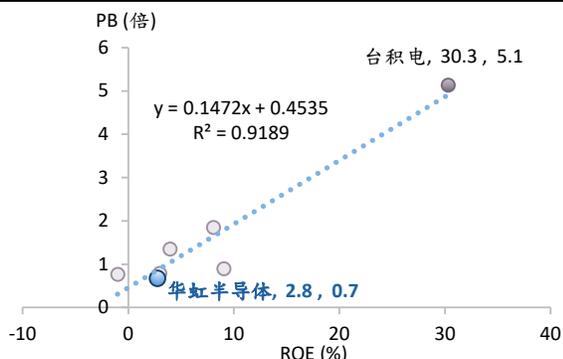
代码	公司	市值 (百万美元)	收盘价 (当地货币)	年初至今 (%)	EPS 增速 (2025E)	ROE		PE (倍)		PB (倍)		EV/EBITDA (倍)	
						2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
<b>半导体代工</b>													
1347 HK Equity	华虹半导体-H	5,840	20.20	(7%)	77%	1.7	2.8	38.9	22.0	0.7	0.7	10.1	6.0
688347 CH Equity	华虹半导体-A	5,840	43.60	(6%)	77%	1.6	2.5	89.9	50.7	1.6	1.5	10.8	6.6
2330 TT Equity	台积电	839,770	1,065	(1%)	30%	29.2	30.3	24.0	18.4	6.5	5.1	13.6	10.8
981 HK Equity	中芯国际-H	46,831	29.00	(9%)	59%	2.8	4.0	52.0	32.8	1.5	1.4	16.5	13.5
688981 CH Equity	中芯国际-A	46,831	89.96	(5%)	44%	2.7	3.6	164.5	114.5	4.7	4.5	17.6	14.7
GFS US Equity	格罗方德	23,598	42.48	(1%)	17%	7.0	8.1	27.7	23.8	2.0	1.8	9.1	8.5
UMC US Equity	联华电子	16,404	6.53	1%	1%	14.7	13.1	10.4	10.4	NA	NA	5.3	4.8
6770 TT Equity	力积电	1,983	15.70	(1%)	(56%)	(7.6)	(1.0)	NA	NA	0.7	0.8	122.5	10.4
<b>中位数</b>								38.9	23.8	1.6	1.5	12.2	9.5
<b>存储</b>													
005930 KS Equity	三星电子	216,239	53,400	0%	7%	9.1	9.1	10.8	10.0	1.0	0.9	3.2	2.9
000660 KS Equity	SK海力士	84,542	171,200	(2%)	48%	28.2	31.1	7.4	5.0	1.9	1.4	4.0	2.9
WDC US Equity	西部数据	21,389	61.87	4%	NA	(3.0)	19.2	NA	8.5	1.8	1.6	29.0	6.8
603986 CH Equity	兆易创新	9,371	102.99	(4%)	51%	7.0	9.7	61.7	40.8	4.2	3.9	48.6	33.0
2408 TT Equity	南亚科技	2,680	28.45	(3%)	NA	(2.5)	1.3	NA	27.1	0.5	0.5	6.9	3.4
<b>中位数</b>								10.8	10.0	1.8	1.4	6.9	3.4
<b>设备</b>													
ASML US Equity	阿斯麦	279,877	700.42	1%	25%	47.4	49.7	34.8	27.7	15.0	13.5	27.4	22.7
AMAT US Equity	应用材料	133,339	163.87	1%	10%	40.0	38.5	19.2	17.5	7.0	6.5	15.6	14.1
8035 JP Equity	东京电子	71,160	24,185	0%	53%	21.5	28.5	32.8	21.4	6.8	5.8	21.7	14.7
002371 CH Equity	北方华创	27,384	376.40	(4%)	34%	20.2	21.7	34.4	25.6	6.6	5.4	26.9	20.2
688012 CH Equity	中微公司	15,424	180.90	(4%)	51%	8.8	11.8	67.1	44.4	5.8	5.1	54.6	33.5
<b>中位数</b>								34.4	25.6	6.8	5.8	26.9	20.2
<b>IDM</b>													
005930 KS Equity	三星电子	216,239	53,400	0%	7%	9.1	9.1	10.8	10.0	1.0	0.9	3.2	2.9
TXN US Equity	德州仪器	170,539	186.95	(0%)	19%	27.0	30.8	36.7	31.0	9.8	9.1	25.4	20.9
INTC US Equity	英特尔	87,209	20.22	1%	NA	(0.6)	3.0	NA	21.5	0.8	0.8	15.5	7.3
ON US Equity	安森美	26,276	61.71	(2%)	8%	19.3	18.7	15.5	14.3	2.9	2.5	10.3	9.9
688396 CH Equity	华润微	8,312	45.84	(3%)	45%	4.1	5.7	65.3	45.1	2.7	2.6	30.3	23.0
600460 CH Equity	士兰微	5,631	24.70	(5%)	361%	0.6	5.8	233.0	50.5	3.2	3.1	29.5	19.8
<b>中位数</b>								36.7	26.2	2.8	2.5	20.5	14.9

资料来源：彭博，交银国际 收盘价截至 2025 年 1 月 2 日

⊕ 我们将华虹半导体和其最直接可比的晶圆代工厂及部分有逻辑电路代工的 IDM (Integrated device manufacturer, 整合组件制造) 的 ROE 与市净率乘数进行回归分析, 发现对于重资产类的半导体公司估值与 ROE 有极强相关度。以 2025 年预测的 ROE 与 PB 来看, 线性回归表达式为  $PB=0.147*ROE+0.45$ 。而华虹半导体 H 股  $R^2$  达到 0.9189, 或预示着 ROE 的一次函数可以很准确地表达 PB 乘数。

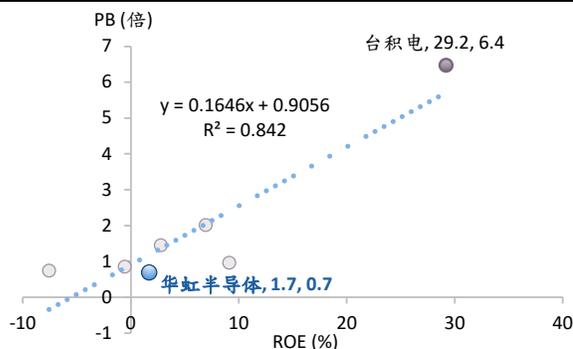
当前华虹半导体处于趋势线下方, 或显示公司 PB 估值略低于合理估值水平。同时, 我们认为, 随着公司盈利能力和 ROE 有望进一步提升, 其估值水平或有进一步上修的空间。

图表 11: 晶圆代工公司 ROE vs PB (2025 年)



资料来源: 彭博, 交银国际 选取公司包括台积电、三星电子、英特尔、中芯国际港股、格罗方德、华虹半导体港股、力积电

图表 12: 晶圆代工公司 ROE vs PB (2024 年)

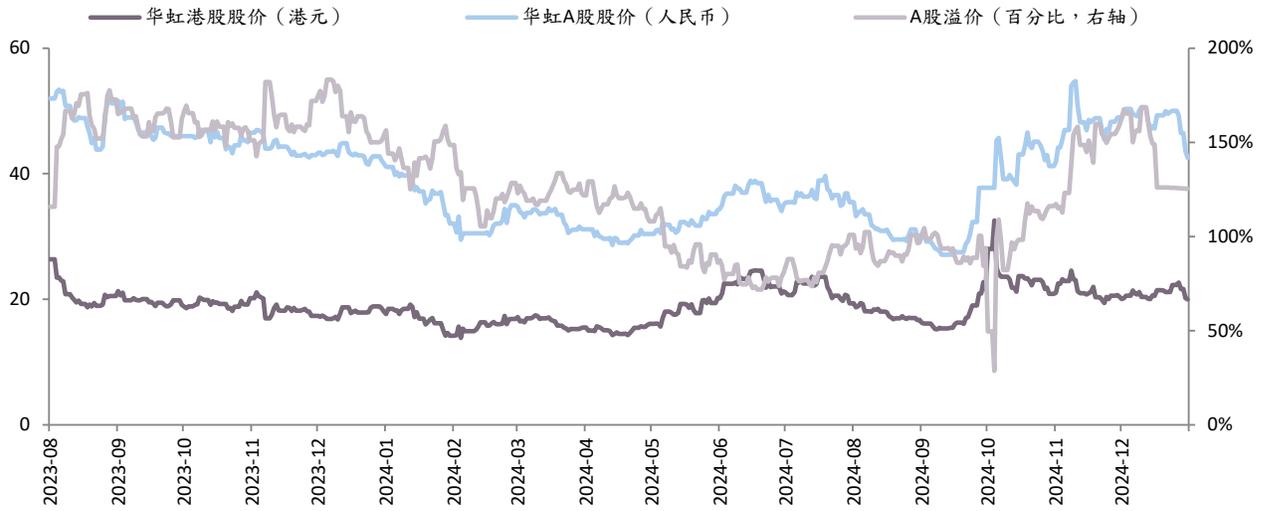


资料来源: 彭博, 交银国际 选取公司包括台积电、三星电子、英特尔、中芯国际港股、格罗方德、华虹半导体港股、力积电

我们认为，近期公司主要的股价催化剂如下：

- ⊕ 下游，尤其是之前需求不振的功率分立器件需求恢复。我们认为，公司的五大特色工艺平台中，除功率分立器件需求仍疲软，其他各工艺平台都表现出复苏迹象。若功率分立半导体器件出现需求见底回升迹象，则会全面影响到公司盈利能力和产能利用率。ROE、毛利率等关键指标进一步改善或将推动股价重估；
- ⊕ 公司九厂产能爬坡顺利，公司产能利用率总体不受扩产影响得到证实。华虹九厂预计从1Q25开始释放产能，管理层曾表达新增产能或已获下游客户的良好响应。九厂主要为12英寸产品，若在2025至2027年产能爬坡中，公司产品单价按预期提升，且九厂产能利用率能够保持相对较高水平，对公司股价亦是正面影响；
- ⊕ 进一步打开海外市场。公司管理层曾表达希望海外/内地收入比例目标分别占30%/70%，而目前内地销售占近八成。我们看到，公司产品有进入意法半导体等海外客户的进展，若公司海外业务可以进一步落地，则可分散公司收入来源，从而提升公司抗单一地区风险的能力；
- ⊕ AI市场进一步被证明对公司业务有长期深远和正面影响。目前公司与AI相关的产品主要包括CIS、RF和电源管理产品，暂未在公司营收中占主导地位。若公司与AI相关产品比例进一步提高，公司股价或受到AI溢价的影响；
- ⊕ 华力微电子整合成功，公司业务进军先进制程等新领域。从长期看，如果旗下的华力微（华虹五厂）资产注入华虹半导体之后，经资产整合后公司业务或扩展到特殊工艺平台之外，这或使公司整体盈利能力再上新台阶，从而推动公司股价重估。

图表 13: 华虹半导体 A 股估值溢价平均 126%



资料来源：彭博，万得，交银国际 收盘价截至 2025 年 1 月 3 日

## 产能持续爬升，资本开支能见度高

我们认为，历史上，华虹半导体产能拓展基本上可以保障进度并符合市场预期。管理层对于新产能规划清晰，且能贴近半导体市场需求。产能上量和资本开支进程有很高能见度。

- ⊕ **总产能方面**，我们预计，华虹半导体在目前的 39.1 万片/月 8 英寸等效产能的基础上，到 2027 年或将拓展至 57.7 万片/月 8 英寸等效。
- ⊕ **资本开支方面**，2025 年至 2027 年将是华虹无锡二期产能爬坡的三年，我们对每年约用于无锡二期 20 亿美元资本开支有较强能见度，我们预测 2025/2026/2027 年公司整体资本开支分别为 23.3/22.1/21.3 亿美元。
- ⊕ **就折旧而言**，虽然具体每年折旧增速会有波动，但由于资本开支能见度高，我们认为总体仍将可控。
- ⊕ 另外，根据公司在 2023 年 A 股科创板上市时的承诺，华虹半导体会在上市后三年内吸收集团旗下的华力微一座 12 英寸全自动集成电路芯片制造生产线，公司总产能将增加约 20%。

图表 14: 华虹半导体各厂历史及预测年底月产能

千片/月	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
一厂	65	65	65	65	65	65
二厂	60	60	60	60	60	60
三厂	53	53	53	53	53	53
无锡一期	60	65	94.5	94.5	94.5	94.5
无锡二期					25	50
<b>合计 (8 英寸等效)</b>	<b>313</b>	<b>324</b>	<b>391</b>	<b>391</b>	<b>447</b>	<b>503</b>

资料来源：公司资料，交银国际预测

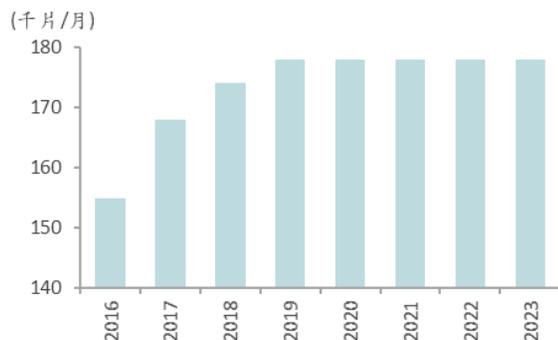
### “8 英寸+ 12 英寸” 战略初具规模

历史上看，作为中国内地产能第二的晶圆代工厂，华虹半导体为推动半导体国产化进程，一直致力于围绕五种特色工艺平台开拓新产能。我们认为，公司在扩产和研发上均具备较好执行力。

从 1997 年华虹一厂启动建设至今，公司目前已经拥有三座 8 英寸厂（华虹一/二/三厂）、一座已建成投产的 12 英寸厂（华虹七厂），以及一座（华虹九厂）预计在 2024 年底或 2025 年初试生产的 12 英寸厂。2024 全年华虹半导体产能（华虹一/二/三/七厂）预计稳定在 39.1 万片/月 8 英寸等效。我们认为华虹一/二/三/七厂为公司下一步继续扩产和开发新市场打下了坚实的基础。管理层预计，华虹九厂或从 2025 年初开始贡献收入。

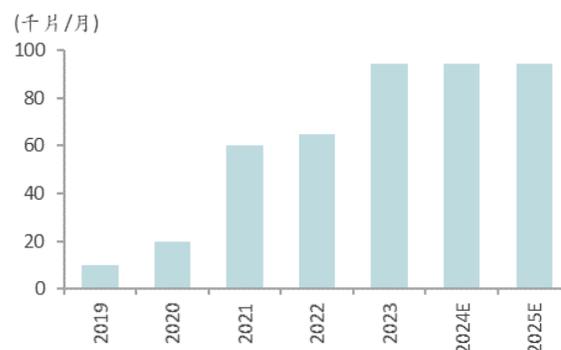
我们预计，经过三年的产能爬坡，2027 年华虹总产能（华虹一/二/三/七/九厂）或将达到 57.7 万片/月 8 英寸等效产能。

图表 15: 华虹三个 8 英寸厂产能爬坡情况



资料来源：公司资料，交银国际

图表 16: 华虹七厂（12 英寸厂）产能爬坡情况



资料来源：公司资料，交银国际预测

**8 英寸厂**方面，华虹一厂是公司最早启动建设的晶圆厂，拥有中国大陆第一条 8 英寸生产线。目前三座 8 英寸厂均位于上海，总产能稳定在 17.8 万片/月。

**12 英寸厂**方面，华虹无锡一期项目（华虹七厂）是华虹第一座 12 英寸晶圆厂，也是其在无锡的第一座晶圆厂。2018 年，华虹无锡一期启动建设，投资总额达 25 亿美元，目标建成投产的一条工艺等级 90-65/55nm、4 万片/月（12 英寸）特色工艺集成电路生产线。2019 年，华虹七厂顺利建成投产。产能方面，华虹七厂于 2021 年达到 4 万片/月（12 英寸）的产能目标，并在同年开启华虹无锡一期扩能项目，计划总投资 52 亿元人民币，目标月产能为 6.5 万片/月（12 英寸）。2021 年底，七厂月产能爬坡至 6 万片/月。2022 年，华虹七厂产能达到 6.5 万片/月（12 英寸），并在同年进行再一轮的扩产，投资超 75 亿元人民币，新增月产能 2.95 万片/月（12 英寸），该目标于 4Q23 达成。经过两轮扩产，华虹无锡一期项目共投资约 43 亿美元，在 2023 年底实现了 9.45 万片/月（12 英寸）的产能目标。

图表 17: 华虹现有工厂简介

工厂	产能/目标产能	简介
华虹一厂 (8 英寸厂)	自 2Q18 以来一直保持 在 <b>6.5 万片/月</b> 。	位于上海金桥， <b>中国内地第一条 8 英寸生产线</b> ，1997 年启动建设，2019 年建成投产，最先进工艺为 95nm。
华虹二厂 (8 英寸厂)	自 1Q19 以来一直保持 在 <b>6 万片/月</b> 。	位于上海张江，2003 年启动建设，2007 年建成投产，最先进工艺为 0.18μm。
华虹三厂 (8 英寸厂)	自 4Q19 以来一直保持 在 <b>5.3 万片/月</b> 。	位于上海张江，2000 年启动建设，2003 年建成投产，最先进工艺为 90nm。
华虹七厂 (12 英寸厂)	自 4Q23 以来一直保持 在 <b>9.45 万片/月</b> 。	<b>华虹无锡一期项目，拥有华虹的第一条 12 英寸产线</b> ，2018 年启动建设，2019 年建成投产，工艺节点覆盖 90nm 至 65/55nm。
华虹九厂 (12 英寸厂)	目标产能 2027 年底达到 <b>8.3 万片/月</b>	华虹无锡二期项目，华虹第二个 12 英寸晶圆厂，2023 年启动建设，预计于 2024 年底或明年年初建成投产，聚焦 55/40nm 的 IC 和功率器件。华虹二期项目总投资 67 亿美元，将建设一条工艺等级覆盖 65/55-40nm，聚焦 IC 和功率器件，目标产能 <b>8.3 万片/月 12 英寸</b> 。2024 年 8 月，华虹二期项目开启首批工艺设备搬入，为年底建成投产奠定了坚实基础。

资料来源：公司资料，交银国际

## 无锡二期产能开始爬升，华力微注入有望带来进一步产能增长

### ⊙ 华虹无锡二期项目即将试生产，12 英寸产能开始爬坡

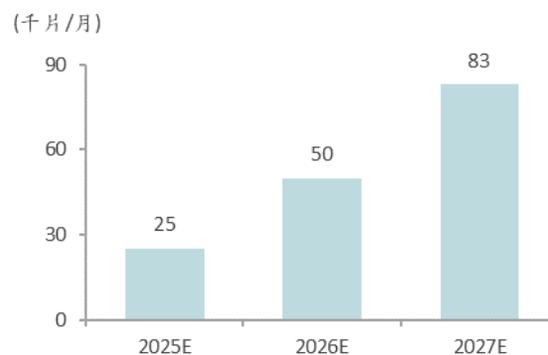
华虹无锡二期项目（华虹九厂）是华虹第二座 12 英寸晶圆厂，于 2023 年启动建设，计划投资额 67 亿美元，目标在 2027 年底达到 8.3 万片/月（12 英寸）的产能目标。根据公司管理层表述，华虹九厂已于 2024 年 8 月迎来首批工艺设备搬入，并预计于 2024 年底 2025 年初试生产，预计将在 1Q25 开始贡献收入。产能扩建方面，管理层预计将于 2025 年底实现 2 万片/月（12 英寸）完工（wafer out）。考虑到新厂房的良率和效率，我们预测华虹九厂 2025 年产能或为 2.5 万片/月（12 英寸）晶圆开工。我们同时预测九厂 2026 年底实现 5.0 万片/月（12 英寸）晶圆开工产能目标，并于 2027 年底实现 8.3 万片/月（12 英寸）产能目标。

图表 18: 2026 年预计总产能为 48.6 万片/月 8 英寸等效



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 19: 华虹无锡二期（九厂）12 英寸产能预测



资料来源：公司资料，交银国际预测

根据公司管理层之前（3Q23）表述，从产品组合来看，华虹七厂最后一次扩产后的产能主要聚焦在高电压功率分立器件（high voltage power discrete）、模拟和电源管理以及电源测量，同时也有部分特种逻辑电路的产品。此外，根据管理层（3Q24）表述，华虹九厂在 2025 年投产之后或将产能集中按顺序集中在嵌入式非易失性存储器（eNVM）、电源管理芯片和部分逻辑及射频芯片。

我们认为，新 12 英寸厂房建成后的产品选择，或同时兼顾短期下游景气度和长期产业发展变化的趋势，华虹九厂将专注的领域正是受下游需求周期性恢复和人工智能需求驱动的应用领域，这或从一定程度上提升公司整体的利润率水平（详见后文）。我们同时认为，产线投产后，产能或在不同产品之间切换，虽然这或损失一定的产能利用率。

到 2025 年底，随着无锡二期开始产能爬坡，公司 12 英寸产能比例持续上升，按 8 英寸等效计，12 英寸产能比例或超过 60%，而随着无锡一期的良率持续上行，12 英寸的收入占比亦或超过 60%。公司“8 英寸+12 英寸”策略则继续向高端化倾斜。

图表 20：华虹总产能拆分（按 8 英寸等效）



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 21：12 英寸收入占比或在 2024 年超 50%



资料来源：公司资料，交银国际预测

### ⊖ 华力微的注入有望贡献 20% 的产能提升

上海华力微有限公司（华力一期，简称“华虹五厂”）隶属于华虹集团下的上海华力，拥有中国内地第一条 12 英寸全自动集成电路芯片制造生产线，工艺节点覆盖 65/55nm 和 40nm 技术节点，月产能达 3.8 万片/月（12 英寸，折合 8 英寸产能为 8.6 万片/月）。根据华虹于科创板上市的招股书披露，自公司科创板上市之日起三年内（2023 年 8 月至 2026 年 8 月），华虹集团将按照国家战略部署和政府主管部门审批程序，将华力微注入华虹公司。按照华力微 8.6 万片/月 8 英寸等效产能计算，华力微注入华虹后，公司总产能将增加约 20%。若结合华力微产能，公司总产能在 2027 年底或可达到 66.3 万片/月 8 英寸等效。

### 资本开支和折旧能见度高，资本开支或在 2025 年见顶

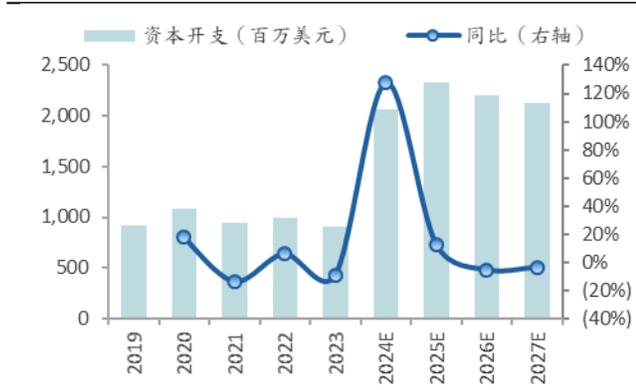
华虹半导体 2025/2026 年总体资本开支均或略超 20 亿美元。随着无锡二期进入试生产，与产能对应，我们对华虹半导体 2024-2027 年的资本开支有较高能见度。无锡二期项目（华虹九厂）预计计划投资额 67 亿美元。管理层表示，未来无锡二期在产能爬坡初期，资本开支将维持在每季度 7 亿美元左右，而之后的 2025 年至 2026 年一段时间内，资本开支或视乎设备采购进度，每季度在 5-7 亿美元左右。

我们预计，无锡二期主要的资本开支将集中在 3Q24 到 2026 年，其中，2025/2026 年每年在华虹九厂的资本开支均或略超 20 亿美元。对于现有 8 英寸和 12 英寸厂，我们预计每年的资本开支合计小于 1.5 亿美元左右，主要用于更新和维护现有的制造设备、技术升级、工艺改进、生产流程优化等。

我们预测 2024 至 2027 年资本开支分别为 20.7/23.3/22.1/21.3 亿美元，考虑到九厂预计从 1Q25 开始贡献产能，且考虑到之后还有设备迁入，我们认为 2025 年或是公司资本开支的高位，此后资本开支将有所回落，但幅度有限。对于公司 2024 年收入或在 20 亿美元左右，而当年甚至在今后一段时间资本支出将接近甚至超过收入水平这一点，市场或存在一定程度的担忧。我们认为，在下游半导体行业出现一定程度复苏的背景下，公司继续投资扩产或是我国晶圆代工和半导体行业的必经之路，我们也认为公司投入转化为财务回报亦值得期待。

无锡二期 2025 年折旧或在 1.5 亿美元左右，总折旧或超 7 亿美元。根据管理层指引，华虹九厂的折旧将于明年开始计提，1Q25 折旧仅约 1,000-2,000 万美元，2H25 折旧将开始加速上升，无锡二期全年折旧预计在 1.5 亿美元左右。此外，2025 年三座 8 英寸厂折旧或在 1.2 亿美元，而无锡一期折旧或在 4.5 亿美元。我们认为公司 2025 年甚至之后折旧的能见度较高，预计 2025 年总折旧为 7.25 亿美元，且下半年将高于上半年。我们认为 2026 年折旧或至少保持 2H25 的速率以上。

图表 22: 华虹资本开支或保持约 20 亿美元/年



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 23: 华虹折旧及摊销



资料来源：公司资料，交银国际预测

## 电源管理等需求结构性上升，消费电子周期性恢复

公司产品五大工艺平台，即嵌入式非易失性存储器（eNVM），独立式非易失性存储器（NVM），模拟与电源管理（Analog & PMIC），逻辑与射频（Logic & RF）以及功率分立器件（Power Discrete），对应消费电子、工业及汽车、通信和计算机等下游领域。

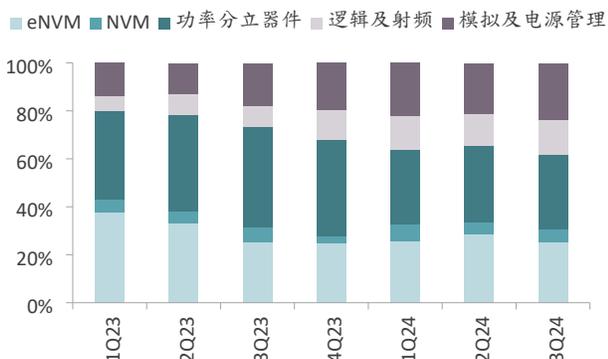
从需求侧看，我们看到除功率分立器件，特别是高电压产品受到汽车和工业端下游库存水平高，需求相对疲软外，其他各工艺平台自 1H24 以来需求都表现出积极向好趋势。其中，模拟与电源管理以及逻辑和射频受与人工智能相关的产品带动，需求旺盛，我们认为或有长期增长的潜力。而嵌入式非易失性存储器和独立式非易失性存储器需求则受消费电子产品中 MCU 等器件周期性恢复，近期也出现积极向好的趋势。对于功率分立器件，我们认为，虽然近期汽车等下游需求恢复疲软，但我们看好长期车辆电气化的趋势和国产车的竞争能力。

我们预测，即便有华虹九厂的新产能贡献，华虹半导体 2025 产能利用率或依然将保持高位。随着公司 12 英寸产品比例升高，我们预测 2025 年公司产品综合 ASP 相较 2024 年上升 14%，我们预测公司 2025 年毛利率或逐季改善，全年或可达 15.7%。

### 电源管理需求或受益于 AI 服务器，未来可期

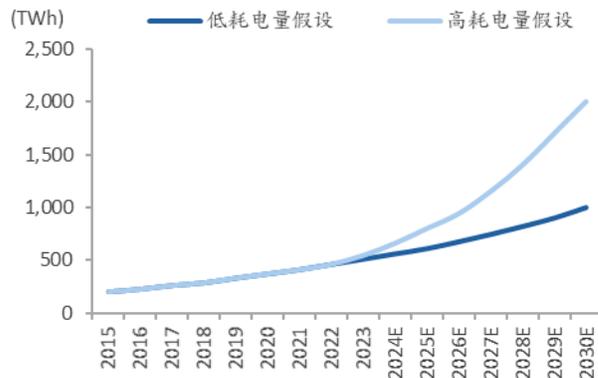
我们认为，从短期看，驱动华虹半导体晶圆代工业务需求上升的工艺平台主要为模拟及电源管理和逻辑及射频两个领域。从季度数据看，模拟及电源管理在华虹半导体收入占比从 1Q23 的 14% 上涨到 3Q24 的 23%，而逻辑和射频的占比则从 1Q23 的 6% 上涨到 3Q24 的 15%。管理层表示，两项业务主要受益于人工智能所带来的终端客户需求上涨。

图表 24：华虹收入拆分（按工艺平台）



资料来源：公司资料，交银国际

图表 25：数据中心能耗或将进一步上升

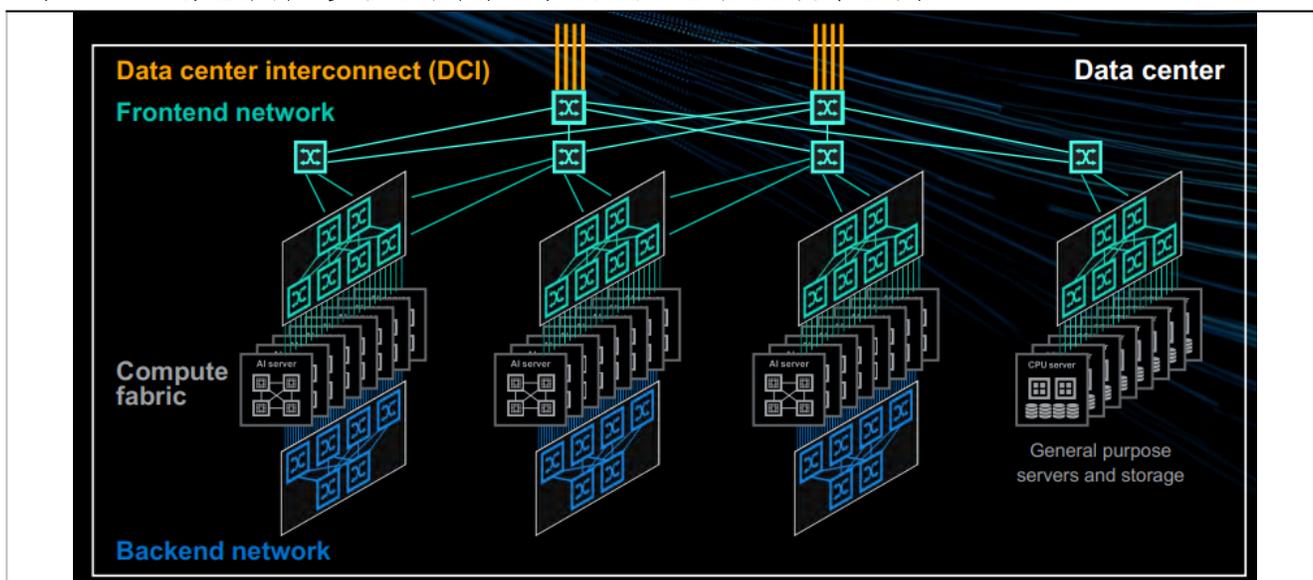


资料来源：英飞凌，交银国际 E=英飞凌预测

### ⊕ 模拟及电源管理

对于模拟及电源管理，考虑到数据中心 AI 服务器对于电能的大量消耗，且市场对于数据中心 AI 服务器的旺盛需求持续旺盛，我们认为，电源管理电路产品或存在长期结构性机会。根据英飞凌的预测，2023 年全球数据中心能耗达到 500TWh（500T 瓦时或 500bn 度），同时保守预测较低的情况下 2030 年总能耗或可达到 1000TWh，对应 10.4% CAGR，而激进情况下 2030 年或可达 2000TWh，对应 20.8% CAGR。我们认为相配套得电源管理电路需求也会相应上升。作为 AI 服务器的耗电主要来源，英伟达 AI 加速芯片的能耗也随着技术演进不断上升，从最初 Ampere 100 的 400W，到最新产品 Blackwell200 的 1000W 以及 GB200 的 2400W。

图表 26: AI 服务器架构：多形态的计算、存储和通信芯片混合提升电源管理



资料来源：Marvell，交银国际

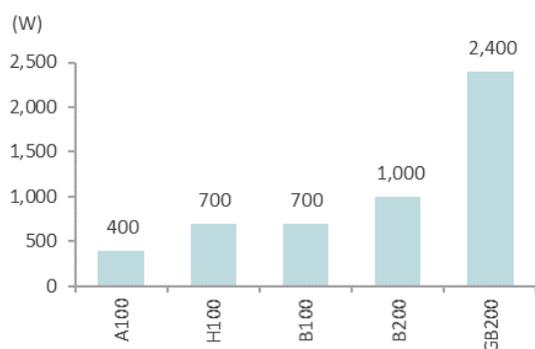
观察数据中心服务器架构，现有服务器内包含各种计算、通信和网络单元，包括 CPU、GPU 等加速器，网络转化器等单元各自对于电源的要求（输入电压、功率等）的要求均有不同的要求，且在用电量巨大的条件下电源管理（DC-AC 变频、DC-DC 转换等）的需求确有重大意义。虽然对于 PMIC 的具体数量仍待进一步观察，我们有理由相信 PMIC 需求会随着 AI 服务器部署增加而增加。

### ⊕ 逻辑和射频工艺平台

对于逻辑和射频工艺平台，管理层提到 CMOS 图像传感器（CIS）和射频（RF）集成电路的需求或随 AI 普及而升高。我们认为，其可能与人工智能产品相关的领域主要包括用于边缘侧（智能手机、笔记本电脑等）所需的集成电路产品有关。同时，我们认为，人工智能主题或在短期内一定程度上刺激 C 端用户对于 CIS 和 RF 芯片需求。

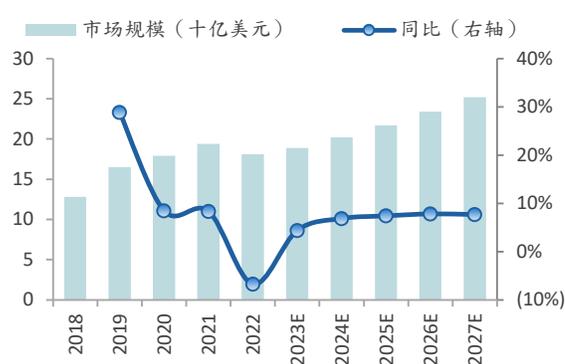
以 CIS 芯片为例，根据 Frost & Sullivan，全球 CIS 的市场规模在 2021 年达到 194 亿美元的峰值后，在 2022 年受周期影响回落 7% 到 181 亿美元。CIS 行业受智能手机和电动汽车需求拉动，在 2023 年重新增长 4% 到 189 亿美元，并或在 2024 年之后保持高单位数的增长。与此同时，我们认为边缘侧/端侧 AI 的需求尚需进一步观察，一般用户对在智能手机或是个人电脑上部署 AI 的需求，仍取决于人工智能所能产生的价值。虽然我们对短期换机趋势仍保持乐观，但这可能是原本智能手机本应到来的换机周期，因此 CIS 和 RF 是否会长期受益于 AI 的前景还有待进一步观察。

图表 27：英伟达 GPU 加速芯片能耗持续提升



资料来源：英飞凌估算与预测，交银国际

图表 28：全球 CIS 市场 2024 年之后高单位数增长



资料来源：Frost & Sullivan 预测，交银国际

2025 年 1 月 6 日

华虹半导体 (1347 HK)

## 消费电子复苏，嵌入式非易失性存储器需求周期性上升或将继续

我们认为，消费电子行业的周期性复苏会在 2025 年继续利好华虹嵌入式非易失性存储器（eNVM）等平台。消费电子产品需求上升的驱动因素主要有二，其一来自于家电和通信设备等产品的内需恢复，其二是全球贸易环境变化下我国消费电子的出口增长。而消费电子产品一般都有含有 MCU 等集成电路器件，一般都配置有 eNVM。

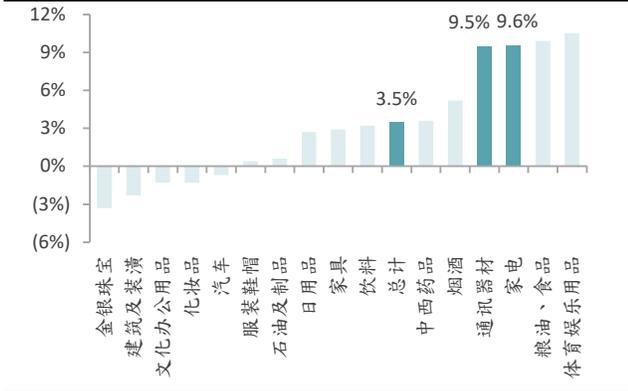
**以旧换新补贴拉动消费端，刺激消费电子内需。**根据国家统计局，2024 年 11 月整体社零总额累计同比增长 3.5%，而家电、通讯设备社零总额分别累计同比增长 9.6% 和 9.5%。2024 年 11 月 19 日，国家发改委提出，将研究提出未来继续加大支持力度、扩大支持范围的“两新”政策举措。12 月 9 日中央政治局会议提出，大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。我们预期，以旧换新补贴有希望在 2025 年持续，也看好补贴政策对消费电子需求端的刺激效果。

2024 年初以来，中央和地方政府陆续出台系列政策，以支持家电以旧换新等活动。国务院在 3 月下发促进消费品以旧换新的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（《行动方案》），对购买绿色智能家电给予补贴。我们认为，包括华虹半导体在内半导体产业链或从 1Q24 开始即为本轮家电以旧换新积极备货，华虹的产能利用率也在这个过程中逐渐上升。2024 年 8 月，商务部等四部门办公厅印发关于进一步做好家电以旧换新工作的通知，要求各地要统筹使用中央与地方资金，对个人消费者购买二级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机 8 类家电产品给予以旧换新补贴，补贴标准为产品最终销售价格的 15%，对购买一级及以上能效或水效的产品，额外再给予产品最终销售价格 5% 的补贴。每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2000 元。地方也出台相关政策，将补贴范围从上述 8 类家电产品扩展到了 3C 数码产品，如手机、平板电脑、数码相机、智能手表等。我们认为，无论是各类家电和数码电子产品 MCU 的需求在政策刺激下使得需求快于一般周期规律而恢复，而华虹九厂的投产，适时地提供了所需产能。

**消费电子出口强劲，或至少持续至 1Q25。**我们认为造成华虹半导体消费电子类业务复苏的另一部分重要驱动，是外需在 1Q24 之后有较好的表现。据海关总署的统计，2024 年 11 月我国出口总额同比增长 6.7%，家用电器的同比增长更是达到了 10.2%。2024 年 1-11 月整体出口金额累计同比增长 5.4%，而家用电器出口金额的累计同比增长更是达到了 14.1%，大幅优于出口平均整体出口增速。市场担忧特朗普再次当选之后的关税政策变化或导致出口企业提前发货。对此，我们观察到，从家电出口月度数据看，虽然增速在 10 月加快，且在 11 月回落，但在之前特朗普胜选概率上升的 7-9 月家电月度增速在 2024 年前 11 个月里并不算突出。根据交银国际宏观策略的预测，参考 2018 年的经验，最终实施的关税水平往往低于初始提议。特朗普第一次内阁 45% 的关税主张最终落地为 25%，此次 60% 的关税提议很可能也是谈判策略的一部分，包括增加中国对美国产品的进口等诉求。从时点上看，即便关税政策推进，根据以往经验，从法案通过到实际执行预计需要相当时间，实施时点可能会推迟到 2025 年中或下半年的时点，并可能采取分阶段实施的方式。因此我们认为即便存在提前发货的现象，家电出口的增长势头或至少持续到美国新政府上任的 1Q25。

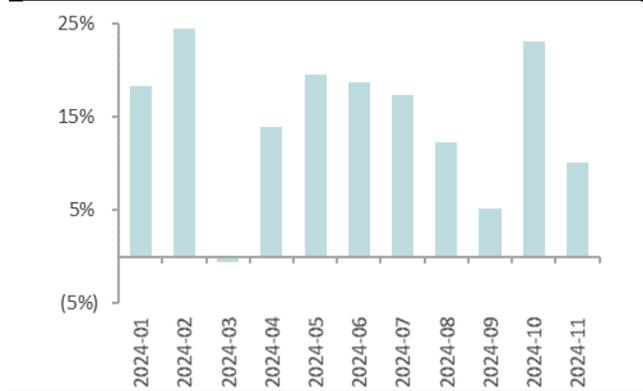
长期看，我们认为家电及消费电子产品的出口数据取决于中国本土企业的产品竞争力和外部需求，历史来看，根据海关总署，我国 2022 年出口金额为 3.54 万亿美元，相比 2017 年增长 57%。中国制造凭借技术和效率的优势，即便在挑战性的外部贸易环境下，增长依然表现出韧性。我们认为，随着下游消费电子市场库存水平逐步回到正常水平，华虹半导体 eNVM 等以消费电子为主要市场的平台收入亦将恢复 2022 年之前的增长态势。

图表 29：2024 前 11 月社零总额分品类同比增速



资料来源：国家统计局，交银国际

图表 30：2024 年家用电器月度出口金额同比增速



资料来源：海关总署，交银国际

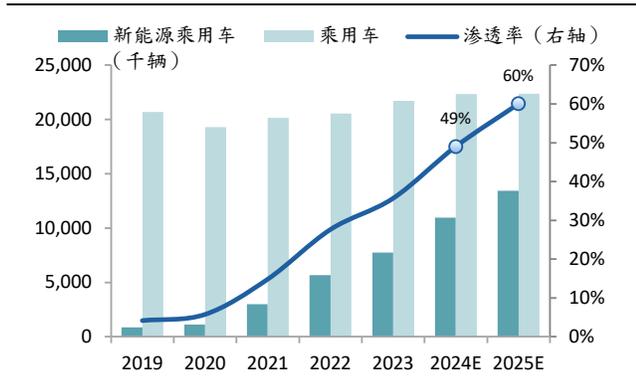
### 新能源汽车渗透率继续上升，或为功率分立器件提供长期机会

根据管理层披露，五大平台中，唯一尚未进入复苏周期的是功率分立器件平台，其收入占比也从 3Q23 高点的 42% 下降到 3Q24 的 31%。我们认为，这主要是受下游新能源车竞争激烈，OEM 及供应商库存仍需进一步消化的影响。展望 2025 年，我们认为，虽然乘用车总体销量上升幅度有限，但新能源车的渗透率的进一步提升或可一定程度上增加功率分立器件的终端需求，但是考虑到目前 OEM 和供应商库存水平依然处于高位，我们对 2025 年功率分立器件需求仍保持相对谨慎。但长期看，随着新能源车的渗透的进一步上升，我们仍对国产功率器件长期前景保持乐观态度。

**预计明年乘用车销量持平，新能源渗透率继续上扬，看好功率器件的长期发展前景。**根据交银国际汽车研究团队在 2025 年汽车行业展望报告中的预测，随着以旧换新和购车补贴政策陆续出台、以及新车型开始密集上市，内地购车需求在 2H24 加速释放。交银国际汽车团队预计 2024 年乘用车销量 2,235 万辆，同比增约 3%；2025 年在部分购车需求前置以及 2024 年高基数下，预计销量同比持平。此外，汽车研究团队预期增程/混动技术提升有望推动新能源渗透，2024/2025 年新能源乘用车渗透率提升至 49%/60%。

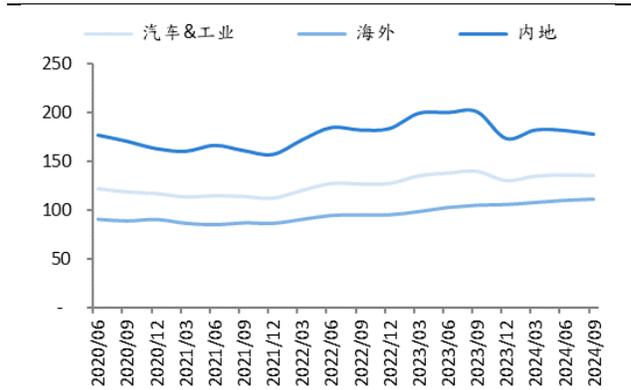
**价格战尚未结束，车企上游价格或继续承压。**在总体销售量增长放缓的影响下，我们认为，新能源汽车市场下沉和价格战或仍未结束。据乘联会零售数据，新能源车 10 万元以下价格带销量占比从 2023 年的 29.3% 提升至 2024 年 1-10 月的 30.5%，我们认为这主要由于该价格带迎来激烈的价格战。在此背景下，我们认为上游零部件及晶圆组装价格或将继续承压。而在库存方面，我们统计的 20 余家汽车和工业企业的库存在 3Q24 仍处于相对较高水平，内地企业的库存水平虽有边际下降，但未出现明显改善的迹象。综合价格和库存情况，我们对华虹功率分立器件需求在 2025 年复苏仍保持谨慎。

**图表 31：中国乘用车/新能源乘用车零售销量：新能源车占比或在 2025E 达到 60%**



资料来源：乘联会，交银国际预测

**图表 32：2024 年汽车&工业库存（天数）仍处高位，内地公司库存企稳**



资料来源：彭博，交银国际

### 产能利用率与 ASP 有望迎来逐季度改善

我们认为，随着明年部分下游需求的复苏，公司晶圆 ASP 和产能利用率有望在 2025 年逐季度改善。管理层指引，对于 2025 年的 12 英寸晶圆 ASP，PMIC 或在 1000 美元；功率器件在 800-850 美元；eNVM 在 1200-1400 美元；逻辑和射频在 1000-1200 美元。综合看，公司 2025 年 12 英寸 ASP 或较 2024 年或有双位数的增长，而 8 英寸则由于需求总体疲软价格涨幅较 12 月相对更窄。我们认为公司总体 ASP 或在 2024 年达到低点，较最高点大概有 20% 的差距。综合来看，随着下游电子消费品、PMIC、MCU 等需求复苏，我们预计 2025 年 8 英寸晶圆 ASP 同比增长 1%，12 英寸晶圆 ASP 同比增长 12%。

就产能利用率而言，展望 2025-2027 年，我们认为 12 英寸产能利用率震荡向上，与之前华虹七厂产能上量情况相似，在新增产能初期，产能利用率一般略有回调，但总体需求的恢复，将带动产能利用率向上。而 8 英寸的产能利用率则呈现随季节性震荡的趋势。

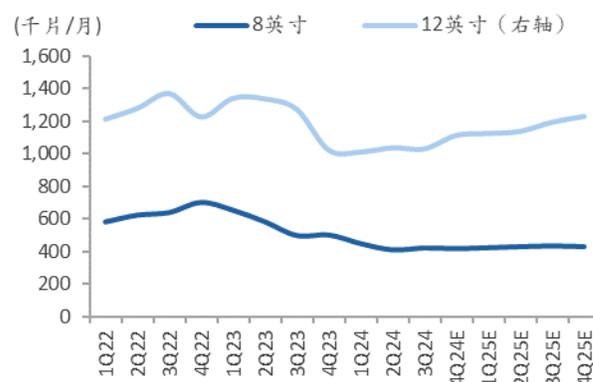
综合产能利用率和 ASP 展望，我们预期 2025 年营业收入达到 25 亿美元，同比增长 12.5%，毛利率 15.8%，同比提升 5.3 个百分点，高于市场一致预期。

图表 33: ASP (8 英寸等效) 或在 3Q24 达到低位



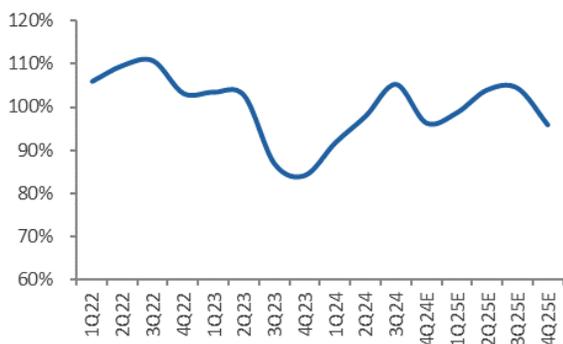
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 34: 8 英寸 ASP 相对承压



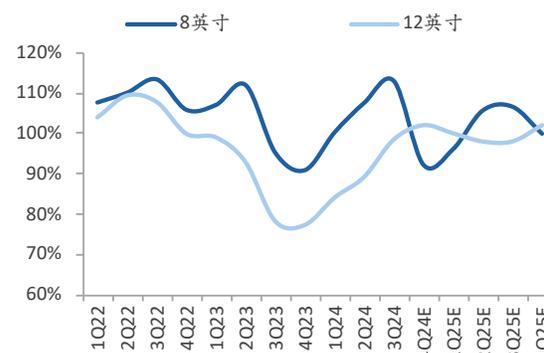
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 35: 产能利用率 (8 英寸等效) 已走出低谷



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 36: 华虹晶圆产能利用率拆分



资料来源：公司资料，交银国际预测

## 公司简介

图表 37: 华虹半导体发展历史

年份	里程碑
1997	公司前身上海华虹 NEC 成立。
1999	公司实现动态随机存取存储器 (DRAM) 试产。
2002	功率器件领域, 功率 MOSFET 工艺平台量产。
2006	存储器领域, 公司获得嵌入式闪存芯片相关重要技术许可。
2011	存储器领域, 基于超级快闪存储器工艺的晶圆累计出货量达 100 万片。功率器件领域, 600V 超级结工艺平台进入量产。
2013	模拟及电源管理领域, 上海华虹宏力实现 700V BCD 工艺平台量产。功率器件领域, 上海华虹宏力实现 600-1200V 厂截止型 IGBT 工艺平台量产。
2014	在香港联交所主板上市。存储器领域, 上海华虹宏力 SIM 卡芯片出货量达 26.6 亿颗, 占全球 50% 份额。
2015	存储器领域, 0.11μm 超低漏电嵌入式闪存工艺平台实现量产。
2016	存储器领域, 上海华虹宏力 90nm 嵌入式闪存工艺平台实现量产。
2017	存储器领域, 上海华虹宏力 95nm 单电压 5V 存储器平台量产。
2018	上海华虹宏力年出货量首次突破 200 万片晶圆。
2019	华虹无锡 12 英寸生产线建成投产。存储器领域, 华虹无锡 90nm 嵌入式闪存首批产品交付。
2020	功率器件领域, 华虹无锡首批功率器件产品交付。模拟和电源管理领域, 华虹无锡高性能 90nm BCD 工艺平台量产。存储器领域, 上海华虹宏力推出 90nm 超低漏电嵌入式闪存工艺平台。
2021	存储器领域, 华虹无锡 12 英寸 55nm 嵌入式闪存工艺平台量产。功率器件领域, 车规级 IGBT 芯片和 12 英寸 IGBT 规模量产。
2022	存储器领域, 实现 12 英寸 55nm 以及 90nm eFlash 新工艺平台的量产。功率器件领域, 实现了车规级 IGBT 和 12 英寸超级结 MOSFET 的量产
2023	华虹半导体正式在科创板挂牌上市, 募集资金总额 212.03 亿元人民币, 成为当年 A 股最大 IPO。公司承诺自科创板上市之日三年内, 华虹集团将按照国家战略部署和政府主管部门审批程序, 将华力微注入华虹公司。
2024	40nm 特色工艺平台开始小规模试生产。

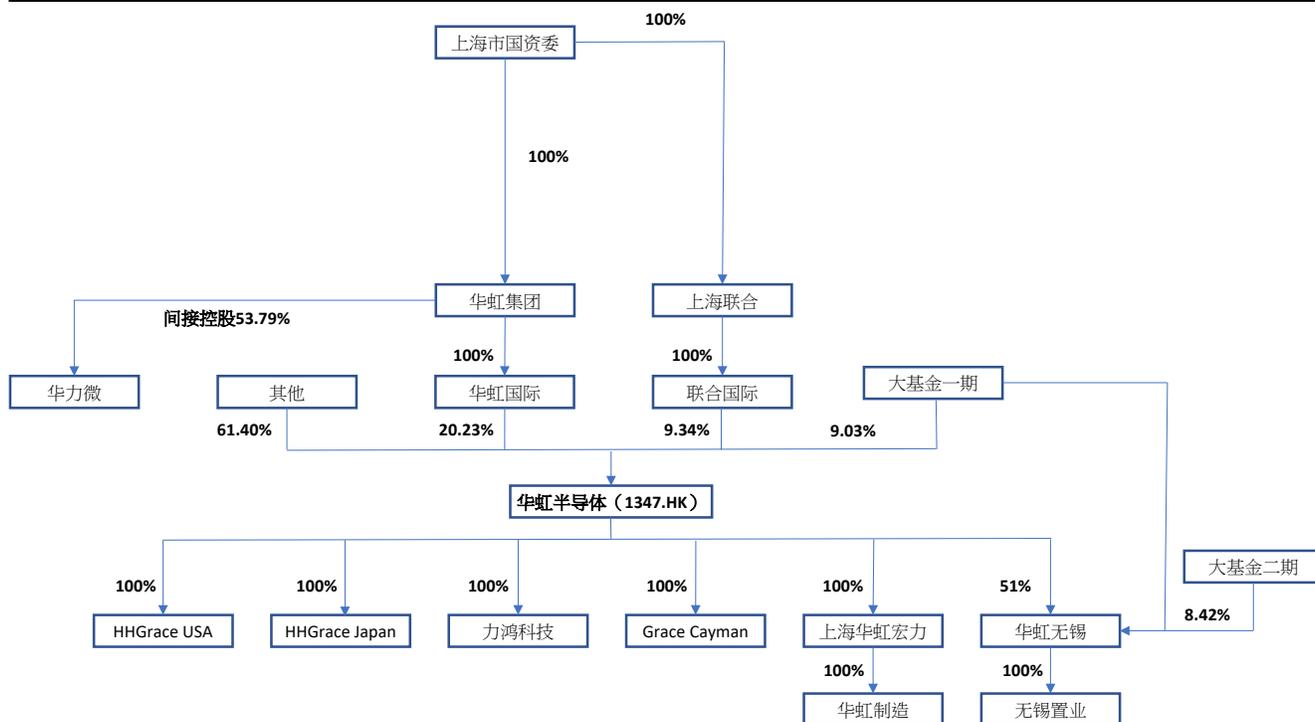
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 38: 华虹半导体主要管理层介绍

管理层	职务	主要工作经历
唐均君	董事会主席及执行董事	于二零一九年五月起获委任为公司总裁兼执行董事。唐先生亦为上海华虹宏力、华虹无锡、华虹制造总裁。唐先生于西南交通大学工商管理专业本科毕业, 后毕业于中欧国际工商学院, 获工商管理硕士学位; 正高级经济师职称。
白鹏	执行董事及总裁	白先生负责公司业务及营运的日常管理以及公司业务策略的实施。白先生在集成电路制造领域拥有逾 30 年经验。之前白先生担任荣芯半导体有限公司首席执行官。他曾先后担任英特尔公司工艺整合工程师、工艺整合经理、良率工程总监、研发总监兼副总裁以及公司副总裁。白先生曾就读于北京大学, 布加勒斯特大学, 并获得伦斯勒理工学院物理学博士学位。
Daniel Yu-Cheng Wang (王鼎)	执行副总裁、首席财务官兼董事会秘书	于二零一二年二月起获委任为公司香港董事会秘书。王先生亦担任公司、上海华虹宏力、华虹无锡及华虹制造的执行副总裁, 负责财务、信息技术、行政与合规、董办及外籍人事。王先生毕业于美国加州大学伯克利分校工程学院, 获工业工程及营运研究学士学位; 后于美国旧金山大学获工商管理硕士学位, 主修财务及银行专业。

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 39: 华虹半导体股权架构



资料来源：公司资料，交银国际

图表 40: 科创板上市时，华虹集团就《关于避免同业竞争的补充承诺函》进一步补充承诺

概括	详细内容
收购华虹宏力五厂	华虹半导体承诺，在独立式/嵌入式非易失性存储器平台方面，新增客户由华虹半导体承接，而华力微将继续服务现有客户，且不在该平台承接新增客户以及现有客户的新产品； 在逻辑与射频平台方面，新增客户由华力微承接；华虹半导体将继续服务现有客户，且不在该平台承接新增客户以及现有客户的新产品。
投产后业务划分	发行募投项目投产后，华虹半导体与华力微在 40nm 工艺节点各工艺平台上的业务，也将按照上述划分标准执行，即独立式非易失性存储器和嵌入式非易失性存储器工艺平台相关业务由华虹半导体承接，逻辑与射频工艺平台相关业务由华力微承接。
业务收入和毛利比例	华虹集团将确保华力微同类业务的收入和毛利占华虹半导体主营业务收入和毛利的比例不超过 30%。具体措施包括监督华虹半导体及华力微严格按照上述方式开展业务，每季度末对 65/55nm 重合工艺平台的客户结构、已执行订单、在手订单、产能安排、收入及毛利情况进行动态监测，若比例接近临界值，将及时对双方的生产经营计划作出调整，并督促华虹半导体在其年度报告中披露相关承诺的履行情况。
华力微注入发行人	自发行人首次公开发行人民币普通股股票并于科创板上市之日起三年内，按照国家战略部署安排，在履行政府主管部门审批程序后，华虹集团将华力微注入发行人。
避免同业竞争的承诺	华虹集团此前出具的《关于避免同业竞争的承诺函》在华虹集团作为发行人间接控股股东期间有效；如上述承诺与华虹集团此前出具的承诺有任何不一致，华虹集团将确保按照对发行人及其股东更有利的承诺履行。

资料来源：公司资料，交银国际

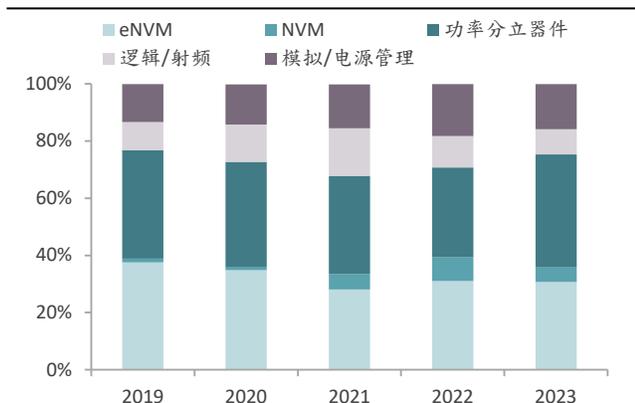
## 五大特色工艺平台

华虹半导体目前拥有五个特色工艺平台，覆盖目前晶圆代工领域大部分主流产品。技术节点方面，五大平台目前工艺节点覆盖 0.35  $\mu$ m-55nm，**随着无锡二期开始试生产**，工艺技术节点将推进至 **40nm**。这五个特色工艺平台分别是：

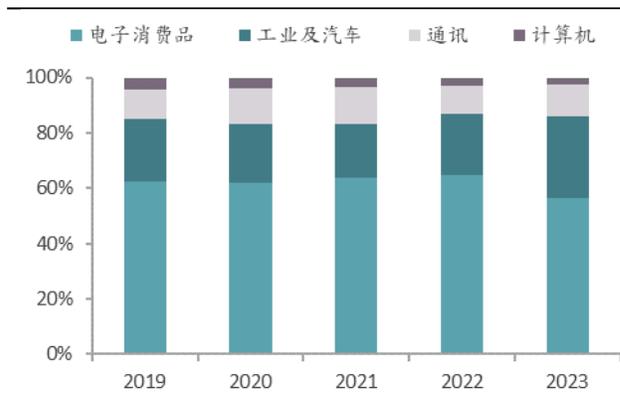
- ⊕ **嵌入式非易失性存储器 (eNVM)**：主要代工产品为 MCU（车规/工控/消费类）以及智能卡芯片，广泛应用于汽车、工业、消费电子。eNVM 是公司营收规模最大的平台之一，3Q24 公司 eNVM 收入为 1.3 亿美元，占总营收的 25%，同比下降 8%，主要来自智能卡需求下降。管理层表示，2024 年部分产品有恢复，2025 年包括 MCU 等产品有望复苏。
- ⊕ **模拟与电源管理 (Analog & PM)**：主要代工各产品电源管理类/信号链类模拟芯片，公司模拟与电源管理技术全球领先，产品主要应用于工业和汽车电子以及模拟电源、模拟音频功放、电机驱动、数字电源、数字音频功放、照明控制驱动等各类消费电子等领域。3Q24 公司模拟与电源收入为 1.2 亿美元，占总营收的 23%，同比增长 22%，主要来自下游 AI 相关的需求增长，该业务在今年营收占比也显著提升。我们认为，2025 年 PMIC 下游需求仍将带动该平台增长。根据管理层披露，公司电源管理产品或进一步应用于 AI 服务器和 GPU 电源管理系统。
- ⊕ **逻辑和射频 (Logic & RF)**：公司是中国主要的射频及图像传感器技术制造方案提供商。3Q24 公司逻辑和射频收入为 0.77 亿美元，占总营收的 15%，同比增长 54%，主要来自下游 CIS 和逻辑类产品增长。我们预计，2025 年逻辑和射频受智能手机等电子消费品需求复苏影响，或对营收和利润提供正面影响。
- ⊕ **功率分立器件 (Power Discrete)**：主要代工产品为低压 MOSFET（200V 以下）、超级结 MOSFET（200-900V）、IGBT（600-1700V）。公司超级结 MOSFET 达到全球领先水平，高度契合当前热门的大功率快充电源、LED 照明电源、数据中心电源及新能源汽车充电桩及车载充电机等高端应用需求。公司超级结 IGBT 应用于新能源汽车以及光伏、风能、储能、变频家电等新能源领域。3Q24 公司功率器件收入为 1.6 亿美元，占总营收的 31%，同比下降 31%，主要来自整体 ASP 承压，以及下游闪存（Flash）需求下降。我们预计，功率器件，尤其是高压器件，价格在 2025 年仍将承压，但公司超级结 MOSFET/IGBT 的技术具有全球领先的优势，有望在下一轮功率器件周期增长中获益。
- ⊕ **独立式非易失性存储器 (NVM)**：主要代工产品为 NOR Flash 和 EEPROM，应用领域覆盖工业、白色家电、汽车电子以及各类低功耗物联网设备等。3Q24 公司 NVM 收入为 0.29 亿美元，占总营收的 6%，同比下降 20%，主要来自整体 ASP 承压，以及下游 IGBT/超级结需求下降。

下游应用方面，五大平台下游应用主要为 消费电子、工业及汽车，通讯和计算机。3Q24，公司消费电子、工业及汽车、通讯、计算机收入占比分别为 63%、24%、13%和 1%。在 3Q24 业绩会上，管理层表示，目前电子消费品下游需求较好，而功率器件（主要应用于工业和汽车），尤其是大功率器件的需求恢复还有待观察。

相应地，我们预计 2025 年收入受益于 CMOS 图像传感器（CIS）和电源管理芯片（PMIC）的需求增长，在五大特色工艺平台中，我们看好逻辑和射频（Logic & RF）以及模拟与电源管理（Analog & PM）的营收和利润增长。此外，鉴于消费电子强相关的 MCU 等产品在 2025 也有望迎来复苏，我们认为嵌入式非易失性存储器（eNVM）明年的表现亦可能复苏。对于功率器件（Power Discrete），我们仍然谨慎，主要考虑到高压器件的价格仍承压。独立式非易失性存储器（NVM）目前仍处于下游 IGBT/超级结需求下降以及 ASP 承压的情况。

**图表 41: 华虹收入拆分（按工艺平台）**


资料来源：公司资料，交银国际。eNVM=嵌入式非易失性存储器，NVM=独立式非易失性存储器

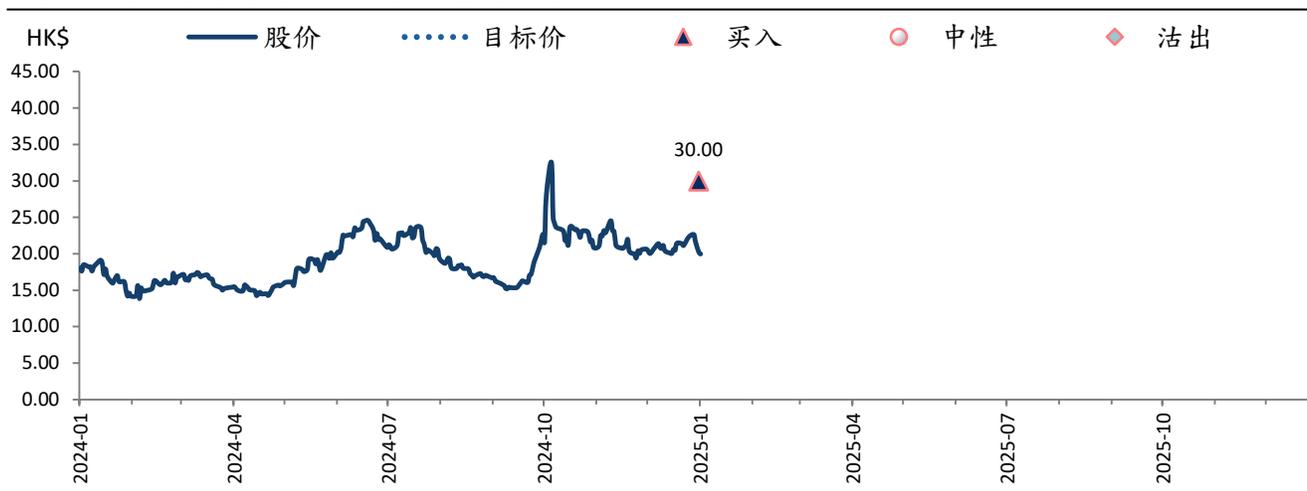
**图表 42: 华虹收入拆分（按终端需求）**


资料来源：公司资料，交银国际

## 风险提示

- ⊕ 汽车、工业、消费电子、白色家电、智能手机等下游应用需求弱于预期。
- ⊕ 人工智能、新能源汽车、智能制造、新一代移动通信（如 5G）、物联网等新产业机遇增长弱于预期。
- ⊕ 公司深沟槽式超级结 MOSFET 以及 IGBT 技术、BCD 技术、自主开发的射频 SOI 工艺平台等技术优势长期效果不显著。
- ⊕ 供应链在地化和研发进度慢于预期，导致以建成厂房上量进度缓于预期或产线良率不及预期。
- ⊕ 资本支出和产能扩张未能及时转化为有效产品生产，产能利用率低造成利润水平下降。
- ⊕ 全球地缘形势变化导致生产成本高于预期或最终产品销售低于预期。

图表 43: 华虹半导体 (1347 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 44: 交银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
1347 HK	华虹半导体	买入	19.98	30.00	50.20%	2024 年 1 月 6 日	晶圆代工
981 HK	中芯国际	买入	29.55	32.00	8.30%	2024 年 11 月 05 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	138.31	170.00	22.90%	2024 年 12 月 19 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	120.63	183.00	51.70%	2024 年 11 月 27 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	买入	82.31	106.00	28.80%	2024 年 10 月 31 日	半导体设计
603501 CH	韦尔股份	买入	98.5	133.00	35.00%	2024 年 10 月 07 日	半导体设计

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2025 年 1 月 3 日

## 财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	2,475	2,286	2,000	2,504	2,850
主营业务成本	(1,632)	(1,799)	(1,790)	(2,110)	(2,354)
<b>毛利</b>	<b>844</b>	<b>487</b>	<b>210</b>	<b>394</b>	<b>496</b>
销售及管理费用	(118)	(127)	(93)	(102)	(114)
研发费用	(161)	(207)	(240)	(259)	(270)
<b>经营利润</b>	<b>565</b>	<b>154</b>	<b>(123)</b>	<b>34</b>	<b>113</b>
财务成本净额	(28)	(91)	(85)	(76)	(76)
其他非经营净收入/费用	(40)	111	180	175	177
<b>税前利润</b>	<b>496</b>	<b>174</b>	<b>(28)</b>	<b>132</b>	<b>213</b>
税费	(89)	(47)	(2)	(20)	(40)
非控股权益	43	154	142	86	60
<b>净利润</b>	<b>450</b>	<b>280</b>	<b>112</b>	<b>199</b>	<b>233</b>
作每股收益计算的净利润	450	280	112	199	233

资产负债表 (百万元美元)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,009	5,585	5,313	3,705	3,088
应收账款及票据	292	279	273	349	397
存货	578	450	495	594	663
其他流动资产	197	256	558	579	655
<b>总流动资产</b>	<b>3,076</b>	<b>6,570</b>	<b>6,639</b>	<b>5,227</b>	<b>4,802</b>
物业、厂房及设备	3,368	3,519	5,884	7,489	8,722
其他有形资产	78	79	81	81	81
无形资产	33	50	37	29	23
长期应收收入	131	139	159	233	256
其他长期资产	370	587	543	543	543
<b>总长期资产</b>	<b>3,980</b>	<b>4,374</b>	<b>6,705</b>	<b>8,376</b>	<b>9,626</b>
<b>总资产</b>	<b>7,055</b>	<b>10,943</b>	<b>13,344</b>	<b>13,603</b>	<b>14,428</b>
短期贷款	427	193	275	335	502
应付账款	237	235	288	345	385
其他短期负债	719	544	1,505	1,388	1,666
<b>总流动负债</b>	<b>1,382</b>	<b>972</b>	<b>2,069</b>	<b>2,069</b>	<b>2,554</b>
长期贷款	1,482	1,907	1,983	1,983	1,983
其他长期负债	56	50	29	29	29
<b>总长期负债</b>	<b>1,537</b>	<b>1,956</b>	<b>2,012</b>	<b>2,012</b>	<b>2,012</b>
<b>总负债</b>	<b>2,920</b>	<b>2,929</b>	<b>4,081</b>	<b>4,081</b>	<b>4,566</b>
股本	1,994	4,934	4,939	4,948	4,958
储备及其他资本项目	1,036	1,367	1,524	1,773	2,103
<b>股东权益</b>	<b>3,030</b>	<b>6,301</b>	<b>6,462</b>	<b>6,721</b>	<b>7,061</b>
非控股权益	1,105	1,714	2,801	2,801	2,801
<b>总权益</b>	<b>4,135</b>	<b>8,015</b>	<b>9,263</b>	<b>9,522</b>	<b>9,862</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	496	174	(28)	132	213
折旧及摊销	457	500	566	733	978
营运资本变动	(174)	(109)	(71)	(256)	125
利息调整	40	100	104	109	109
其他经营活动现金流	(68)	(24)	(81)	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>751</b>	<b>642</b>	<b>489</b>	<b>718</b>	<b>1,426</b>
资本开支	(996)	(907)	(2,068)	(2,330)	(2,205)
投资活动	(9)	(8)	(20)	(74)	(23)
其他投资活动现金流	75	82	52	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(930)</b>	<b>(833)</b>	<b>(2,036)</b>	<b>(2,404)</b>	<b>(2,228)</b>
负债净变动	318	191	159	59	167
权益净变动	5	2,940	9	10	10
股息	0	0	13	8	8
其他融资活动现金流	349	651	1,037	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>672</b>	<b>3,782</b>	<b>1,219</b>	<b>77</b>	<b>185</b>
汇率收益/损失	(94)	(14)	57	0	0
<b>年初现金</b>	<b>1,610</b>	<b>2,009</b>	<b>5,585</b>	<b>5,313</b>	<b>3,705</b>
<b>年末现金</b>	<b>2,009</b>	<b>5,585</b>	<b>5,313</b>	<b>3,705</b>	<b>3,088</b>

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(美元)</b>					
核心每股收益	0.345	0.163	0.065	0.116	0.136
每股账面价值	2.325	3.671	3.762	3.913	4.111
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	34.1	21.3	10.5	15.7	17.4
EBITDA利润率	40.1	33.9	31.7	38.2	45.0
EBIT利润率	21.7	12.0	3.4	8.9	10.7
净利率	18.2	12.2	5.6	7.9	8.2
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	6.8	3.1	0.9	1.5	1.7
ROE	11.5	4.6	1.3	2.1	2.4
ROIC	7.7	1.1	(1.2)	0.2	0.7
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.2	6.8	3.2	2.5	1.9
存货周转天数	113.1	104.3	96.3	94.2	97.4
应收账款周转天数	34.9	45.5	50.3	45.3	47.8
应付账款周转天数	48.2	47.9	53.3	54.8	56.7

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025年1月6日

华虹半导体 (1347 HK)

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。



### 机构销售团队



@bocomgroup.com

熊璇	(852) 3768 2850	xuan.xiong
邓志恒	(852) 3768 2795	alvin.tang
刘静	(852) 3768 2969	judy.liu
邵将星	(852) 3768 2962	jensens.shaw
罗圆	(852) 3768 2783	Jackie.Luo
刘方舟	(852) 3768 2782	Noah.Liu
张家尔	(852) 3710 3206	William.Zhang