

科技	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 25.65	港元 32.00个	+24.8%

2025 年 2 月 17 日

华虹半导体 (1347 HK)

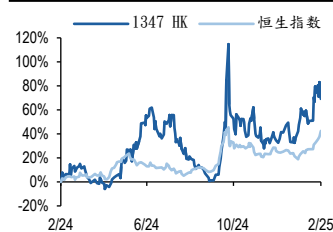
业绩符合预期，新管理层或带动产品和技术创新

- 业绩符合预期，指引稍逊于预期：4Q24 收入 5.39 亿美元，略高于我们和市场的预期，毛利率 11.4%略低于我们和市场的预期。管理层指引 1Q25 收入中位数 5.4 亿美元（5.3-5.5 亿美元），毛利率中位数 10%（9-11%），略逊于我们和市场预期。管理层提到，ASP 基本稳定，毛利率不及预期的主要原因是无锡第二条产线上线过程中对成本的压力。
- 新管理层推动产品和技术创新：2025 年初，有逾 30 年半导体制造行业经验的白鹏博士接任华虹总裁。新管理层提到两方面的新战略：1）推动包括供应链国产化等支出精简和效率提升；2）推动以市场为导向的产品创新和技术升级，即以市场需求为原则，推进包括 CIS 等产品率先使用更先进的制程工艺，进而拓展到 BCD，PMIC 等功率产品的升级或较缓。我们认为这或帮助公司在特殊工艺成熟制程激烈的竞争中稳定产品价格。下游需求方面，管理层认为汽车 OEM 去库存或在 2024 年基本结束，并对 2025 年的需求谨慎乐观，且看好车载电子市场的长期趋势。同时管理层也提到包括功率器件在内的产品国内产能依然较大，并提出通过 a）研发高端产品；b）利用包括意法电子、英飞凌等海外厂商在地化战略拓展这些海外用户从而在竞争中保证价格和利润率。管理层提到公司或通过服务器的配套硬件（例如 PMIC）的需求上升，间接受益于 AI 周期上行。产能方面，无锡第二条 12 英寸产线自 4Q24 试生产以来，2025 年目标为年中达到 4 万片/月的产能，并在 2026 年中完成到达 8.3 万片/月的产能目标。管理层重申无锡第二条产线 67 亿美元的总投资。
- 维持买入评级，上调目标价到 32 港元。我们微调 1Q25E 收入到 5.42 亿美元（前值 5.53 亿美元），下调 2025E 全年收入至 23.5 亿美元（前值 25.0 亿美元）。下调 1Q25/2025E 毛利率分别至 10.4%/13.1%（前值 12.2%/15.7%），以反映无锡第二条生产线上线后的折旧和生产上量对于成本的压力。我们维持买入评级，略微上调华虹 H 股目标价到 32 港元，对应 1.1 倍 2025 年市净率（前值 1.0 倍），反映港股流动性改善和市场对中国科技企业的价值重估。

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)	14.28
市值 (百万港元)	33,625.10
日均成交量 (百万)	70.86
年初至今变化 (%)	18.48
200天平均价 (港元)	20.87

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

财务数据一览

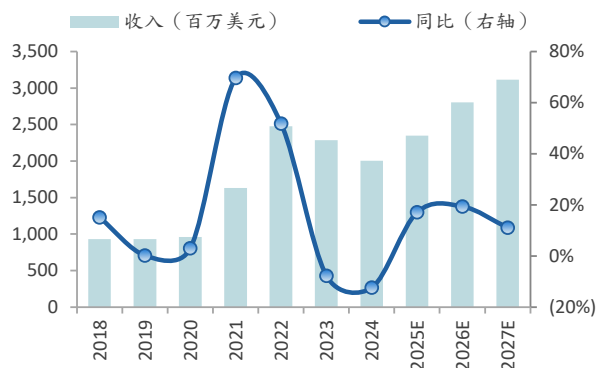
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万美元)	2,286	2,004	2,347	2,802	3,113
同比增长 (%)	-7.7	-12.3	17.1	19.4	11.1
净利润 (百万美元)	280	58	110	161	240
每股盈利 (美元)	0.19	0.03	0.06	0.09	0.14
同比增长 (%)	-45.1	-82.1	88.5	46.7	49.6
前EPS预测值 (美元)			0.12	0.14	
调整幅度 (%)			-44.8	-31.1	
市盈率 (倍)	17.4	97.4	51.7	35.2	23.5
每股账面净值 (美元)	4.26	3.64	3.70	3.84	4.04
市账率 (倍)	0.77	0.91	0.89	0.86	0.82

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

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。

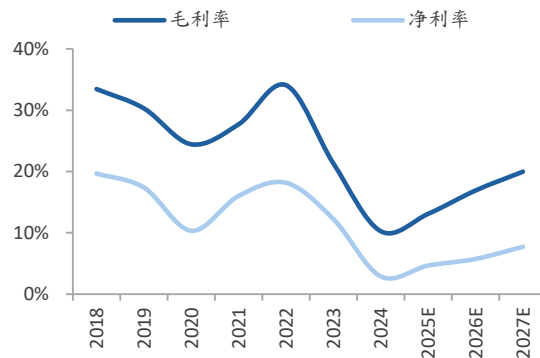
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 华虹半导体营收增速或在 2024 年见底



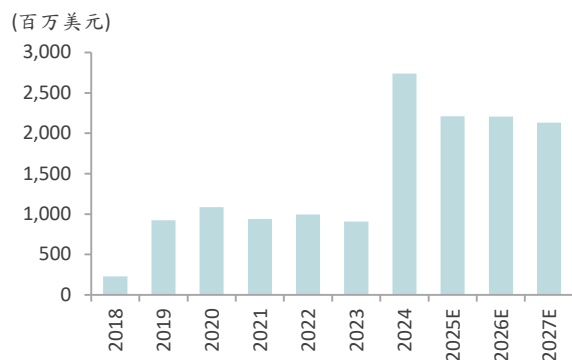
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 2: 利润率或在 2025 年反弹



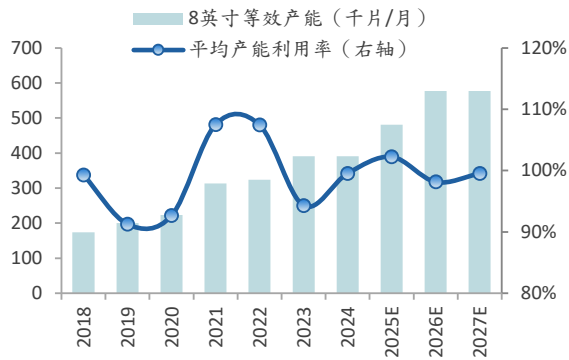
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 3: 资本开支 2025/2026 年或超过 20 亿美元



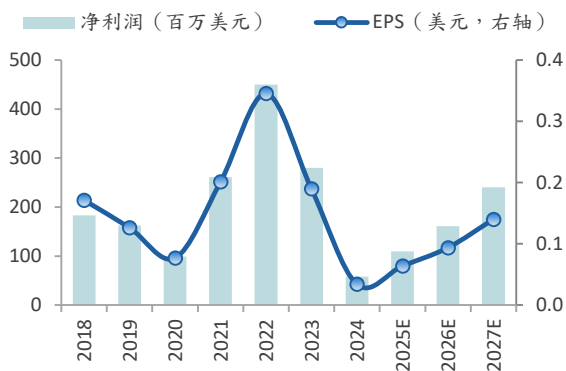
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 4: 2025 年产能和产能利用率或有所上升



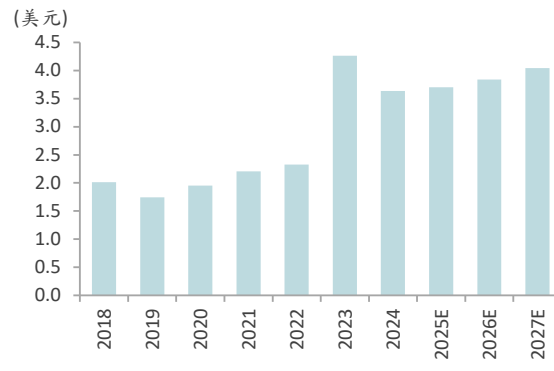
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 5: 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 6: 2025 年 BVPS 3.70 美元



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 7: 华虹半导体 4Q24 业绩

百万美元	4Q24	4Q23	同比	3Q24	环比	实际值	交银预测	差异	VA 预测	差异
营业收入	539	455	18%	526	2%	539	536	1%	535.6	1%
毛利润	61	18	237%	64	(4%)	61	66	(7%)	66.2	(7%)
净利润	(25)	35	(171%)	45	(156%)	(25)	29	(188%)	29.7	(185%)
基本 EPS (美元)	(0.015)	0.021	(171%)	0.026	(156%)	(0.015)	0.017	(188%)	0.020	(173%)
利润率	4Q24	4Q23	同比	3Q24	环比	实际值	交银预测	差异	VA 预测	差异
毛利率	11.4%	4.0%	7.4	12.2%	(0.8)	11.4%	12.4%	(1.0)	12.4%	(1.0)
净利率	(4.7%)	7.8%	(12.4)	8.5%	(13.2)	(4.7%)	5.3%	(10.0)	5.5%	(10.2)

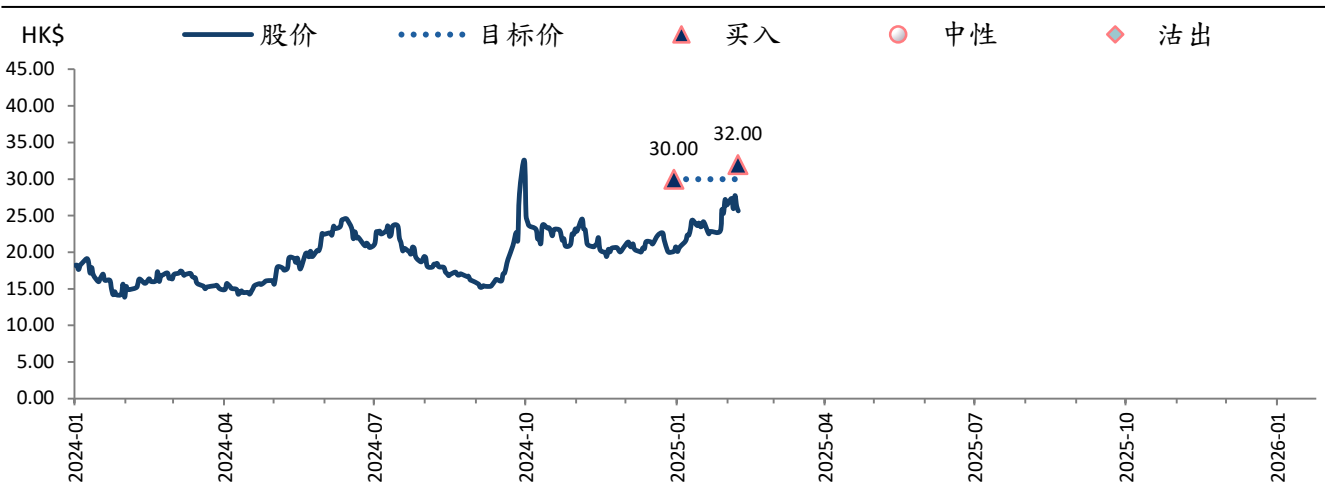
资料来源: Visible Alpha, 交银国际预测

图表 8: 华虹半导体盈利预测变动

百万美元	2025E			2026E			1Q25E		
	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异
营业收入	2,347	2,504	(6%)	2,802	2,850	(2%)	542	553	(2%)
毛利润	307	394	(22%)	473	496	(5%)	56	68	(17%)
营业利润	(81)	34	(341%)	39	113	(66%)	(30)	(19)	56%
净利润	110	199	(45%)	161	233	(31%)	15	32	(54%)
基本 EPS (美元)	0.06	0.12	(45%)	0.09	0.14	(31%)	0.01	0.02	(54%)
利润率									
毛利率	13.1%	15.7%	(2.7)	16.9%	17.4%	(0.5)	10.4%	12.2%	(1.8)
营业费用率	16.5%	14.4%	2.1	15.5%	13.5%	2.0	16.0%	15.7%	0.3
营业利润率	(3.5%)	1.3%	(4.8)	1.4%	4.0%	(2.6)	(5.6%)	(3.5%)	(2.1)
净利率	4.7%	7.9%	(3.3)	5.7%	8.2%	(2.4)	2.7%	5.7%	(3.0)

资料来源: 交银国际预测

图表 9: 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 10: 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
981 HK	中芯国际	中性	45.55	48.00	5.4%	2025 年 02 月 13 日	晶圆代工
1347 HK	华虹半导体	买入	25.65	32.00	24.8%	2025 年 02 月 14 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	135.29	170.00	25.7%	2024 年 12 月 19 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	111.81	141.00	26.1%	2025 年 02 月 06 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	买入	92.08	97.00	5.3%	2025 年 01 月 20 日	半导体设计
603501 CH	韦尔股份	买入	135.92	133.00	-2.1%	2024 年 10 月 07 日	半导体设计

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 2 月 14 日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,286	2,004	2,347	2,802	3,113
主营业务成本	(1,799)	(1,799)	(2,040)	(2,329)	(2,492)
毛利	487	205	307	473	621
销售及管理费用	(127)	(154)	(129)	(144)	(150)
研发费用	(207)	(207)	(259)	(290)	(320)
经营利润	154	(156)	(81)	39	151
财务成本净额	(91)	(94)	(85)	(85)	(85)
其他非经营净收入/费用	111	116	175	177	180
税前利润	174	(134)	9	131	246
税费	(47)	(7)	(1)	(10)	(26)
非控股权益	154	198	102	40	20
净利润	280	58	110	161	240
作每股收益计算的净利润	280	58	110	161	240

资产负债表 (百万元美元)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5,585	4,459	2,928	2,116	1,975
应收账款及票据	279	270	315	376	417
存货	450	467	520	594	635
其他流动资产	256	636	660	782	865
总流动资产	6,570	5,833	4,423	3,868	3,893
物业、厂房及设备	3,519	5,859	7,344	8,519	9,324
其他有形资产	79	78	78	78	78
无形资产	50	31	23	17	12
长期应收收入	139	140	205	225	248
其他长期资产	587	474	474	474	474
总长期资产	4,374	6,583	8,124	9,313	10,136
总资产	10,943	12,415	12,547	13,180	14,029
短期贷款	193	281	341	512	768
应付账款	235	298	342	391	418
其他短期负债	544	983	898	1,078	1,294
总流动负债	972	1,562	1,582	1,981	2,480
长期贷款	1,907	1,917	1,917	1,917	1,917
其他长期负债	50	29	29	29	29
总长期负债	1,956	1,946	1,946	1,946	1,946
总负债	2,929	3,508	3,528	3,927	4,426
股本	4,934	4,938	4,948	4,958	4,968
储备及其他资本项目	1,367	1,309	1,411	1,635	1,975
股东权益	6,301	6,247	6,359	6,594	6,943
非控股权益	1,714	2,660	2,660	2,660	2,660
总权益	8,015	8,907	9,019	9,253	9,603

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	174	(134)	9	131	246
折旧及摊销	500	556	734	1,037	1,329
营运资本变动	(109)	0	(163)	(28)	77
利息调整	100	97	82	82	82
其他经营活动现金流	(24)	(101)	0	0	0
经营活动现金流	642	419	662	1,221	1,734
资本开支	(907)	(2,739)	(2,210)	(2,205)	(2,130)
投资活动	(8)	(1)	(65)	(20)	(23)
其他投资活动现金流	82	109	0	0	0
投资活动现金流	(833)	(2,631)	(2,275)	(2,225)	(2,153)
负债净变动	191	98	60	171	256
权益净变动	2,940	9	10	10	10
股息	0	14	12	12	12
其他融资活动现金流	651	1,029	0	0	0
融资活动现金流	3,782	1,150	82	192	278
汇率收益/损失	(14)	5,585	0	0	0
年初现金	2,009	(64)	4,459	2,928	2,116
年末现金	5,585	4,459	2,928	2,116	1,975

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(美元)					
核心每股收益	0.189	0.034	0.064	0.094	0.140
每股账面值	4.263	3.638	3.703	3.839	4.043
利润率分析(%)					
毛利率	21.3	10.2	13.1	16.9	20.0
EBITDA利润率	33.9	25.9	35.5	44.9	53.6
EBIT利润率	12.0	(1.8)	4.3	7.9	10.9
净利率	12.2	2.9	4.7	5.7	7.7
盈利能力(%)					
ROA	3.1	0.5	0.9	1.2	1.8
ROE	4.6	0.7	1.2	1.8	2.6
ROIC	1.1	(1.5)	(0.6)	0.3	1.1
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	3.4	7.4
流动比率	6.8	3.7	2.8	2.0	1.6
存货周转天数	104.3	93.0	88.3	87.3	90.0
应收账款周转天数	45.5	50.0	45.5	45.0	46.5
应付账款周转天数	47.9	54.2	57.3	57.5	59.3

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**

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、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成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、山西省安装集团股份有限公司、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有限公司、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，而并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。