

买入

2025 年 02 月 19 日

新产能带动运营提效，有望量价齐升

- **经营业绩符合预期，汇兑损失影响净利润：**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。24Q4 单季度收入 5.39 亿美元，同比/环比分别为 18.4%/2.4%，接近指引上限，毛利率 11.4%，同比/环比分别 +7.4pcts/-0.8pcts，接近指引下限。单季度净亏损 0.96 亿美元，主要因为汇兑损失。公司 2024 年全年收入 20 亿美元，毛利率 10.2%。25Q1 收入指引为 5.3–5.5 亿美元，毛利率 9–11%。
- **优化订单结构以应对需求分化：**24Q4 下游需求表现仍分化，嵌入式存储/独立存储/分立器件/模拟与电源管理/逻辑及射频收入同比增速分别为 22.5%/21.2.2%/-9.6%/37.1%/20%，环比为 3.5%/57%/1%/-12.4%/-0.2%，MCU 和卡类芯片需求改善，CIS 产品需求依然旺盛，IGBT 产品需求维持疲软。公司在 2025 年将专注推进订单结构优化，包括积极争取意法半导体、英飞凌等海外厂商的中国布局战略下的代工需求以及获取更多诸如服务器 PMIC 等 AI 行业相关产品。
- **新产能逐步释放，ASP 有望保持改善：**24Q4 整体产能稼动率仍保持满载，其中 12 寸产能稼动率环比提升 2.4pcts 至 100.9%；8 寸产能稼动率环比下降 7.2pcts 至 105.8%。测算公司 24Q4 晶圆均价环比上升约 2pcts 至 423 美元/片，均价改善趋势仍维持。尽管 2025 年下半年成熟制程价格战预期仍激烈，我们认为公司仍能通过订单结构改善以维持均价改善表现，预计公司 2025 年整体晶圆均价仍有 8% 的同比提升。公司无锡二期 12 寸产能推进加速，预计 2025 年中形成 4 万片月产能规模，并在 2026 年中达到 8.3 万片月产能。新增产能折旧费用预计从 Q1 的近 4000 万美元逐步提升到近 8000 万美元，对毛利率影响较大，结合均价预以及折旧影响，我们相应调整公司 25–26 年毛利率至 10.9% 及 18%。
- **目标价 36 港元，买入评级：**我们认为公司当前良好的运营提效趋势下，未来经营业绩将逐年改善，估值有望修复。以及按照华虹公司 2023 年 8 月科创板上市之规划，三年内集团将把旗下上海华力微电子（华虹五厂）注入公司，华力微覆盖 65/55/40nm 工艺，目前已属于折旧末期，注入后将进一步提升公司资产质量和产能增量。我们调整公司 2025–2027 年收入为 24.5/29.6/34.4 亿美元，股东净利润为 1.1/2.8/3.8 亿美元，上调未来十二个月目标价至 36 港元，对应 2025 年 1.2 倍预测市净率，提升 P/B 估值中枢主要以反映公司运营改善以及中国半导体公司价值重估，目标价对公司近十年市净率中枢水平，维持买入评级。
- **风险：**扩产不及预期、需求不及预期、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

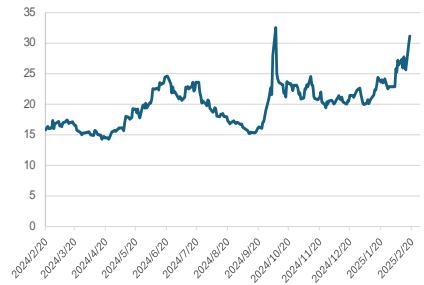
行业	半导体
股价	31.15
目标价	36.00 港元 (+15.6%)
股票代码	1347
已发行股本	17.19 亿股
市值	535.36 亿港元
52 周高/低	32.75/14.06 港元
每股净资产	29.36 港元
主要股东	华虹集团 20.25% 华鑫投资 13.22% 上海联合投资 11.01%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	23年实际	24年实际	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入（千美元）	2,286,113	2,003,993	2,453,953	2,961,005	3,441,199
变动	-7.7%	-12.3%	22.5%	20.7%	16.2%
毛利率	21.3%	10.2%	10.9%	18.0%	20.5%
股东净利润（千美元）	280,034	58,108	113,720	279,538	382,162
每股盈利（美元）	0.19	0.03	0.07	0.13	0.22
变动	-45.1%	-82.1%	95.0%	103.4%	65.2%
基于31.15港元的市盈率（估）	21.1	117.5	60.2	29.6	17.9
基于31.15港元的市净率（估）	0.9	1.1	1.1	1.0	1.0
每股派息（美元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

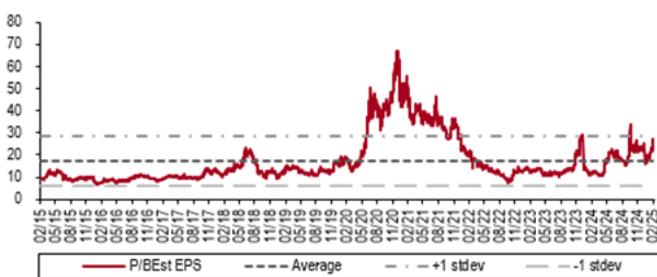
来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



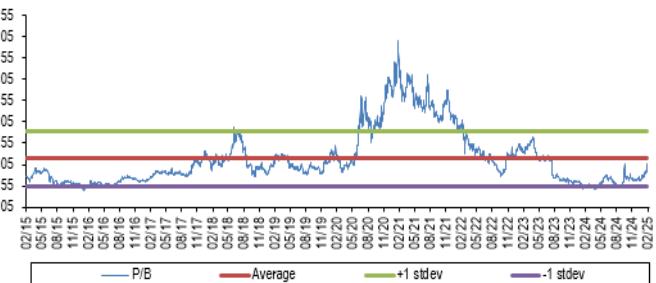
来源：Bloomberg

图表 1：公司 H 股预期市盈率（20250218）



资料来源：彭博，第一上海整理

图表 2：公司 H 股市净率（20250218）



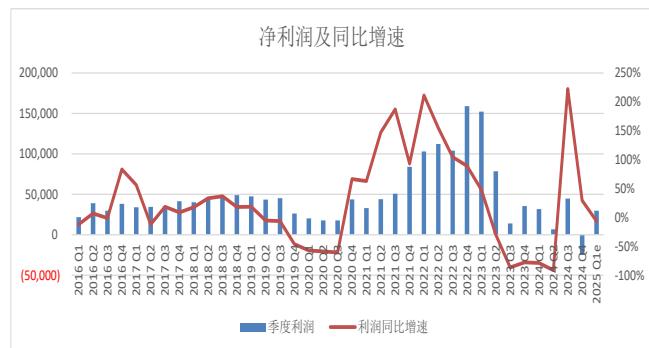
资料来源：彭博，第一上海整理

图表 3：公司季度收入及同比增速



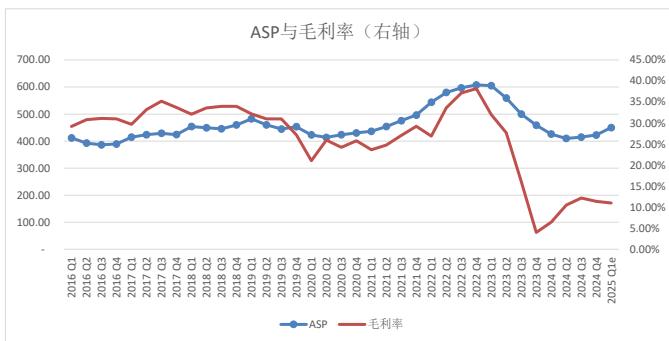
资料来源：彭博，第一上海整理

图表 4：公司季度利润及同比增速



资料来源：彭博，第一上海整理

图表 5：公司整体 ASP 与毛利率变化



资料来源：彭博，第一上海整理

图表 6：公司月产能与稼动率变化



资料来源：彭博，第一上海整理

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

损益表					财务分析						
截至<12月31日>,千美元											
	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	2,286,113	2,003,993	2,453,953	2,961,005	3,441,199	盈利能力					
毛利	487,096	205,128	266,560	532,425	703,885	毛利率 (%)	21.3%	10.2%	10.9%	18.0%	20.5%
其他业务净额	110,807	115,638	116,620	116,620	116,620	EBITDA 利率 (%)	33.7%	23.6%	30.6%	35.4%	35.0%
销售及管理费用	-333,057	-360,904	-358,330	-394,551	-426,709	净利润(%)	5.5%	-7.0%	-1.9%	4.0%	6.5%
营运收入	264,846	-40,138	24,850	254,495	393,796	营运表现					
财务开支	-100,497	-97,113	-87,048	-109,420	-120,442	销售及管理费用/	14.6%	18.0%	14.6%	13.3%	12.4%
联营公司等	9,230	3,459	4,348	4,348	4,348	实际税率 (%)	27.2%	-4.9%	20.0%	20.0%	20.0%
税前盈利	173,579	-133,792	-57,850	149,423	277,702	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税	-47,154	-6,593	11,570	-29,885	-55,540	库存周转	104.3	71.0	72.0	74.0	74.0
净利润	126,425	-140,385	-46,280	119,538	222,162	应收账款天数	54.0	72.0	73.0	74.0	74.0
少数股东应占利润	-153,609	-198,493	-160,000	-160,000	-160,000	应付账款天数	47.9	65.0	66.0	67.0	67.0
本公司股东应占利润	280,034	58,108	113,720	279,538	382,162						
折旧及摊销	-495,653	-509,927	-721,845	-788,057	-806,018						
EBITDA	769,729	473,248	751,043	1,046,899	1,204,161						
增长											
总收入 (%)	-7.7%	-12.3%	22.5%	20.7%	16.2%						
EBITDA (%)	-22.2%	-38.5%	58.7%	39.4%	15.0%						

资产负债表					现金流量表						
截至<12月31日>,千美元					截至<12月31日>,千美元						
	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	5,585,181	4,459,132	3,342,448	3,607,644	3,485,752	EBITDA	769,729	473,248	751,043	1,046,899	1,204,161
应收账款	278,669	270,461	328,799	489,506	395,816	净融资成本	100,497	97,113	87,048	109,420	120,442
存货	449,749	467,060	395,912	621,181	488,744	营运资金变化	-108,563	291,205	12,810	-385,976	226,127
其他流动资产	255,956	635,850	635,850	253,529	253,529	所得税	-71,505	-36,182	9,163	-23,669	-55,540
总流动资产	6,569,555	5,832,503	4,703,009	4,971,860	4,623,841	其他	-48,463	-406,564	-91,396	-113,768	-124,790
固定资产	3,519,292	5,859,117	7,318,400	8,511,430	9,486,460	营运现金流	641,695	418,820	768,669	632,907	1,370,401
无形资产	49,827	31,456	27,190	22,923	18,657	资本开支	-722,668	-2,572,800	-2,175,332	-1,975,332	-1,775,332
长期投资	139,099	139,799	144,147	148,495	152,843	其他投资活动	-110,644	-58,057	41,149	41,149	41,149
银行存款及其他	665,647	552,233	552,233	552,233	552,233	投资活动现金流	-833,312	-2,630,857	-2,134,183	-1,934,183	-1,734,183
总资产	10,943,420	12,415,108	12,744,978	14,206,942	14,834,035	负债变化	-106,570	-105,736	-87,048	-109,420	-120,442
应付账款	235,410	298,372	298,372	298,372	298,372	股本变化	2,941,945	3,642	0	0	0
短期银行借款	193,035	280,704	280,704	280,704	280,704	股息	0	0	0	0	0
其他短期负债	543,942	983,162	983,162	983,162	983,162	其他融资活动	946,371	1,252,219	337,131	1,675,892	362,332
总短期负债	972,387	1,562,238	1,562,238	1,562,238	1,562,238	融资活动现金流	3,781,746	1,150,125	250,083	1,566,473	241,891
长期银行借款	1,906,526	1,917,235	3,323,898	4,666,324	5,071,255	现金变化	3,590,129	-1,061,912	-1,115,431	265,196	-121,892
其他负债	49,963	29,016	29,016	29,016	29,016	期初持有现金	2,008,765	5,585,181	4,459,132	3,342,448	3,607,644
总负债	2,928,876	3,508,489	4,915,152	6,257,578	6,662,509	汇兑变化	-13,713	-64,137	-1,253	0	0
少数股东权益	1,713,549	2,659,593	1,355,056	1,195,056	1,035,056	期末持有现金	5,585,181	4,459,132	3,342,448	3,607,644	3,485,752
股东权益	6,300,995	6,247,026	6,474,769	6,754,308	7,136,469						
每股账面值(摊薄)	4.24	3.63	3.76	3.92	4.15						
营运资产	5,597,168	4,270,265	3,140,771	3,409,622	3,061,603						

数据来源：公司资料、第一上海预测

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。