

2025 年 03 月 25 日

证券研究报告|公司研究|其他市场报告

**华虹半导体 (01347.HK) 首次覆盖：**

投资评级

买入

**国内特色工艺标杆，扩产增效进行时**

首次评级

**报告摘要**

2025 年 03 月 25 日

收盘价(HKD):

32.65

**◆ 特色工艺代工佼佼者，受益于在地化战略需求。**

华虹半导体深耕特色工艺数十载，是全球领先、中国大陆排名第一的特色工艺晶圆代工企业，目前已形成嵌入式/独立式非易失性存储器、功率器件、模拟与电源管理、逻辑与射频等多元化特色工艺平台。公司当前主要收入来源为功率器件及嵌入式非易失性存储器，2024 年收入占比分别为 31.0%、26.3%。在功率器件领域，公司同时具备 8 和 12 英寸功率器件代工能力，产能排名全球第一；在 eNVM 领域，公司是国内最大的 MCU 制造代工企业；模拟与电源管理方面，公司已实现 12 英寸 90nm 与 65nm BCD 量产，并向汽车电子加速渗透。

凭借优越的代工产品性能及高可靠性，公司积累了一批高粘性、多领域、全球化的客户群体，全球前 50 的 Fabless 中，超过 1/3 与华虹开展业务合作。中美科技博弈的大背景下，欧洲设计公司提出“China-for-China”战略，ST 与华虹达成战略合作，计划 2025 年底在无锡工厂生产 40nm MCU。

**公司基本数据 (HKD)**

|               |            |
|---------------|------------|
| 总股本(百万股)      | 1,725.07   |
| 总市值(百万元)      | 63,852.29  |
| 流通股本(百万股)     | 1,317.32   |
| 流通市值(百万元)     | 43,010.42  |
| 12 月最高/最低价(元) | 44.2/19.62 |
| 资产负债率(%)      | 29.56      |
| 每股净资产(元)      | 29.02      |
| 市盈率(TTM)      | 124.84     |
| 市净率(PB)       | 1.16       |
| 净资产收益率(%)     | 1.31       |

**◆ 产能利用率满载，华虹九厂新增产能释放。**

公司坚持“8 英寸+12 英寸”的产能布局，利用 8 英寸成熟工艺与 12 英寸先进特色工艺互补，灵活应对市场需求变化，在行业下行周期，公司产能利用率持续领先于行业，8 英寸产线长期超负荷运转。24Q4 公司整体 UTR 达 103.2%，其中，8 英寸 UTR 达 105.8%，无锡一期（FAB 7）12 英寸新增产能爬坡完成，产能利用率满载。

展望 2025 年，需求方面，国内 3C 补贴驱动消费电子逐步复苏，汽车、工控等领域的库存修正基本完成，今年有望零星备货；同时，AI 服务器电源管理芯片的重要性凸显，公司将间接受益于 AI 浪潮。供给方面，华虹无锡二期（FAB 9）规划 8.3 万片 12 英寸产能，聚焦车规级芯片，推进 55nm 及 40nm MCU 等先进特色工艺平台及功率器件的高压技术平台。2024 年 12 月 Fab 9 已建成投产，预计 25 年底将释放 2 万片/月的产能，全部产线将于 26 年年中以后完成。新产线高端产能的释放有利于带动公司量价齐升。

**作者**

刘牧野 分析师

SAC 执业证书：S0640522040001

邮箱：liumy@avicsec.com

刘一楠 分析师

SAC 执业证书：S0640524100002

邮箱：liuyn@avicsec.com

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

**◆ 华力微有望注入上市公司，助力华虹实现技术跃迁。**

华虹半导体和华力微均属于华虹集团，由上海国资委控股，二者业务定位有所差异，华虹半导体是国内特色工艺领先者，华力微定位于先进逻辑工艺的追赶者。华力微拥有 Fab 5、子公司华力集 Fab 6 共 2 个 12 英寸晶圆厂，Fab 5 覆盖 65/55 和 40nm 技术节点，Fab 6 于 2018 年量产 28nm，具备一定的先进代工能力。公司招股说明书中披露，自华虹半导体 A 股 IPO 之日（2023 年 8 月 27 日）起三年内，在履行政府主管部门审批程序后，华虹集团会将华力微注入公司。华力微的注入将提升公司的竞争力，实现制程工艺的协同互补及客户资源共享，公司的产能规模、收入规模都将得到显著提升。

**◆ 投资建议：**

我们预计 2025-2027 年公司营业收入 23.45、28.05、31.85 亿美元，同比增长 17.0%、19.6%、13.6%。考虑到公司重资产的属性，且产能属于扩张期，盈利尚不稳定，采用 PB 估值，25-27 年对应当前（3 月 25 日）收盘价的 PB 分别为 1.15、1.12、1.07。公司当前 PB（MRQ）为 1.32，位于过去 5 年内 37.2%分位，且低于可比公司中芯国际（港股 PB 2.62）、联电（美股 PB 1.48）、Global Foundries（美股 PB 2.04）。随着终端需求的逐步恢复及华虹无锡二期的投产，公司基本面持续向好，华力微资产注入可期，我们给予公司 2025 年 1.5 倍 PB，对应目标价为 42.5 港币。首次覆盖，给予“买入”评级。

**◆ 分业务预测**

| 收入（百万美元） | 2023A    | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 晶圆       | 2,181.59 | 1,900.93 | 2,239.39 | 2,686.81 | 3,057.46 |
| 其他       | 104.52   | 103.06   | 105.52   | 117.79   | 127.39   |
| 合计       | 2,286.11 | 2,003.99 | 2,344.91 | 2,804.60 | 3,184.85 |

资料来源：ifind，中航证券研究所

**◆ 风险提示：**

无锡二期产能释放不及预期、下游需求复苏不及预期、代工行业竞争加剧等风险。

| 财务数据与估值     | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万美元）  | 2286.11 | 2003.99 | 2344.91 | 2804.60 | 3184.85 |
| 增长率（%）      | -7.65   | -12.34  | 17.01   | 19.60   | 13.56   |
| 归母净利润（百万美元） | 280.03  | 58.11   | 106.81  | 202.61  | 276.96  |
| 增长率（%）      | -37.76  | -79.25  | 83.81   | 89.69   | 36.70   |
| 毛利率（%）      | 21.31   | 10.24   | 11.57   | 14.81   | 16.44   |
| 每股收益（美元）    | 0.16    | 0.03    | 0.06    | 0.12    | 0.16    |
| 市盈率 PE      | 26.15   | 126.01  | 68.55   | 36.14   | 26.44   |
| 市净率 PB      | 1.16    | 1.17    | 1.15    | 1.12    | 1.07    |
| 净资产收益率 ROE  | 4.44    | 0.93    | 1.68    | 3.09    | 4.05    |

资料来源：ifind，中航证券研究所

**财务报表与财务指标**

| 资产负债表（百万美元）        |              |              |              |              |              | 利润表（百万美元）         |             |             |             |             |            |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| 会计年度               | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 会计年度              | 2023        | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E      |
| 货币资金               | 5617         | 4459         | 2693         | 1963         | 2229         | 营业额               | 2286        | 2004        | 2345        | 2805        | 3185       |
| 应收账款               | 279          | 270          | 289          | 307          | 305          | 销售成本              | 1799        | 1799        | 2074        | 2389        | 2661       |
| 预付款项、按金及其他应收款项     | 34           | 382          | 385          | 307          | 175          | 其他费用              | 34          | 33          | 35          | 42          | 48         |
| 其他应收款              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 销售费用              | 10          | 10          | 11          | 12          | 13         |
| 存货                 | 629          | 689          | 739          | 884          | 1021         | 管理费用              | 323         | 351         | 363         | 365         | 382        |
| 其他流动资产             | 11           | 32           | 37           | 44           | 50           | 财务费用              | 100         | 97          | 69          | 70          | 75         |
| <b>流动资产总计</b>      | <b>6570</b>  | <b>5833</b>  | <b>4144</b>  | <b>3506</b>  | <b>3780</b>  | 其他经营损益            | 0           | 0           | 0           | 0           | 0          |
| 长期股权投资             | 139          | 140          | 140          | 140          | 140          | 投资收益              | 9           | 3           | 0           | 0           | 0          |
| 固定资产               | 3519         | 5859         | 7511         | 8635         | 8949         | 公允价值变动损益          | 0           | -0          | 0           | 0           | 0          |
| 无形资产               | 128          | 109          | 116          | 118          | 115          | <b>营业利润</b>       | <b>29</b>   | <b>-283</b> | <b>-207</b> | <b>-73</b>  | <b>6</b>   |
| 长期待摊费用             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 其他非经营损益           | 144         | 149         | 171         | 197         | 227        |
| 其他非流动资产            | 587          | 474          | 453          | 431          | 409          | 税前利润              | 174         | -134        | -36         | 124         | 233        |
| <b>非流动资产合计</b>     | <b>4374</b>  | <b>6583</b>  | <b>8219</b>  | <b>9324</b>  | <b>9613</b>  | 所得税               | 47          | 7           | -0          | 30          | 35         |
| <b>资产总计</b>        | <b>10943</b> | <b>12415</b> | <b>12363</b> | <b>12830</b> | <b>13393</b> | 税后利润              | 126         | -140        | -36         | 94          | 198        |
| 短期借款               | 193          | 281          | 0            | 86           | 201          | <b>归属于非控股股东利润</b> | <b>-154</b> | <b>-198</b> | <b>-142</b> | <b>-108</b> | <b>-79</b> |
| 应付账款               | 235          | 298          | 398          | 458          | 510          | <b>归属于母公司股东利润</b> | <b>280</b>  | <b>58</b>   | <b>107</b>  | <b>203</b>  | <b>277</b> |
| 其他流动负债             | 544          | 983          | 1148         | 1367         | 1549         | EBITDA            | 775         | 519         | 867         | 1233        | 1489       |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>972</b>   | <b>1562</b>  | <b>1545</b>  | <b>1911</b>  | <b>2260</b>  | NOPLAT            | 94          | -195        | -138        | -14         | 69         |
| 长期借款               | 1907         | 1917         | 1917         | 1924         | 1941         | EPS(美元)           | 0.16        | 0.03        | 0.06        | 0.12        | 0.16       |
| 其他非流动负债            | 50           | 29           | 29           | 29           | 29           | <b>主要财务比率</b>     |             |             |             |             |            |
| <b>非流动负债合计</b>     | <b>1956</b>  | <b>1946</b>  | <b>1946</b>  | <b>1953</b>  | <b>1970</b>  | 会计年度              | 2023        | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E      |
| <b>负债合计</b>        | <b>2929</b>  | <b>3508</b>  | <b>3492</b>  | <b>3865</b>  | <b>4230</b>  | <b>成长能力</b>       |             |             |             |             |            |
| 股本                 | 4934         | 4938         | 4938         | 4938         | 4938         | 营收额增长率            | -7.7%       | -12.3%      | 17.0%       | 19.6%       | 13.6%      |
| 储备                 | 1367         | 1309         | 1309         | 1309         | 1309         | EBIT 增长率          | -48.9%      | -113.4%     | 191.3%      | 479.4%      | 58.6%      |
| 留存收益               | 0            | 0            | 107          | 309          | 586          | EBITDA 增长率        | -22.0%      | -33.0%      | 67.0%       | 42.3%       | 20.7%      |
| 归属于母公司股东权益         | 6301         | 6247         | 6354         | 6556         | 6833         | 税后利润增长率           | -68.9%      | -211.0%     | 74.6%       | 364.7%      | 109.9%     |
| 归属于非控股股东权益         | 1714         | 2660         | 2517         | 2409         | 2330         | <b>盈利能力</b>       |             |             |             |             |            |
| <b>权益合计</b>        | <b>8015</b>  | <b>8907</b>  | <b>8871</b>  | <b>8965</b>  | <b>9163</b>  | 毛利率               | 21.3%       | 10.2%       | 11.6%       | 14.8%       | 16.4%      |
| <b>负债和权益合计</b>     | <b>10943</b> | <b>12415</b> | <b>12363</b> | <b>12830</b> | <b>13393</b> | 净利率               | 5.5%        | -7.0%       | -1.5%       | 3.4%        | 6.2%       |
| <b>现金流量表（百万美元）</b> |              |              |              |              |              | ROE               | 4.4%        | 0.9%        | 1.7%        | 3.1%        | 4.1%       |
| 会计年度               | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        | ROA               | 2.6%        | 0.5%        | 0.9%        | 1.6%        | 2.1%       |
| 税后经营利润             | 14           | -300         | -207         | -73          | 5            | ROIC              | 1.6%        | -3.1%       | -1.7%       | -0.1%       | 0.6%       |
| 折旧与摊销              | 500          | 556          | 833          | 1039         | 1181         | <b>估值倍数</b>       |             |             |             |             |            |
| 财务费用               | 100          | 97           | 69           | 70           | 75           | P/E               | 26.1        | 126.0       | 68.6        | 36.1        | 26.4       |
| 其他经营资金             | 26           | 66           | 187          | 187          | 226          | P/S               | 3.2         | 3.7         | 3.1         | 2.6         | 2.3        |
| <b>经营性现金净流量</b>    | <b>642</b>   | <b>419</b>   | <b>883</b>   | <b>1223</b>  | <b>1487</b>  | P/B               | 1.2         | 1.2         | 1.2         | 1.1         | 1.1        |
| <b>投资性现金净流量</b>    | <b>-833</b>  | <b>-2631</b> | <b>-2299</b> | <b>-1976</b> | <b>-1277</b> | 股息率               | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0        |
| <b>筹资性现金净流量</b>    | <b>3782</b>  | <b>1150</b>  | <b>-350</b>  | <b>23</b>    | <b>56</b>    | EV/EBIT           | 76.5        | -626.0      | 734.1       | 130.8       | 82.6       |
| <b>现金流量净额</b>      | <b>3590</b>  | <b>-1062</b> | <b>-1766</b> | <b>-730</b>  | <b>266</b>   | EV/EBITDA         | 27.1        | 44.2        | 28.4        | 20.6        | 17.1       |
|                    |              |              |              |              |              | EV/NOPLAT         | 222.1       | -117.8      | -178.2      | -1855.5     | 369.4      |

资料来源：ifind，中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。

分析师: 刘牧野 约翰霍普金斯大学机械系硕士, 2022 年 1 月加入中航证券。拥有高端制造、硬科技领域的投研经验, 从事科技、电子行业研究。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637