

华虹半导体 (1347 HK)

1Q25 业绩符合预期，毛利率持续承压

华虹半导体公布 1Q25 业绩。收入同比增长 17.6%，环比持平，达 5.41 亿美元，受晶圆出货量提升（同比增长 42%、环比增长 7%），以及持续的价格压力（同比下降 2%，环比下降 1%）所带来的综合影响。收入基本符合指引和市场预期。毛利率为 9.2%，而去年同期/上季度分别为 6.4%/11.4%，处于指引范围的下限，低于市场预期 1.3 个百分点。1Q25 毛利率较去年同期提升 2.8 个百分点，得益于产能利用率的提升（从去年同期的 92% 提升至上季度的 103%），但部分被折旧成本的上升所抵消。公司 1Q25 净利润为 400 万美元。管理层预计 2Q25 收入将在 5.5-5.7 亿美元区间，指引中值为 5.6 亿美元，意味着同比增长 17%，环比增长 3%。毛利率指引为 7%-9%，显示出 8 英寸产品持续面临价格压力，以及华虹 9 厂产能爬坡带来的折旧成本上升影响。**维持“买入”评级，目标价上调至 37.5 港元。**我们预计在地缘政治风险加剧的背景下，半导体国产替代进程加速将推动行业重估。

■ 我们预计公司 2025 年收入将同比增长 15.6%，主要受需求复苏和国产替代需求推动，但部分被持续的产品价格压力所抵消。公司 8 英寸（100%）和 12 英寸工厂（105%）的产能利用率维持在较高水平。同时，公司第二座 12 英寸工厂的产能逐步提升，并于 1Q25 开始贡献收入。管理层预计到 2025 年底，新工厂的产能将达到每月 4 万片。我们预计公司的整体产能利用率将保持在高水平（100%）。然而，这可能会减缓产品价格的复苏势头。我们预计产品价格在未来几个季度将温和改善，且由于价格承压以及新工厂产能爬坡带来的折旧成本增加，毛利率的恢复速度预计将慢于预期。我们预计公司 2025 和 2026 年的毛利率分别为 10.6% 和 16.8%。

■ 展望未来，我们认为公司将在地缘政治风险和不确定性加剧（例如关税）的趋势中持续受益。随着中美关税冲突不断升级，中国半导体供应链的国产替代进程将进一步加速，从而利好公司。2024 年，公司约 82% 的收入来自中国，9.4% 来自北美地区。随着关键半导体组件关税和出口限制风险的增加，我们预计以上因素将推动公司的订单增长。因此，我们预计公司 2026 年收入将实现更强劲的增长（同比增长 27.1%），主要得益于产品价格的改善以及晶圆出货量增长（受益于需求复苏和产能提升）。

■ 维持“买入”评级，目标价上调至 37.5 港元，基于 1.35 倍 2025 年预测市净率，较 5 年历史平均水平（1.38 倍）基本持平。目标价的上调主要由于估值提升。鉴于持续的地缘政治风险，我们相信中国半导体的国产替代进程将加速。我们预计公司将受益于国内市场对芯片制造需求的增长，从而在新产能部署完成后维持较高的利用率。潜在风险包括：1) 海外和国内同业在成熟制程上的竞争加剧；2) 终端市场需求持续疲软等。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入(百万美元)	2,286	2,004	2,317	2,945	3,297
同比增长 (%)	(7.7)	(12.3)	15.6	27.1	12.0
毛利率 (%)	21.3	10.2	10.6	16.8	21.2
净利润(百万美元)	280.0	58.1	23.8	252.8	425.6
同比增长 (%)	(37.8)	(79.2)	(59.1)	963.2	68.3
每股收益(美分)	16.31	3.38	1.38	14.71	24.77
市盈率(倍)	25.6	123.4	301.4	28.4	16.8

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价	37.50 港元
(前目标价)	24.00 港元)
潜在升幅	15.6%
当前股价	32.45 港元

中国半导体

杨天薇, Ph.D

(852) 3916 3716

lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣

(852) 3761 8727

kevinzhang@cmbi.com.hk

蒋嘉豪

(852) 39163739

JiangJiahao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	42,477.1
3 月平均流通量(百万港元)	1,748.7
52 周内股价高/低(港元)	41.45/15.22
总股本(百万)	1309.0

资料来源：FactSet

股东结构

上海华虹国际有限公司	26.4%
鑫芯(香港)投资有限公司	13.0%

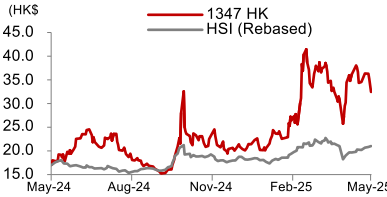
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	10.0%	-2.5%
3 - 月	22.7%	13.4%
6 - 月	41.7%	28.4%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 招银国际最新预测 vs. 过往预测

百万美元	最新预测			过往预测			对比 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	2,317	2,945	3,297	2,486	3,049	NA	-7%	-3%	NA
毛利	246	494	699	430	588	NA	-43%	-16%	NA
净利润	24	253	426	244	344	NA	-90%	-26%	NA
每股收益 (美元)	0.01	0.15	0.25	0.14	0.20	NA	-90%	-26%	NA
毛利率	10.6%	16.8%	21.2%	17.3%	19.3%	NA	-6.7 ppt	-2.5 ppt	NA
净利率	1.0%	8.6%	12.9%	9.8%	11.3%	NA	-8.8 ppt	-2.7 ppt	NA

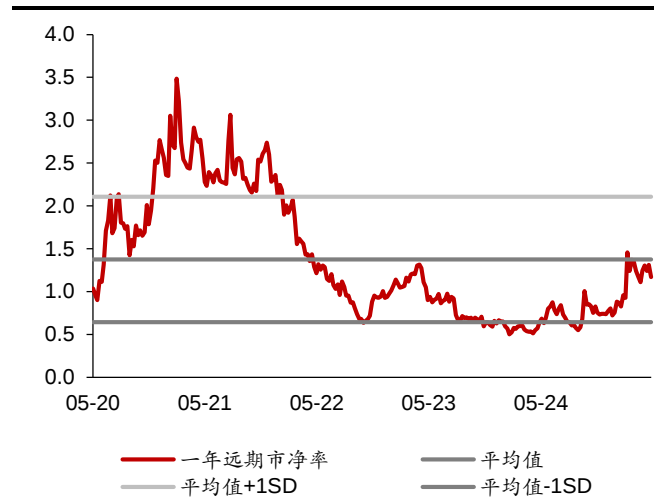
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 2: 招银国际预测 vs. 彭博一致预期

百万美元	招银国际预测			彭博一致预期			对比 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	2,317	2,945	3,297	2,360	2,850	3,292	-2%	3%	0%
毛利	246	494	699	342	525	659	-28%	-6%	6%
净利润	24	253	426	136	232	295	-82%	9%	44%
每股收益 (美元)	0.01	0.15	0.25	0.09	0.15	0.19	-85%	0%	33%
毛利率	10.6%	16.8%	21.2%	14.5%	18.4%	20.0%	-3.9 ppt	-1.7 ppt	1.2 ppt
净利率	1.0%	8.6%	12.9%	5.8%	8.1%	9.0%	-4.7 ppt	0.4 ppt	4 ppt

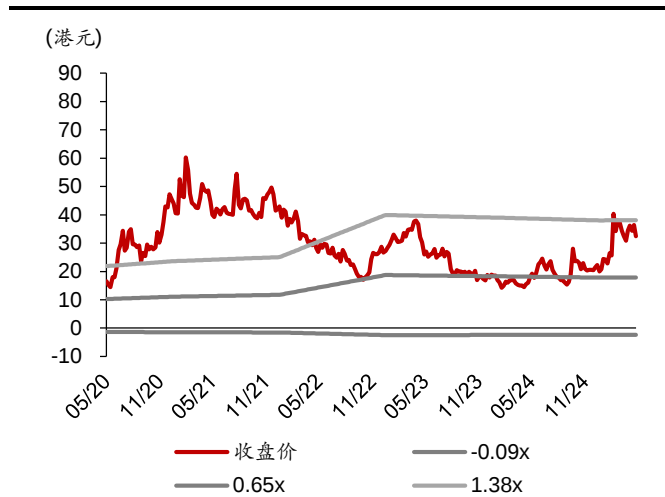
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 3: 华虹半导体一年远期市净率区间



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 4: 华虹半导体动态市净率



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万美元)						
营业收入	2,475	2,286	2,004	2,317	2,945	3,297
营业成本	(1,632)	(1,799)	(1,799)	(2,071)	(2,452)	(2,598)
毛利	844	487	205	246	494	699
销售费用	(12)	(10)	(10)	(9)	(12)	(13)
行政费用	(267)	(323)	(351)	(368)	(393)	(424)
其他费用	(28)	(91)	(94)	(97)	(104)	(103)
营业利润	536	63	(249)	(228)	(16)	158
营业外收入	100	188	178	119	147	165
营业外支出	(141)	(77)	(63)	(85)	(75)	(83)
税前利润	496	174	(134)	(193)	56	240
所得税费用	(89)	(47)	(7)	11	(3)	(14)
税后利润	407	126	(140)	(182)	53	226
非控股权益	(43)	(154)	(198)	(206)	(200)	(200)
净利润	450	280	58	24	253	426

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万美元)						
流动资产	3,076	6,570	5,833	4,752	4,011	4,388
现金与现金等价物	2,009	5,585	4,459	3,334	2,566	2,888
限制资金	1	32	32	33	34	35
应收账款	292	279	270	275	273	269
存货	578	450	467	441	446	479
预付款项	48	34	364	424	439	454
其他流动资产	148	190	240	245	253	263
非流动资产	3,980	4,374	6,583	7,925	9,092	9,192
物业及厂房及设备 (净额)	3,368	3,519	5,859	7,096	8,234	8,301
使用权资产	78	79	78	78	80	84
无形资产	33	50	31	31	33	36
其他非流动资产	501	726	614	720	744	771
总资产	7,055	10,943	12,415	12,677	13,102	13,580
流动负债	1,382	972	1,562	1,442	1,444	1,468
短期借款	427	193	281	316	310	304
应付账款	237	235	298	246	251	276
其他流动负债	714	541	978	875	878	883
合同负债	5	3	5	5	5	5
非流动负债	1,537	1,956	1,946	2,198	2,268	2,197
长期借款	1,482	1,907	1,917	2,178	2,249	2,177
其他非流动负债	56	50	29	20	20	20
总负债	2,920	2,929	3,508	3,640	3,712	3,664
股本	1,994	4,934	4,938	4,957	4,957	4,957
其他储备	1,036	1,367	1,309	1,126	1,179	1,405
股东权益总额	3,030	6,301	6,247	6,084	6,136	6,362
少数股东权益	1,105	1,714	2,660	2,954	3,254	3,554
总负债和股东权益总额	7,055	10,943	12,415	12,677	13,102	13,580

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万美元)						
经营现金流						
税前利润	496	174	(134)	(193)	56	240
折旧摊销	457	500	556	677	777	849
税款	(51)	(72)	(57)	11	(3)	(14)
营运资金变化	(116)	(69)	142	(228)	(16)	(22)
其他	(35)	108	(47)	25	93	91
净经营现金流	751	642	459	292	907	1,143
投资现金流						
资本开支	(996)	(907)	(2,780)	(2,019)	(2,025)	(1,027)
其他	66	73	108	(10)	(10)	(11)
净投资现金流	(930)	(833)	(2,672)	(2,029)	(2,034)	(1,039)
融资现金流						
净借贷	315	193	106	296	65	(78)
发行股票所得现金	6	2,942	4	19	0	0
其他	351	647	1,041	193	191	191
净融资现金流	672	3,782	1,150	508	256	113
净现金流变动						
年初现金	1,610	2,009	5,585	4,459	3,334	2,566
汇率变动	(94)	(14)	(64)	104	104	104
其他	493	3,590	(1,062)	(1,229)	(871)	218
年末现金	2,009	5,585	4,459	3,334	2,566	2,888
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	51.8%	(7.7%)	(12.3%)	15.6%	27.1%	12.0%
毛利润	94.1%	(42.3%)	(57.9%)	20.1%	100.4%	41.7%
经营利润	211.4%	(88.3%)	na	na	na	na
净利润	112.1%	(37.8%)	(79.2%)	(59.1%)	963.2%	68.3%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	34.1%	21.3%	10.2%	10.6%	16.8%	21.2%
营业利益率	21.7%	2.8%	(12.4%)	(9.8%)	(0.5%)	4.8%
股本回报率	15.2%	6.0%	0.9%	0.4%	4.1%	6.8%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
流动比率 (倍)	2.2	6.8	3.7	3.3	2.8	3.0
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	12.1	25.6	123.4	301.4	28.4	16.8

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。