

买入

2025 年 05 月 14 日

新厂投产影响当季盈利

- **收入符合预期，盈利能力承压：**1Q25 收入 5.41 亿美元，同比增长 17.6%，环比持平，主要受益于晶圆交付量增加；毛利率 9.2%，贴近上季指引的下限，环比下降 2.2pcts 主要为新产线投产的折旧影响；整体产能稼动率 102.7%，仍保持高位；股东应占利润 0.04 亿美元，1Q24 为 0.3 亿美元，股东利润不及预期，主要因为研发工程片开支明显增加以及汇兑损失影响。25Q2 收入指引为 5.5-5.7 亿美元，毛利率 7-9%，毛利率指引保守主要是因为新产能折旧的突出影响。
- **2025 年需求结构性增长：**1Q25 不同技术平台产品表现依然分化，嵌入式存储/独立存储/功率器件/模拟与电源管理/逻辑及射频收入同比增速分别为 9%/38%/14%/4%/35%，环比变化为-5%/-7%/-1%/-1%/12%，功率器件（收入占比 30%）在经历了五个季度的同比负增长后于本季转正，主要受益于超级结和 MOSFET 产品需求增加，有望实现触底回升，模拟及电源管理（收入占比 25%）需求增长动能能保持，嵌入式存储（收入占比 24%）本季增速放缓。
- **产能释放饱满，ASP 仍有望逐年改善：**无锡二期 12 寸产能爬坡稳步推进，预计 25 年底达成 4 万片月产能，并在 2026 年中完成全部 8.3 万片月产能。1Q25 整体产能利用率 102.7%，持续保持满载。本季测算晶圆均价环比下降 1%至 419 美元，尽管 8 英寸产线仍面临价格压力，但预计后续降价空间有限，同时新产能的导入会对公司有订单结构改善，12 寸产线均价仍有提升空间，我们相应调整公司 25/26 年晶圆代工均价至 444/465 美元，分别增长 6%/5%，公司 ASP 温和修复趋势不变。考虑到新厂折旧于今明两年为高峰，结合均价变化预期，我们相应调整公司 25/26 年毛利率至 10.5%/15%。
- **提升目标价至 37 港元，买入评级：**我们认为公司将持续受益于关税不确定背景下的国产替代趋势，量利稳定增长，综上我们调整公司 2025-2027 年收入为 24/29.2/33.7 亿美元，股东净利润为 0.9/2.7/3.6 亿美元，调整未来十二个月目标价至 37 港元，相当于 2025 年 1.2 倍预测市净率，对应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	31.60
目标价	37.00 港元 (+17.09%)
股票代码	1347
已发行股本	17.19 亿股
市值	545.46 亿港元
52 周高/低	44.20/14.88 港元
每股净资产	29.50 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	2,401,513	2,920,771	3,375,595
变动	-7.7%	-12.3%	19.8%	21.6%	15.6%
毛利率	21.3%	10.2%	10.5%	15.0%	19.8%
股东净利润（千美元）	280,034	58,108	92,335	275,113	365,424
每股盈利（美元）	0.19	0.03	0.05	0.13	0.21
变动	-45.1%	-82.1%	57.9%	148.1%	59.5%
基于31.6港元的市盈率（估）	21.4	119.3	75.6	30.4	19.1
基于31.6港元的市净率（估）	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0
每股派息（港元）	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00

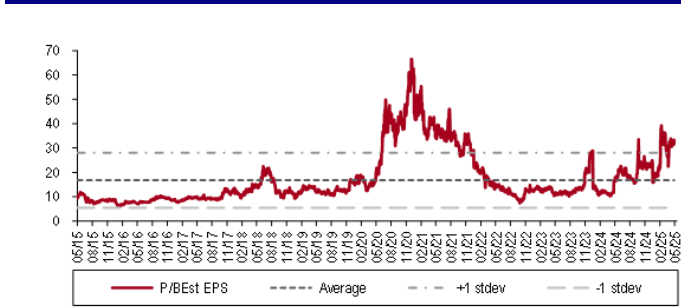
来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



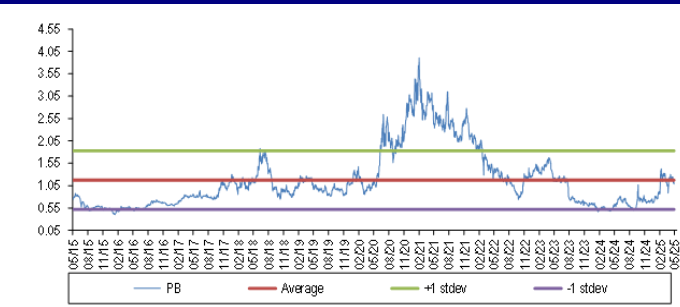
来源：Bloomberg

图表 1：公司 H 股预期市盈率（20250514）



资料来源：彭博，第一上海整理

图表 2：公司 H 股市净率（20250514）



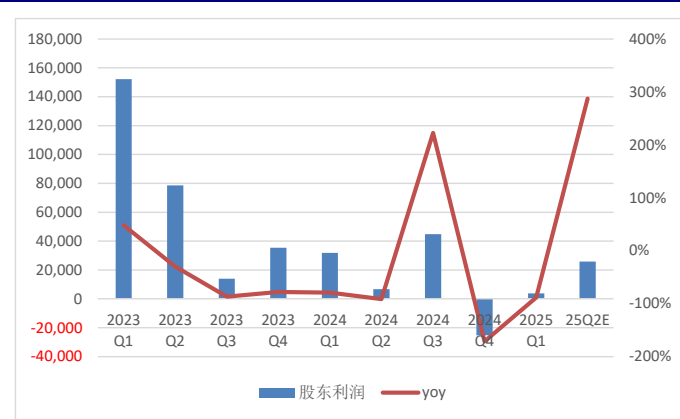
资料来源：彭博，第一上海整理

图表 3：公司季度收入及同比增速



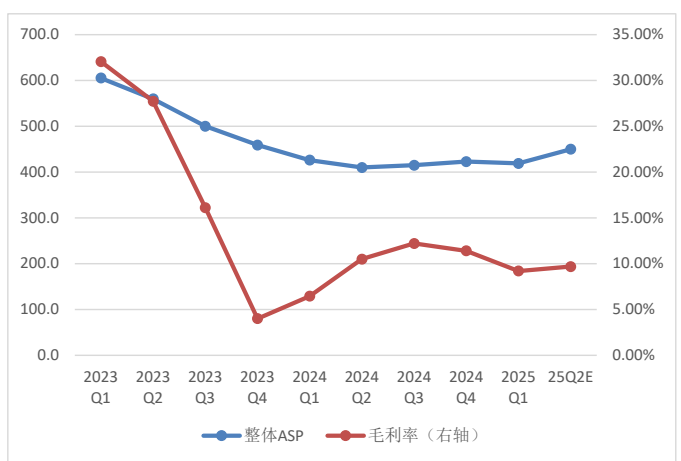
资料来源：彭博，第一上海整理

图表 4：公司季度利润及同比增速



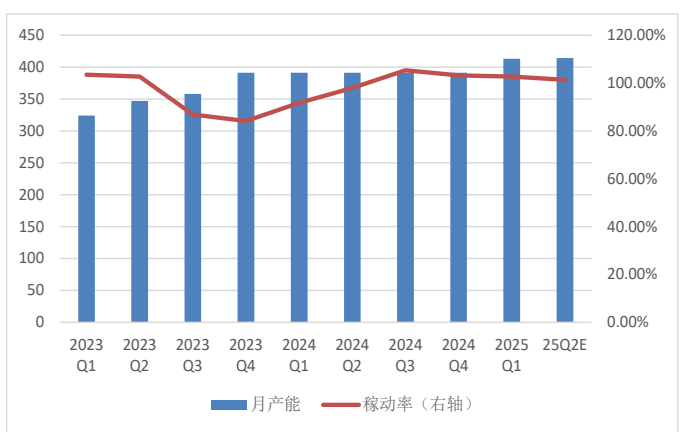
资料来源：彭博，第一上海整理

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 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	2,286,113	2,003,993	2,401,513	2,920,771	3,375,595	盈利能力				
毛利	487,096	205,128	252,567	439,455	668,640	毛利率 (%)	21.3%	10.2%	10.5%	15.0%
其他业务净额	110,807	115,638	106,044	122,252	122,252	EBITDA 利率 (%)	33.7%	25.3%	29.9%	32.8%
销售及管理费用	(333,057)	(360,904)	(366,894)	(388,866)	(418,574)	净利率 (%)	5.5%	-7.0%	-3.5%	6.1%
营运收入	264,846	(40,138)	(8,283)	172,841	372,318	营运表现				
财务开支	(100,497)	(97,113)	(89,002)	(107,845)	(118,146)	销售及管理费用/厘	14.6%	18.0%	15.3%	13.3%
联营公司等	9,230	3,459	2,608	2,608	2,608	实际税率 (%)	27.2%	-4.9%	11.7%	20.0%
税前盈利	173,579	(133,792)	(94,676)	143,891	256,780	股息支付率 (%)	11.2%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税	(47,154)	(6,593)	11,099	(28,778)	(51,356)	库存周转	104.3	71.0	72.0	74.0
净利润	126,425	(140,385)	(83,577)	115,113	205,424	应收账款天数	54.0	72.0	73.0	74.0
少数股东应占利润	(153,609)	(198,493)	(175,912)	(160,000)	(160,000)	应付账款天数	47.9	65.0	66.0	67.0
本公司股东应占利润	280,034	58,108	92,335	275,113	365,424	财务状况				
折旧及摊销	(495,653)	(544,277)	(724,375)	(782,302)	(800,302)	总负债/总资产	0.27	0.28	0.29	0.29
EBITDA	769,729	507,598	718,701	957,751	1,175,228	收入/净资产	0.36	0.32	0.37	0.43
增长						经营性现金流/收入	0.18	0.23	0.27	0.34
总收入 (%)	-7.7%	-12.3%	19.8%	21.6%	15.6%	税前盈利对利息倍	1.73	(1.38)	(1.06)	1.33
EBITDA (%)	-22.2%	-34.1%	41.6%	33.3%	22.7%					

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 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	5,585,181	4,459,132	3,352,941	2,226,645	1,712,967	EBITDA	769,729	507,598	718,701	957,751
应收账款	278,669	270,461	307,823	494,168	492,245	净融资成本	100,497	97,113	89,002	107,845
存货	449,749	467,060	380,744	625,379	472,235	营运资金变化	(221,834)	102,865	48,954	(430,980)
其他流动资产	255,956	635,850	635,850	253,529	253,529	所得税	(71,505)	(57,437)	14,997	(22,792)
总流动资产	6,569,555	5,832,503	4,677,358	3,599,721	2,930,976	其他	(161,734)	(190,644)	(213,862)	(156,418)
固定资产	3,519,292	5,859,117	7,250,469	8,448,979	9,428,910	营运现金流	415,153	459,495	657,792	455,405
无形资产	49,827	31,456	31,456	31,456	31,456	资本开支	(722,668)	(2,572,800)	(2,109,599)	(1,975,332)
长期投资	139,099	139,799	139,799	139,799	139,799	其他投资活动	(110,644)	(98,732)	122,252	122,252
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)	(2,671,532)	(1,987,347)	(1,853,080)
总资产	10,943,420	12,415,108	12,651,315	12,772,189	13,083,374	负债变化	(106,570)	(105,736)	(89,002)	(107,845)
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
短期银行借款	193,035	280,704	280,704	280,704	280,704	股息	(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	312,366	379,224
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	223,364	271,379
长期银行借款	1,906,526	1,917,235	2,022,996	2,128,757	2,234,518	现金变化	3,363,587	(1,061,912)	(1,106,191)	(1,126,296)
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	3,352,941
总负债	2,928,876	3,508,489	3,614,250	3,720,011	3,825,772	汇兑变化	(13,713)	(64,137)	0	0
少数股东权益	1,713,549	2,659,593	2,483,681	2,323,681	2,163,681	期末持有现金	5,358,639	4,459,132	3,352,941	2,226,645
股东权益	6,300,995	6,247,026	6,553,384	6,728,497	7,093,921					
每股账面值 (摊薄)	4.24	3.63	3.79	3.89	4.10					
营运资产	5,597,168	4,270,265	3,115,120	2,037,483	1,368,738					

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。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。