

华虹公司（688347）

证券研究报告
2025 年 06 月 19 日

涨价、扩产、收购，华虹进入成长新阶段

华虹半导体：大陆特色工艺代工龙头。华虹半导体的历史可以追溯到 1997 年成立的华虹 NEC，目前公司已发展为全球领先的特色工艺纯晶圆代工企业，专注于嵌入式/独立式非易失性存储器、功率器件、模拟与电源管理和逻辑与射频等特色工艺技术的持续创新，产品广泛应用于新能源汽车、绿色能源、物联网等新兴领域。

我们基于以下三点看好华虹公司的长期发展：

1. 看好新一轮涨价周期对公司盈利水平的带动：

满产叠加成本上升，公司或开启新一轮涨价周期。根据公司公告，华虹半导体 1Q25 总体产能利用率达到 102.7%，产线处于满产状态，二三季度进入传统旺季，预计市场需求日趋旺盛。同时 4 月以来中美关税持续变动，半导体制造所需原材料和设备的获得成本或有提升，增加了成本端的压力。在供需紧张和成本上升的双重作用下，我们预计晶圆代工行业普遍存在涨价预期。华虹半导体作为特色工艺代工龙头，具备较强的定价能力，有望通过产品涨价来转嫁成本压力，提升盈利水平。

2. 看好 9 厂扩产提供的成长性：

9 厂或带来 12.77 亿美元远期营收空间，产能爬坡带来营收端成长性。华虹无锡二期项目（华虹九厂）聚焦车规级芯片制造，建设一条月产能 8.3 万片的 12 英寸特色工艺生产线，总投资 67 亿美元，2023 年 6 月 30 日开工，2024 年 4 月 20 日主厂房主体结构全面封顶，8 月 10 日生产厂房实现净化条件，2024 年 12 月 10 日建成投产。9 厂作为华虹半导体的新产能基地，未来产能爬坡预计给公司带来较大的营收端成长性，若平均单价 1350 美元，产能利用率接近满载（95%），9 厂将给公司带来 12.77 亿美元远期营收空间，而公司 2024 年营收约 20 亿美元，9 厂未来带来的成长性可观。

3. 看好收购华力微对综合竞争力的提升：

看好收购华力微后华虹半导体综合竞争力提升。根据《发行人及保荐机构关于第二轮审核问询函的回复》，华虹集团承诺自发行人首次公开发行人民币普通股股票并于科创板上市之日起（2023 年 8 月 7 日）三年内（即 2026 年 8 月 7 日前），将华力微注入华虹半导体。根据华力微官网，上海华力微电子有限公司（华虹五厂）是中国大陆第一条 12 英寸全自动集成电路芯片制造生产线，工艺覆盖 65/55 和 40 纳米技术节点，月产能 3.8 万片，2011 年 4 月建成投产。作为华力微子公司，后续华力集成（6 厂）和华虹成都的资产安排值得关注。

投资建议：

华虹公司作为重资产科技公司，盈利水平受折旧影响较大，短期利润不能充分反映公司价值，公司更适合采用 PB 估值，同时考虑盈利水平周期波动以及新厂扩建对远期盈利规模的带动。我们预计公司 25/26/27 年营收达到 172/204/244 亿元，归母净利润达到 8.01/12.86/19.85 亿元，选取晶圆代工企业中芯国际/华润微/芯联集成作为对标公司，2025 年平均 pb 为 3.19，考虑到华虹公司作为大陆特色工艺晶圆代工龙头的技术领先性，我们保守给华虹公司 A 股 2025 年 3.0xPB 估值，对应目标价 76.88 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：美对华科技限制的不可控影响；成熟制程产能过剩；市场竞争加剧；下游需求不及预期；华力微收购的不确定性。

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	49.57 元
目标价格	76.88 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	407.75
流通 A 股股本(百万股)	391.44
A 股总市值(百万元)	20,212.17
流通 A 股市值(百万元)	19,403.68
每股净资产(元)	25.34
资产负债率(%)	28.14
一年内最高/最低(元)	61.94/26.60

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
骆奕扬	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050001	
luoyiyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,231.87	14,388.31	17,153.24	20,366.77	24,358.08
增长率(%)	(3.30)	(11.36)	19.22	18.73	19.60
EBITDA(百万元)	7,841.47	6,407.56	5,027.99	6,532.07	8,114.65
归属母公司净利润(百万元)	1,936.23	380.58	800.82	1,286.01	1,985.07
增长率(%)	(35.64)	(80.34)	110.42	60.59	54.36
EPS(元/股)	1.13	0.22	0.46	0.74	1.15
市盈率(P/E)	43.14	219.72	104.89	65.32	42.31
市净率(P/B)	1.93	1.92	1.90	1.84	1.76
市销率(P/S)	5.15	5.81	4.90	4.12	3.45
EV/EBITDA	7.29	12.42	18.41	13.71	11.02

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 股价复盘：核心关注盈利水平/C4C 趋势	4
2. 华虹半导体：大陆特色工艺晶圆代工龙头	5
2.1. 历史沿革：	5
2.2. 股权结构	5
3. 看好新一轮涨价周期对公司盈利水平的带动	6
3.1. 满产叠加成本上升，公司或开启新一轮涨价周期	6
3.2. 平均价格上涨或推动公司盈利水平好转	6
4. 看好 9 厂扩产提供的成长性	7
4.1. C4C 大背景下，国产替代需求持续提升	7
4.2. 9 厂产能就绪，产能爬坡带来营收端成长性	7
5. 看好收购华力微（5 厂）后公司综合竞争力提升	8
5.1. 收购华力微（5 厂）箭在弦上，看好收购后综合竞争力提升	8
5.2. 关注后续华力集成（6 厂）和华虹成都的资产安排	8
6. 盈利预测	10
7. 估值	10
8. 风险提示	11

图表目录

图 1：华虹半导体 2020-2021 年股价复盘，盈利水平为重要影响因素	4
图 2：华虹半导体 2022-2025 年股价复盘，市场关注价格周期和 C4C 趋势	4
图 3：华虹半导体历史沿革	5
图 4：华虹半导体股权结构（截至 2025 年 6 月 19 日）	5
图 5：华虹半导体产能利用率连续三个季度处于 100% 上方	6
图 6：晶圆代工行业 ASP 对毛利率产生影响	6
图 7：华虹半导体 2Q14 至 1Q25 毛利率及平均单价变化	6
图 8：2015-2021 年中国 IC 半导体自给率	7
图 9：华虹公司《发行人及保荐机构关于第二轮审核问询函的回复》中明确上市三年内华虹集团计划将华力微注入华虹半导体	8
图 10：华力微电子股权结构（截至 2025 年 6 月 15 日）	9
图 11：华虹集团集成电路制造业务一览	9
图 12：沪港 AH 溢价指数过去三年较为平稳	11
图 13：华虹公司 A 股/H 股股价上市以来处于 1.5-2.5 倍区间	11
表 1：9 厂营收敏感性测算（单位：亿美元）	7
表 2：华虹公司盈利测算	10

表 3：可比公司 ROE-毛利率比较.....10

表 4：可比公司 PB/PE 比较（截至 2025 年 6 月 19 日收盘）11

1. 股价复盘：核心关注盈利水平/C4C 趋势

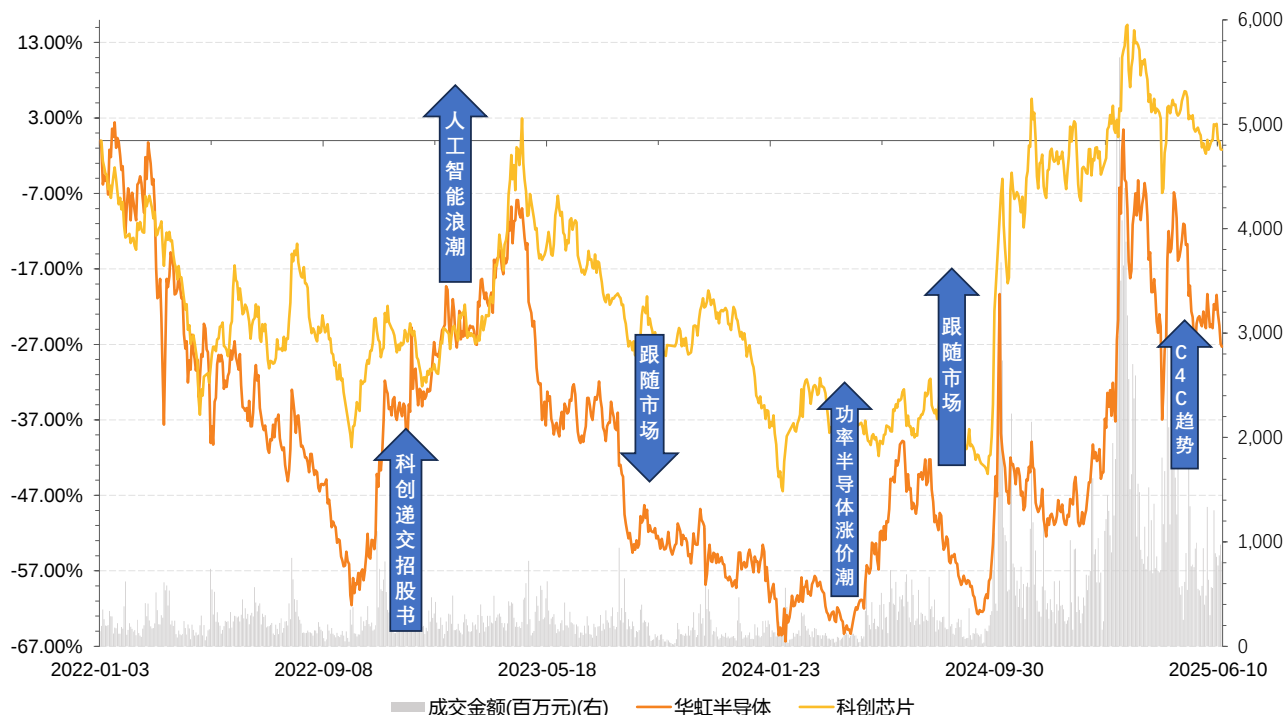
我们复盘了华虹半导体的历史股价表现，认为公司股价对盈利水平/C4C 趋势等因素较为敏感。2020-2021 年间，半导体行业景气度上行，公司股价对盈利水平较为敏感。2022 年至今，公司股价基本跟随科创芯片指数运行，市场关注价格周期和需求端的 China for China (C4C) 趋势。

图 1：华虹半导体 2020-2021 年股价复盘，盈利水平为重要影响因素



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 2：华虹半导体 2022-2025 年股价复盘，市场关注价格周期和 C4C 趋势



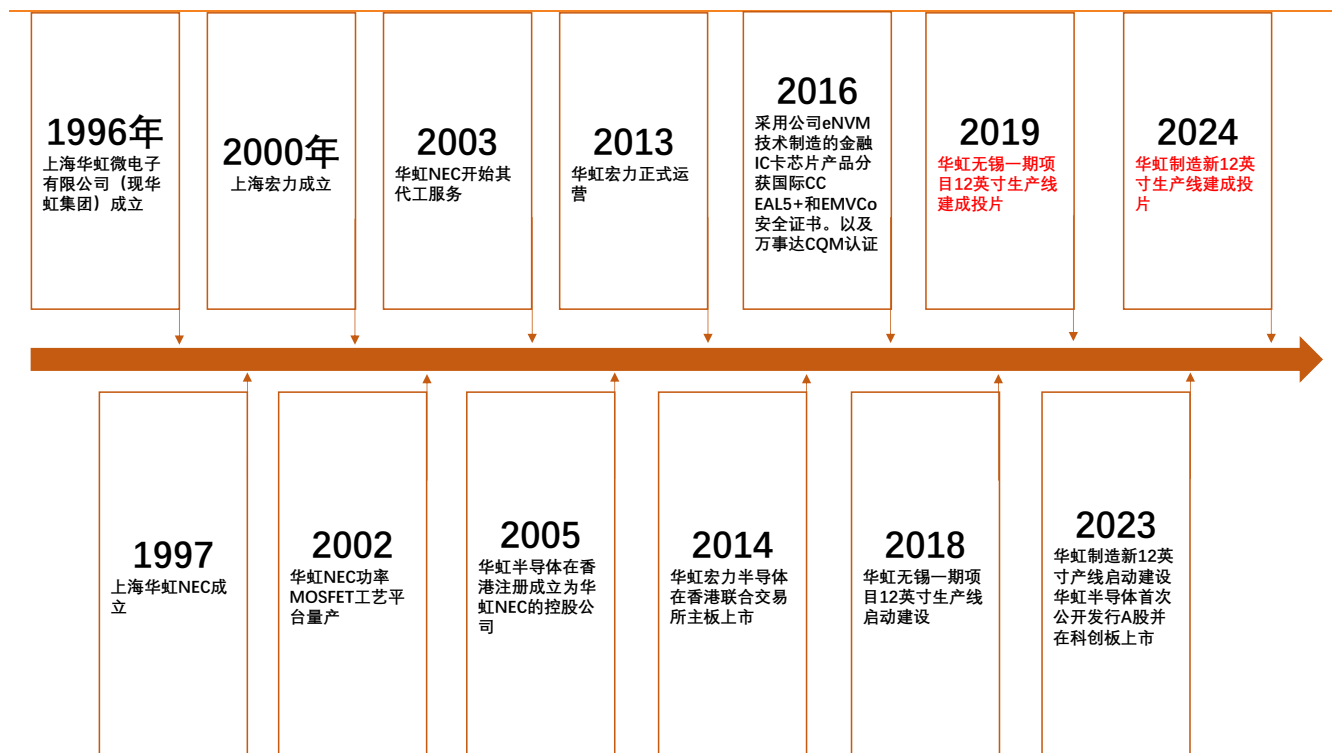
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

2. 华虹半导体：大陆特色工艺晶圆代工龙头

2.1. 历史沿革：

大陆特色工艺晶圆代工龙头，战略地位清晰。华虹半导体的历史可以追溯到 1997 年成立的华虹 NEC，2005 年华虹半导体在香港注册成立为华虹 NEC 的控股公司，上海宏力于 2000 年设立，2002 年华虹 NEC 开始量产 MOSFET 工艺平台，2014 年，华虹半导体在香港联合交易所主板上市，公司无锡一期 12 英寸生产线于 2018 年启动建设并于 2019 年建成投产。华虹制造新 12 英寸生产线于 2023 年启动建设并于 2024 年建成投产。目前，公司已发展为全球领先的特色工艺纯晶圆代工企业，专注于嵌入式/独立式非易失性存储器、功率器件、模拟与电源管理和逻辑与射频等特色工艺技术的持续创新，产品广泛应用于新能源汽车、绿色能源、物联网等新兴领域。其质量管理体系严格，满足汽车电子芯片生产的严苛要求。

图 3：华虹半导体历史沿革



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.2. 股权结构

图 4：华虹半导体股权结构（截至 2025 年 6 月 19 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

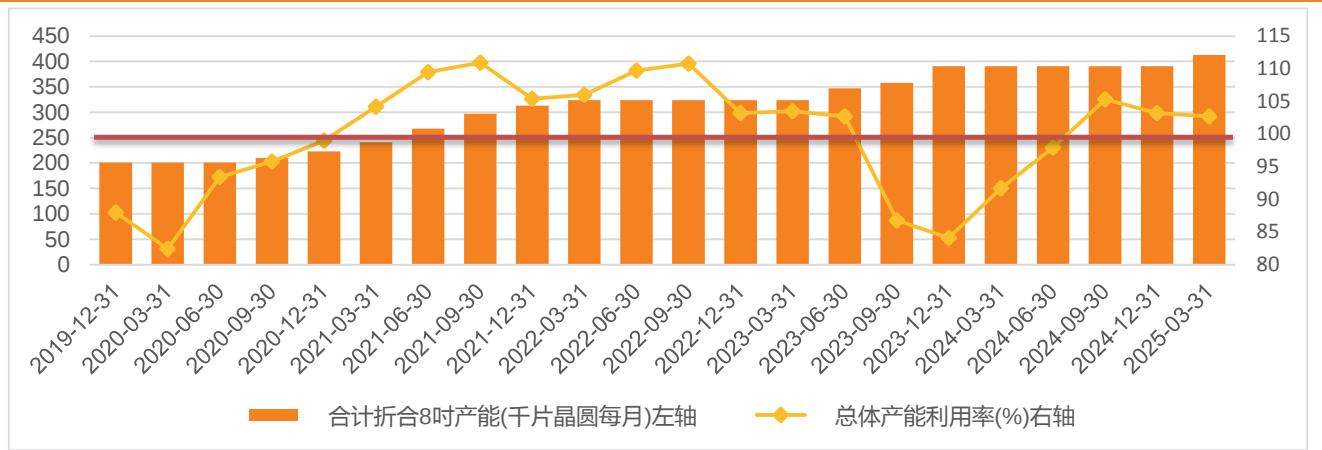
3. 看好新一轮涨价周期对公司盈利水平的带动

3.1. 满产叠加成本上升，公司或开启新一轮涨价周期

看好华虹开启新一轮涨价周期。根据公司公告，华虹半导体 1Q25 总体产能利用率达到 102.7%，产线处于满产状态，二三季度进入传统旺季，预计市场需求日趋旺盛。与此同时，4 月以来中美关税持续变动，半导体制造所需原材料和设备的获得成本或有提升，增加了成本端的压力。

在供需紧张和成本上升的双重作用下，我们预计晶圆代工行业普遍存在涨价预期。华虹半导体作为特色工艺代工龙头，具备较强的定价能力，有望通过产品涨价来转嫁成本压力，提升盈利水平。

图 5：华虹半导体产能利用率连续三个季度处于 100% 上方

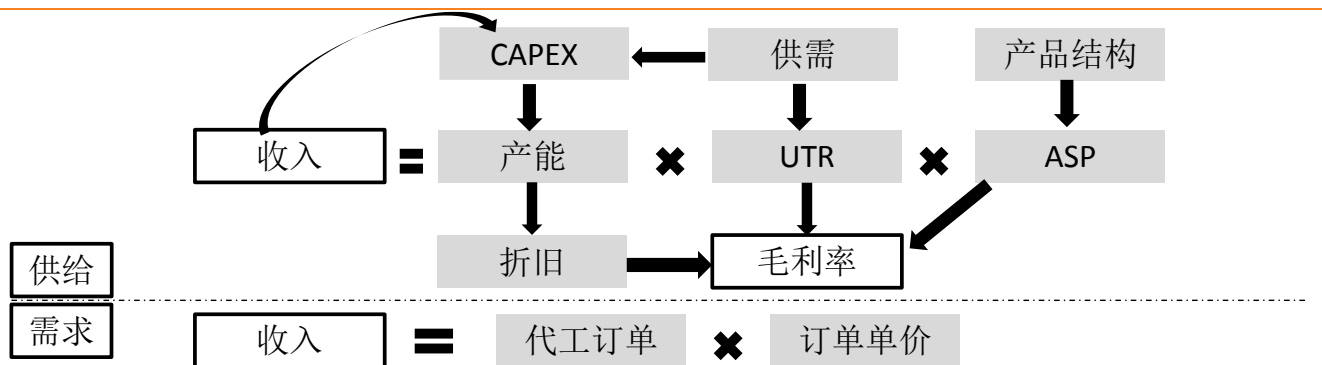


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

3.2. 平均价格上涨或推动公司盈利水平好转

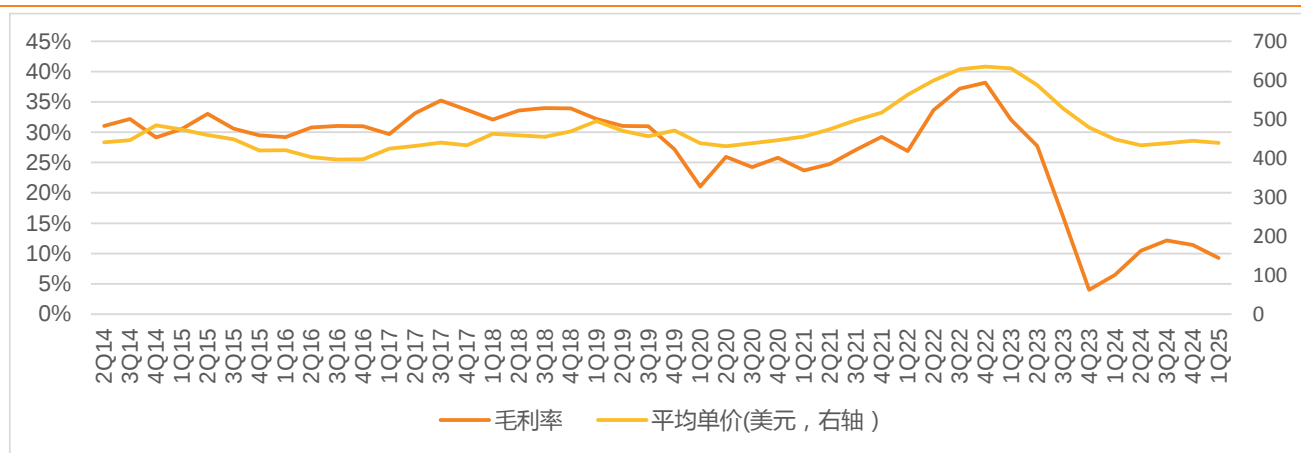
华虹半导体 ASP 和产能利用率通常同向变动，ASP 提升或带动毛利率增长。ASP 的上升通常会带动毛利率的提升。华虹半导体在特色工艺领域具有技术优势，若能够实现 ASP 的上涨，将显著改善公司的盈利状况。预计在新一轮涨价周期中，公司 ASP 将有望进一步提升，推动毛利率持续改善，从而实现盈利水平的好转。

图 6：晶圆代工行业 ASP 对毛利率产生影响



资料来源：天风证券研究所

图 7：华虹半导体 2Q14 至 1Q25 毛利率及平均单价变化

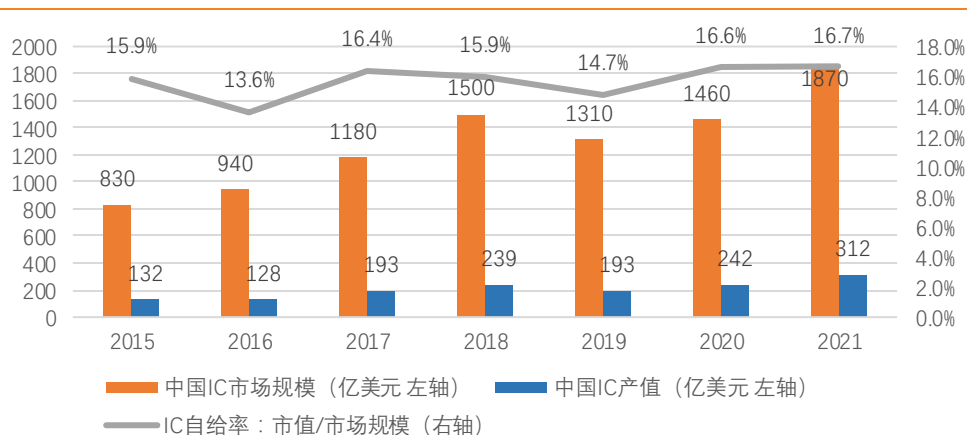


4. 看好 9 厂扩产提供的成长性

4.1. C4C 大背景下，国产替代需求持续提升

我国芯片自给率较低，成熟制程产品国产替代需求迫切，华虹充分受益。在“国产替代”（C4C, China for China）的大背景下，国内半导体产业链自主可控的需求日益迫切。根据 IC insights 的数据，我国 IC 自给率虽总体呈现上升趋势，但目前仍然处于低位，芯片自给率亟待提升。2024 年 12 月 3 日，作为对美国限制半导体相关出口的回应，中国宣布禁止向美国出口镓、锗、锑等关键高科技材料，中国半导体行业协会、中国互联网协会、中国汽车工业协会和中国通信企业协会齐发声，包含谨慎采购美国芯片，保障信息行业产业链安全稳定，坚决捍卫中国半导体企业及全球供应链合作伙伴利益等声明。

图 8：2015-2021 年中国 IC 半导体自给率



4.2. 9 厂产能就绪，产能爬坡带来营收端成长性

9 厂或带来 12.77 亿美元远期营收空间，产能爬坡带来营收端成长性。华虹无锡二期项目（华虹九厂）聚焦车规级芯片制造，建设一条月产能 8.3 万片的 12 英寸特色工艺生产线，总投资 67 亿美元，2023 年 6 月 30 日开工，2024 年 4 月 20 日主厂房主体结构全面封顶，8 月 10 日生产厂房实现净化条件，2024 年 12 月 10 日建成投产。

9 厂作为华虹半导体的新产能基地，未来产能爬坡预计给公司带来较大的营收端成长性，若平均单价 1350 美元，产能利用率接近满载（95%），9 厂将给公司带来 12.77 亿美元远期营收空间，而公司 2024 年营收约 20 亿美元，9 厂未来带来的成长性可观。

表 1：9 厂营收敏感性测算（单位：亿美元）

产能利用率	1150	1200	1250	1300	1350	1400	1450	1500
-------	------	------	------	------	------	------	------	------

(纵轴) /ASP(美元, 横轴)								
80%	9.16	9.56	9.96	10.36	10.76	11.16	11.55	11.95
85%	9.74	10.16	10.58	11.01	11.43	11.85	12.28	12.70
90%	10.31	10.76	11.21	11.65	12.10	12.55	13.00	13.45
95%	10.88	11.35	11.83	12.30	12.77	13.25	13.72	14.19
100%	11.45	11.95	12.45	12.95	13.45	13.94	14.44	14.94
105%	12.03	12.55	13.07	13.60	14.12	14.64	15.16	15.69
110%	12.60	13.15	13.70	14.24	14.79	15.34	15.89	16.43

资料来源：上海市国资委官网，天风证券研究所

5. 看好收购华力微（5 厂）后公司综合竞争力提升

5.1. 收购华力微（5 厂）箭在弦上，看好收购后综合竞争力提升

看好收购华力微后华虹半导体综合竞争力提升。根据《发行人及保荐机构关于第二轮审核问询函的回复》，华虹集团承诺自发行人首次公开发行人民币普通股股票并于科创板上市之日起（2023 年 8 月 7 日）三年内（即 2026 年 8 月 7 日前），按照国家战略部署安排，在履行政府主管部门审批程序后，将华力微注入华虹半导体，这一资产注入计划旨在解决双方经营重合工艺节点问题，实现资源整合和协同发展。根据华力微官网，上海华力微电子有限公司（华虹五厂）位于上海张江高科技园区，是中国大陆第一条 12 英寸全自动集成电路芯片制造生产线，工艺覆盖 65/55 和 40 纳米技术节点，月产能 3.8 万片，2011 年 4 月建成投产。

2024 年以来，国内监管层面多次发文支持并购重组，为华虹半导体收购华力微提供了良好的政策环境。华力微在特色工艺领域具有一定的技术和客户资源，收购完成后将有望进一步增强华虹半导体的产能和技术实力。

图 9：华虹公司《发行人及保荐机构关于第二轮审核问询函的回复》中明确上市三年内华虹集团计划将华力微注入华虹半导体

3、华虹集团进一步做出了明确的资产注入安排

(1) 具体安排

华虹集团承诺，自发行人首次公开发行人民币普通股股票并于科创板上市之日起三年内，按照国家战略部署安排，在履行政府主管部门审批程序后，华虹集团将华力微注入发行人。

上述资产注入计划实施完毕后，将解决双方经营重合工艺节点问题。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5.2. 关注后续华力集成（6 厂）和华虹成都的资产安排

根据天眼查，截至 2025 年 6 月 15 日，华力微电子持有华力集成电路（6 厂）54%股权和华虹成都 51%股权，关注后续华虹集团的资产安排。

根据华力微官网，上海华力集成电路制造有限公司（华虹六厂）位于上海康桥工业园区，工艺水平达到 28/22 纳米，月产能 4 万片 12 英寸晶圆，2018 年 10 月建成投产。

图 10：华力微电子股权结构（截至 2025 年 6 月 15 日）



图 11：华虹集团集成电路制造业务一览



资料来源：上海华力官网，天风证券研究所

6. 盈利预测

产能:公司三个 8 英寸厂(一厂/二厂/三厂)和无锡 12 英寸的七厂已经建设完毕开始投产,预计 25-27 年总产能不变,九厂随着建设进度,我们预计全年平均产能 25/26/27 年分别达到 10/30/70 千片每月,总体设计 8.3 万片每月的产能预计 2028 年有望实现全年满载。

产能利用率:考虑到公司下游市场包括新能源车和 AI 硬件等领域需求旺盛,我们预计公司产能利用率有望持续满载,25-27 年维持在 100%附近。

ASP:我们预计公司有望进入新一轮涨价潮,ASP 自 25 年开始受到 1)老产品价格提升;2)产品组合优化等影响,有望持续提升,预计 25/26/27 年 ASP 有望分别同比增长 +9%/+5%/+2%。

综上:我们预计公司 25/26/27 年营收达到 172/204/244 亿元,归母净利润达到 8.01/12.86/19.85 亿元。

表 2: 华虹公司盈利测算

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能(单位:千片每月)					
一厂(8英寸)	65	65	65	65	65
二厂(8英寸)	60	60	60	60	60
三厂(8英寸)	53	53	53	53	53
七厂(12英寸)	95	95	95	95	95
九厂(12英寸)	0	0	10	30	70
12英寸产能合计(等效8)	214	214	236	281	371
8英寸产能合计	178	178	178	178	178
产能利用率(折合8吋)(%)	94.30	99.50	100	102	100
付运晶圆(折合8吋,单位:千片)	4,103	4,545	4,971	5,621	6,591
ASP(人民币)	3,956	3,166	3,451	3,623	3,696
ASP YoY		-20%	9%	5%	2%
营收(百万元人民币)	16,232	14,388	17,153	20,367	24,358
营收 YoY		-11%	19%	19%	20%

资料来源:Wind,公司公告,天风证券研究所

7. 估值

华虹公司作为重资产科技公司,盈利水平受折旧影响较大,短期利润不能充分反映公司价值,公司更适合采用 PB 估值,同时考虑盈利水平周期波动以及新厂扩建对远期盈利规模的带动。我们预计公司 25/26/27 年营收达到 172/204/244 亿元,归母净利润达到 8.01/12.86/19.85 亿元,选取晶圆代工企业中芯国际/华润微/芯联集成作为对标公司,2025 年平均 pb 为 3.19,考虑到华虹公司作为大陆特色工艺晶圆代工龙头的技术领先性,我们保守给华虹公司 A 股 2025 年 3.0xPB 估值,对应目标价 76.88 元,首次覆盖给予“买入”评级。

表 3: 可比公司 ROE-毛利率比较

	ROE %				毛利率 %			
	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
华虹公司	0.87	1.85	3.03	4.59	17.43	14.50	18.00	22.00
中芯国际	2.55	3.33	3.96	4.28	18.59	20.04	21.11	21.22
华润微	3.48	4.04	4.93	5.91	27.19	0.27	0.28	0.29
芯联集成	-7.76	-3.22	1.52	4.42	0.01	0.19	0.27	0.27

资料来源:Wind,天风证券研究所

注：华虹公司的 25/26/27 数据为天风证券研究所预测，其余公司均为 Wind 一致预期

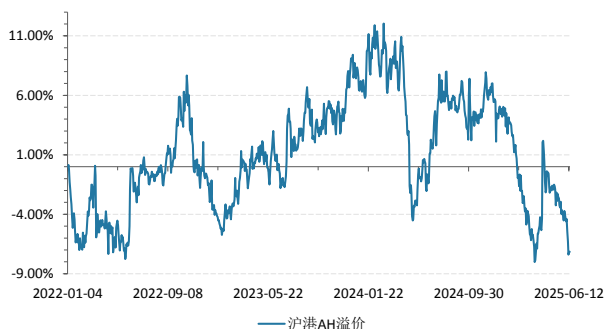
表 4：可比公司 PB/PE 比较（截至 2025 年 6 月 19 日收盘）

百万美元	PE			PB		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
中芯国际	125.19	101.43	87.77	4.33	4.16	3.96
华润微	60.68	47.21	37.17	2.61	2.48	2.34
芯联集成	-78.95	132.10	43.70	2.64	2.59	2.37
平均	35.64	93.58	56.21	3.19	3.07	2.89
最高	125.19	132.10	87.77	4.33	4.16	3.96
最低	-78.95	47.21	37.17	2.61	2.48	2.34
华虹公司	165.71	103.19	66.85	3.00	2.91	2.79

资料来源：Wind，天风证券研究所

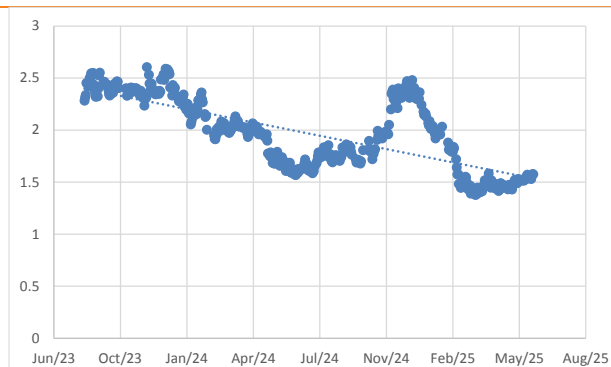
注：华虹公司的 25/26/27 数据为天风证券研究所预测，其余公司均为 Wind 一致预期

图 12：沪港 AH 溢价指数过去三年较为平稳



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：华虹公司 A 股/H 股股价上市以来处于 1.5-2.5 倍区间



资料来源：Wind，天风证券研究所

8. 风险提示

美对华科技限制的不可控影响：如果美国对中国未来实施更严厉的科技制裁，公司或遇到设备材料采购受限的情况，对公司或有不利影响；

成熟制程产能过剩：近年来大陆多地建设成熟制程产能，如果未来产能集中释放，或带来阶段性的产能过剩；

市场竞争加剧：如果晶圆代工市场竞争加剧，行业竞争对手降价促销下，或对公司盈利水平造成不利影响；

下游需求不及预期：如果下游电子产品创新市场反馈不及预期，下游消费复苏进度不及预期，则对公司会产生不利影响；

华力微收购的不确定性：华力微的收购仍存在不确定性，如果收购不及预期则对公司产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	39,855.60	32,494.79	18,091.15	20,202.76	20,048.97
应收票据及应收账款	2,003.96	2,003.47	2,774.05	2,898.51	3,885.72
预付账款	76.54	45.49	105.15	66.39	128.76
存货	4,452.02	4,952.55	6,657.58	6,563.32	8,477.20
其他	142.06	2,430.06	947.05	1,221.03	1,561.86
流动资产合计	46,530.18	41,926.36	28,574.99	30,952.00	34,102.51
长期股权投资	533.29	539.50	539.50	539.50	539.50
固定资产	19,612.62	28,633.57	28,355.89	25,628.22	21,600.55
在建工程	5,313.17	13,483.93	21,483.93	25,483.93	27,483.93
无形资产	774.98	642.61	528.64	414.67	300.70
其他	3,462.11	2,709.27	2,665.25	2,938.81	2,771.02
非流动资产合计	29,696.17	46,008.87	53,573.22	55,005.14	52,695.70
资产总计	76,226.35	87,935.23	82,148.21	85,957.14	86,798.21
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,682.38	2,191.48	2,590.88	2,854.98	3,340.41
其他	5,204.73	9,038.51	7,092.92	10,086.30	8,999.88
流动负债合计	6,887.11	11,229.99	9,683.80	12,941.28	12,340.28
长期借款	13,503.35	13,781.85	10,000.00	10,000.00	10,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	345.08	202.84	312.44	286.79	267.36
非流动负债合计	13,848.43	13,984.69	10,312.44	10,286.79	10,267.36
负债合计	20,735.55	25,214.68	19,996.25	23,228.07	22,607.64
少数股东权益	12,136.55	19,118.22	17,916.98	17,059.64	16,544.99
股本	33,896.04	33,930.87	34,065.17	34,065.17	34,065.17
资本公积	5,840.05	5,831.49	5,799.11	5,799.11	5,799.11
留存收益	3,140.54	3,267.47	4,068.30	5,354.31	7,339.38
其他	477.62	572.51	302.40	450.84	441.92
股东权益合计	55,490.81	62,720.55	62,151.96	62,729.07	64,190.57
负债和股东权益总计	76,226.35	87,935.23	82,148.21	85,957.14	86,798.21

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	847.36	(1,032.18)	800.82	1,286.01	1,985.07
折旧摊销	3,513.41	3,940.27	5,391.64	5,841.64	6,141.64
财务费用	962.40	382.70	360.98	378.71	359.09
投资损失	(69.95)	(10.99)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(2,675.56)	(2,174.59)	(1,811.69)	2,492.13	(3,834.16)
其它	2,527.32	2,503.08	(1,201.23)	(857.34)	(514.65)
经营活动现金流	5,104.99	3,608.29	3,540.52	9,141.15	4,136.99
资本支出	5,220.19	21,147.94	12,890.40	7,025.66	4,019.43
长期投资	79.54	6.21	0.00	0.00	0.00
其他	(11,695.27)	(40,457.56)	(25,890.40)	(14,025.66)	(8,019.43)
投资活动现金流	(6,395.54)	(19,303.41)	(13,000.00)	(7,000.00)	(4,000.00)
债权融资	1,059.52	733.45	(4,775.98)	(177.98)	(281.85)
股权融资	21,315.69	121.15	(168.18)	148.44	(8.93)
其他	4,481.50	7,271.06	(0.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	26,856.71	8,125.67	(4,944.16)	(29.54)	(290.78)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	25,566.16	(7,569.45)	(14,403.64)	2,111.61	(153.79)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	16,231.87	14,388.31	17,153.24	20,366.77	24,358.08
营业成本	11,832.71	11,879.93	14,666.02	16,700.75	18,999.30
营业税金及附加	112.68	93.75	111.50	132.38	158.33
销售费用	71.86	68.51	80.62	93.69	109.61
管理费用	778.08	812.57	857.66	916.50	1,047.40
研发费用	1,458.53	1,625.27	1,801.09	1,833.01	2,070.44
财务费用	509.27	209.17	360.98	378.71	359.09
资产/信用减值损失	(829.66)	(923.56)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	69.95	10.99	0.00	0.00	0.00
其他	468.90	224.11	224.11	224.11	224.11
营业利润	1,177.92	(989.36)	(500.51)	535.84	1,838.03
营业外收入	2.49	1.31	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.86	0.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,177.54	(988.32)	(500.51)	535.84	1,838.03
所得税	330.18	43.87	(100.10)	107.17	367.61
净利润	847.36	(1,032.18)	(400.41)	428.67	1,470.43
少数股东损益	(1,088.87)	(1,412.76)	(1,201.23)	(857.34)	(514.65)
归属于母公司净利润	1,936.23	380.58	800.82	1,286.01	1,985.07
每股收益（元）	1.13	0.22	0.46	0.74	1.15

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-3.30%	-11.36%	19.22%	18.73%	19.60%
营业利润	-65.04%	-183.99%	-49.41%	-207.06%	243.02%
归属于母公司净利润	-35.64%	-80.34%	110.42%	60.59%	54.36%
获利能力					
毛利率	27.10%	17.43%	14.50%	18.00%	22.00%
净利率	11.93%	2.65%	4.67%	6.31%	8.15%
ROE	4.47%	0.87%	1.81%	2.82%	4.17%
ROIC	4.87%	-3.01%	-0.26%	1.39%	3.43%
偿债能力					
资产负债率	27.20%	28.67%	24.34%	27.02%	26.05%
净负债率	-44.99%	-26.56%	-10.73%	-13.68%	-13.01%
流动比率	6.76	3.73	2.95	2.39	2.76
速动比率	6.11	3.29	2.26	1.88	2.08
营运能力					
应收账款周转率	8.01	7.18	7.18	7.18	7.18
存货周转率	3.45	3.06	2.95	3.08	3.24
总资产周转率	0.26	0.18	0.20	0.24	0.28
每股指标（元）					
每股收益	1.13	0.22	0.46	0.74	1.15
每股经营现金流	2.97	2.10	2.05	5.30	2.40
每股净资产	25.26	25.37	25.63	26.46	27.60
估值比率					
市盈率	43.14	219.72	104.89	65.32	42.31
市净率	1.93	1.92	1.90	1.84	1.76
EV/EBITDA	7.29	12.42	18.41	13.71	11.02
EV/EBIT	13.20	32.26	-254.58	129.68	45.32

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com