

科技	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 44.00	港元 49.00个	+11.4%

2025 年 8 月 8 日

华虹半导体 (1347 HK)

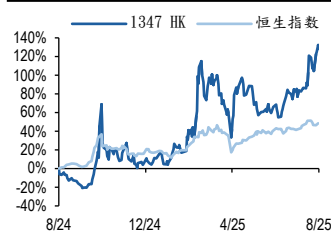
毛利率反弹，电源管理器件需求亮眼，上调盈利预测

- ④ **2Q25 毛利率超指引上限，单价提升或在 3Q25 之后反映**：2Q25 收入 5.66 亿美元，略超指引中位数/我们预期，毛利率 10.8%超预期/指引上限。管理层提到毛利率向好主因 1) 产能利用率提高；2) 控费效果初显；3) 单价企稳回升所致。管理层指出已在 2Q25 做价格调整，总体涨价在个位数左右，且会在 3Q/4Q25 集中体现，除功率器件仍有部分价格压力外，之前其余平台价格压力均减轻。指引 3Q25 收入介于 6.2 亿-6.4 亿美元，毛利率 10-12%，均高于我们预期。
- ④ **电源管理器件供不应求，九厂扩产或快于我们之前预期**：管理层提到下游总体韧性强，关税影响可控。受 AI 服务需求激增影响，PMIC 产品再次增长强劲，同比增 59.5%，模拟/PMIC 平台营收占比为 28.5%，同比扩 7.4ppts。管理层提到相关的 BCD 平台需求或为之前产能供应的两倍。虽有部分其他平台产能或可灵活转换，但或需要到 2025 年底或 2026 年初才能实现工序平衡。总体产能方面，管理层提到九厂装机 2025 年底或完成 80-90%，2026 年中全部完成。我们推算九厂在 1H25 已经完成 2.5 万片每月产能爬坡，我们预测公司产能爬坡速度或快于我们之前预测（2025 年完成 4 万片每月爬坡），这或许是一方面如管理层在 1Q25 业绩会提及的增效需要，另一方面更重要的或是满足热门 PMIC 产品快速上升的需求。我们上调公司 2025 年底 9 厂产能预期至每月 5 万片 12 寸产能，并保持之后 2.5 万片每六个月的产能爬坡速率，在 3Q26 完成所有 8.3 万片规划产能爬坡并贡献收入。同时我们认为 PMIC 产品多为 12 英寸，或帮助公司进一步稳定 ASP。
- ④ **上调盈利预测，上调目标价**：考虑到公司大多数平台产品价格的积极变化，我们看到公司毛利率在 2Q25 反转了之前下跌的趋势。我们预测 3Q25 公司毛利率继续反弹到 11.5% 并在 4Q25 保持基本稳定。鉴于单价上涨，产品组合变化和 PMIC 的高需求等因素，我们上调 2025/26 年收入预测到 24.1/28.7 亿美元（前值 22.9/27.7 亿美元）。上调 2025 年毛利率预测到 10.8%（前值 9.2%）。我们以 1.7 倍（前值 1.3 倍）2026 年市净率估值，上调公司目标价到 49 港元。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	44.78
52周低位 (港元)	15.22
市值 (百万港元)	58,156.12
日均成交量 (百万)	52.80
年初至今变化 (%)	103.23
200天平均价 (港元)	33.63

资料来源: FactSet

王大卫, PhD, CFA

Dawei.wang@bocomgroup.com
(852) 3766 1867

童钰枫

Carrie.Tong@bocomgroup.com
(852) 3766 1804

财务数据一览

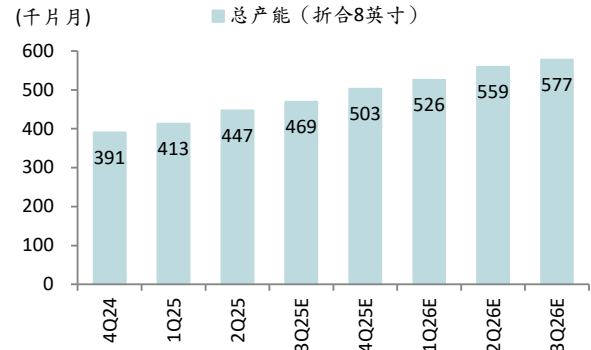
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万美元)	2,286	2,004	2,409	2,868	3,198
同比增长 (%)	-7.7	-12.3	20.2	19.0	11.5
净利润 (百万美元)	280	58	54	62	82
每股盈利 (美元)	0.19	0.03	0.03	0.04	0.05
同比增长 (%)	-45.1	-82.1	-7.1	14.2	33.6
前EPS预测值 (美元)			0.01	0.03	0.07
调整幅度 (%)			114.8	14.3	-27.9
市盈率 (倍)	29.6	165.7	178.2	156.1	116.9
每股账面净值 (美元)	4.26	3.64	3.68	3.73	3.81
市账率 (倍)	1.31	1.54	1.52	1.50	1.47

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

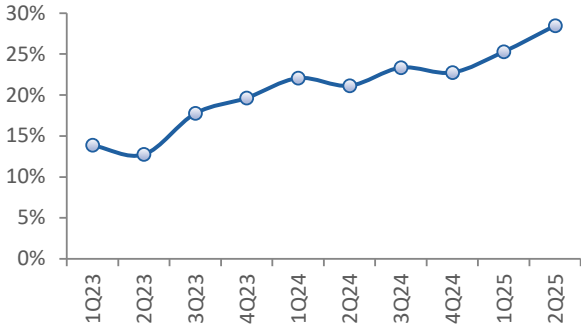
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：华虹产能 4Q24 到 3Q26E 爬坡



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2：产品组成中模拟/电源管理占比上升



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3：华虹半导体 2Q25 业绩

百万美元	2Q25	2Q24	同比	1Q25	环比	实际值	交银国际 预测	差异	VA 预测	差异
营业收入	566	479	18%	541	5%	566	562	1%	568.7	(0%)
毛利润	62	50	23%	50	23%	62	45	38%	52.3	18%
利润率										
	2Q25	2Q24	同比 百分点	1Q25	环比 百分点	实际值	交银国际 预测	差异	VA 预测	差异
毛利率	10.9%	10.5%	0.4	9.2%	1.7	10.9%	7.9%	2.9	9.2%	1.7

资料来源：Visible Alpha，交银国际预测

图表 4：华虹半导体交银国际预测调整

百万美元	2025E			2026E			2Q25E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	2,409	2,292	5%	2,868	2,767	4%	632	574	10%
毛利润	261	211	24%	357	414	(14%)	73	50	46%
营业利润	(120)	(185)	(35%)	(50)	(38)	31%	(22)	(35)	(37%)
净利润	54	25	115%	62	54	14%	21	26	(20%)
基本 EPS(美元)	0.031	0.015	115%	0.036	0.031	14%	0.012	0.015	(20%)
利润率									
毛利率	10.8%	9.2%	1.6	12.4%	14.9%	(2.5)	11.5%	8.7%	2.8
营业费用率	15.8%	17.3%	(1.5)	14.2%	16.3%	(2.1)	15.1%	14.9%	0.2
营业利润率	(5.0%)	(8.1%)	3.1	(1.7%)	(1.4%)	(0.4)	(3.5%)	(6.2%)	2.6
净利率	2.2%	1.1%	1.1	2.2%	1.9%	0.2	3.3%	4.6%	(1.2)

资料来源：交银国际预测

我们对股价的思考

公司股价六月中旬之后快速上涨，我们认为促进有利股价攀升的主要因素包括：

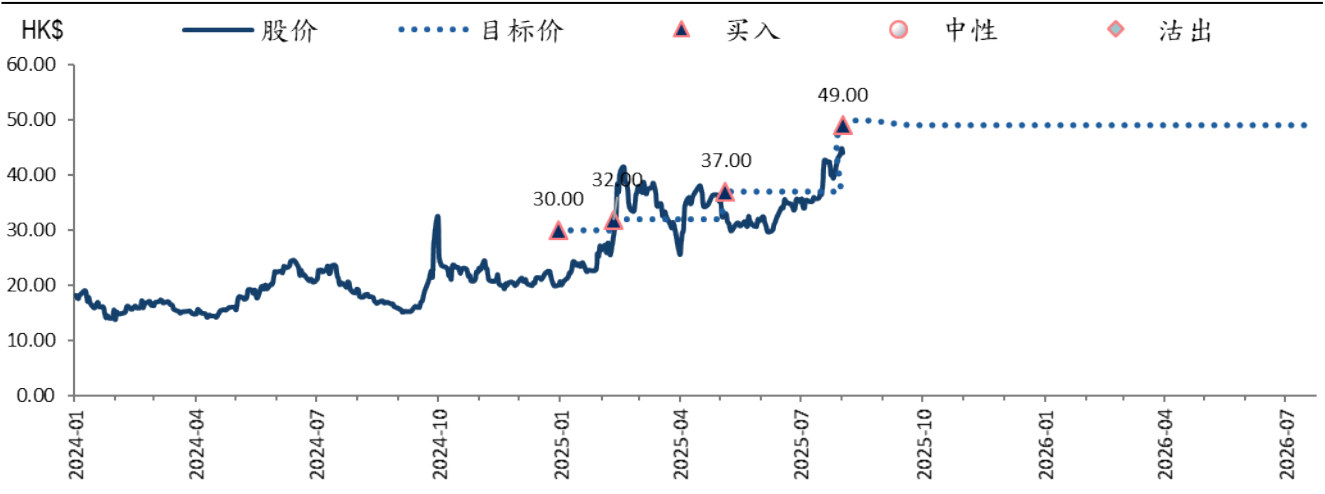
- 1) 大部分产品平台价格压力缓解，单价从 2Q25 开始上涨，2H25 集中体现，进而使得毛利率下滑趋势反转；显然，这对提升公司股价有重要意义。但是，我们同时也认为，部分产品线单价上涨的利好或在之前公司股价上涨过程中被计入股价；
- 2) 人工智能数据中心驱动电源管理 PMIC 需求攀升：虽然我们对模拟/电源管理平台中对于人工智能服务器的具体敞口没有完全能见度，但我们相信人工智能或是驱动模拟/电源管理平台上升的主要驱动力。相比于贡献收入更重要的是，这部分收入增长帮助公司稳定产能利用率，给了公司在对于客户在其他平台产品上的议价能力。2Q25 模拟/电源管理收入占总营收的 28.5%（其中 AI 相关部分没有完全能见度），接近最大收入贡献平台功率器件的 29.5%。作为参考，台积电（TSM US/买入）2024/25 年对于 AI 的敞口分别为 10%/16% 左右，而博通（AVGO US/未评级）FY24 来自生成式 AI 的收入约为总收入的 23%。管理层认为公司是生成式人工智能兴起的“间接受益者”，我们更加愿意相信华虹半导体为直接受益者。我们认为这点或帮助公司提高估值水平，且在部分投资者中引起更多共鸣；
- 3) 我们认为新管理层接手之后公司执行能力或有提升：这不仅表现在对运营的优化上，更重要是体现在我们之前提到的产能加速上线上；
- 4) 本次业绩后我们最鼓舞的是：我们认为公司似乎对之后产能爬坡过程中所带来折旧提升有充分的应对策略，从而保证毛利率相对稳定甚至稳中有升。这包括管理层如何合理安排产能以及相应的价格策略等。

我们认为投资者或会对以下问题继续关注：

- 1) **华力资产注入及其之后的影响**：这点在电话会中没有被提及，且注入应发生在 2026 年中之前，投资者关心资产注入之后对业务的影响；
- 2) **包括功率平台在内的部分需求似乎仍有压力**：我们认为这或许是该类平台市场竞争激烈所致。我们同时认为，管理层对于功率器件的需求的表述偏中性，相对于部分上下游企业的表述更为谨慎；
- 3) **2027 年之后产能和资本开支尚未有能见度**：考虑到目前公司现金充裕，且之前一段时间经营性现金流除一个季度外都为正，我们认为公司或继续扩产，但对时间点和规模未有能见度。这或许也需要在华力资产注入后有更清晰的信号；

综上，我们认为公司股价快速上升虽部分体现利好，但业绩长期向好趋势或不变，我们维持**买入**评级。

图表 5：华虹半导体 (1347 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 6：交银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
002371 CH	北方华创	买入	329.09	392.59	19.3%	2025 年 07 月 02 日	半导体设备
1810 HK	小米集团	买入	51.25	67.00	30.7%	2025 年 06 月 27 日	消费电子
1347 HK	华虹半导体	买入	44.00	49.00	11.4%	2025 年 08 月 08 日	晶圆代工
TSM US	台积电	买入	242.62	280.00	15.4%	2025 年 07 月 17 日	晶圆代工
981 HK	中芯国际	中性	48.66	45.00	-7.5%	2025 年 05 月 09 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	180.77	195.00	7.9%	2025 年 07 月 21 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	172.40	196.00	13.7%	2025 年 08 月 06 日	半导体设计
603501 CH	豪威集团	买入	119.23	180.00	51.0%	2025 年 04 月 30 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	75.74	72.00	-4.9%	2025 年 04 月 28 日	半导体设计

资料来源：FactSet，交银国际，收盘价截至 2025 年 8 月 8 日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,286	2,004	2,409	2,868	3,198
主营业务成本	(1,799)	(1,799)	(2,148)	(2,511)	(2,746)
毛利	487	205	261	357	452
销售及管理费用	(127)	(154)	(159)	(176)	(184)
研发费用	(207)	(207)	(222)	(230)	(250)
经营利润	154	(156)	(120)	(50)	18
财务成本净额	(91)	(94)	(82)	(82)	(82)
其他非经营净收入/费用	111	116	102	103	105
税前利润	174	(134)	(100)	(29)	40
税费	(47)	(7)	1	1	2
非控股权益	154	198	153	90	40
净利润	280	58	54	62	82
作每股收益计算的净利润	280	58	54	62	82

资产负债表简表 (百万元美元)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5,585	4,459	3,217	2,575	2,470
应收账款及票据	279	270	313	373	416
存货	450	467	605	707	773
其他流动资产	256	636	734	868	964
总流动资产	6,570	5,833	4,869	4,522	4,622
物业、厂房及设备	3,519	5,859	6,632	7,434	7,961
其他有形资产	79	78	66	66	66
无形资产	50	31	23	16	11
长期应收收入	139	140	175	192	211
其他长期资产	587	474	552	552	552
总长期资产	4,374	6,583	7,448	8,261	8,802
总资产	10,943	12,415	12,317	12,783	13,425
短期贷款	193	281	376	564	847
应付账款	235	298	320	374	409
其他短期负债	544	983	766	919	1,103
总流动负债	972	1,562	1,463	1,858	2,359
长期贷款	1,907	1,917	1,934	1,934	1,934
其他长期负债	50	29	19	19	19
总长期负债	1,956	1,946	1,953	1,953	1,953
总负债	2,929	3,508	3,415	3,811	4,312
股本	4,934	4,938	4,966	4,976	4,985
储备及其他资本项目	1,367	1,309	1,363	1,423	1,554
股东权益	6,301	6,247	6,328	6,399	6,539
非控股权益	1,714	2,660	2,574	2,574	2,574
总权益	8,015	8,907	8,902	8,973	9,113

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	174	(134)	(100)	(29)	40
折旧及摊销	500	556	856	1,210	1,508
营运资本变动	(109)	0	(187)	(88)	14
利息调整	100	97	78	78	78
其他经营活动现金流	(24)	(101)	(43)	0	0
经营活动现金流	642	419	604	1,171	1,640
资本开支	(907)	(2,739)	(1,949)	(2,005)	(2,030)
投资活动	(8)	(1)	(35)	(17)	(19)
其他投资活动现金流	82	109	43	0	0
投资活动现金流	(833)	(2,631)	(1,940)	(2,022)	(2,049)
负债净变动	191	98	112	188	282
权益净变动	2,940	9	10	10	10
股息	0	14	12	12	12
其他融资活动现金流	651	1,029	(54)	0	0
融资活动现金流	3,782	1,150	80	210	304
汇率收益/损失	(14)	5,585	14	0	0
年初现金	2,009	(64)	4,459	3,217	2,575
年末现金	5,585	4,459	3,217	2,575	2,470

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(美元)					
核心每股收益	0.189	0.034	0.031	0.036	0.048
每股账面值	4.263	3.638	3.685	3.726	3.808
利润率分析(%)					
毛利率	21.3	10.2	10.8	12.4	14.1
EBITDA利润率	33.9	25.9	34.9	44.1	51.0
EBIT利润率	12.0	(1.8)	(0.7)	1.9	3.9
净利率	12.2	2.9	2.2	2.2	2.6
盈利能力(%)					
ROA	3.1	0.5	0.4	0.5	0.6
ROE	4.6	0.7	0.6	0.7	0.9
ROIC	1.1	(1.5)	(1.1)	(0.4)	0.2
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	3.4
流动比率	6.8	3.7	3.3	2.4	2.0
存货周转天数	104.3	93.0	91.1	95.3	98.4
应收账款周转天数	45.5	50.0	44.2	43.6	45.0
应付账款周转天数	47.9	54.2	52.6	50.5	52.1

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。