

买入

2025 年 08 月 11 日

需求景气度延续，运营趋势向好

- **本季盈利改善，指引积极:**2Q25 收入 5.66 亿美元，同比+18.3%，环比+4.6%，主要由于晶圆交付量增长（同比+18%，环比+6%），毛利率 10.9%，高于指引上限，主要由于稼动率环比提升，股东净利润 0.08 亿美元，同比+19.2%，环比+112.1%，基本每股盈利 0.005 美元，同比+25%，环比+150%。净资产收益率 0.4%，同环比均持平。3Q25 指引积极：收入端 6.2-6.4 亿美元，季度增速显著提升，毛利率 10-12%，较本季改善明显。
- **需求景气度持续，涨价逐季反映:** 本季三大核心工艺平台保持增长趋势。嵌入式非易失存储收入同比+2.9%，环比+8.3%，主要为 MCU 需求带动，下游工业及汽车客户仍有需求拉动；功率器件收入同比+9.4%，环比+2.4%，增长驱动仍未超级结和 MOSFET 产品，慢复苏趋势延续；模拟及电源收入同比+59.3%，环比+17.8%，主要由 BCD 平台电源管理芯片高景气度带动，公司已计划调配产能以匹配需求，预计下半年 BCD 平台产品仍将保持较高的收入同比增速；独立式非易失存储收入同比+16.6%，主要由闪存产品带动，逻辑与射频收入同比+8.4%，环比+2.7%。公司于本季执行产品涨价，预计在下半年有个位数涨幅反映，唯功率器件产品提价节奏较慢，我们相应调整公司 25/26 年晶圆代工均价至 438/474 美元（原 444/465 美元）以及毛利率为 12.1%/16.1%（原 10.5%/15%）。
- **扩产加速:** 九厂第一批产能预计今年年底前达成 80-90%负载，2026 年中达到满负荷运作并完成规划产能 8.3 万片/月的建设，2027 年开启第二批新产能规划。2Q25 整体稼动率 108.3%，为 2023 年后新高，公司主要工艺平台客户需求均处于复苏趋势中，预计公司将持续保持高稼动率。
- **提升目标价至 54 港元，买入评级:**基于公司需求稳定增长支撑高稼动率，新增产能如期推进以及较好的爬坡节奏以及国产替代下趋势下的订单回流和海外大厂新增订单的产品结构优化，我们维持公司量利稳定增长的逻辑不变，但考虑到短期较小的提价幅度和扩产加速带来的折旧压力，我们调整公司 2025-27 年股东净利润至 0.9/2.3/2.6 亿美元，调整未来十二个月目标价至 54 港元，相当于 2025 年 1.8 倍预测市净率，对应公司近十年市净率上限水平以反映公司较高的业绩复苏确定性、潜在的集团优质资产注入预期以及今年港股市场较好的流动性催化，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	44.00
目标价	54.00 港元 (+22.73%)
股票代码	1347
已发行股本	17.29 亿股
市值	581.56 亿港元
52 周高/低	45.98/14.88 港元
每股净资产	28.47 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	2,458,804	2,935,267	3,385,869
变动	-7.7%	-12.3%	22.7%	19.4%	15.4%
毛利率	21.3%	10.2%	12.1%	16.1%	18.1%
股东净利润（千美元）	280,034	58,108	97,210	227,191	264,328
每股盈利（美元）	0.19	0.03	0.06	0.13	0.15
变动	-45.1%	-82.1%	65.9%	123.6%	21.6%
基于44港元的市盈率（估）	29.6	165.1	99.5	44.5	36.6
基于44港元的市净率（估）	1.3	1.5	1.5	1.4	1.4
每股派息（港元）	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
股息现价比	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

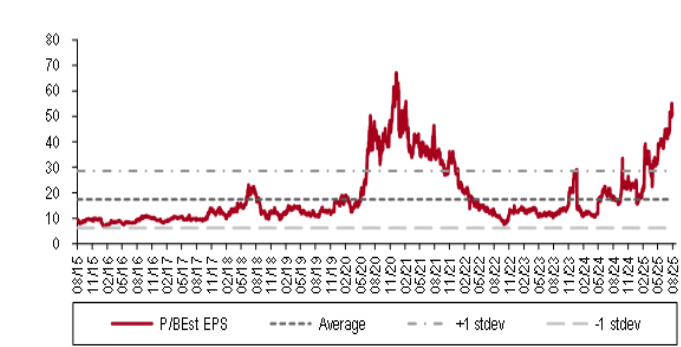
来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



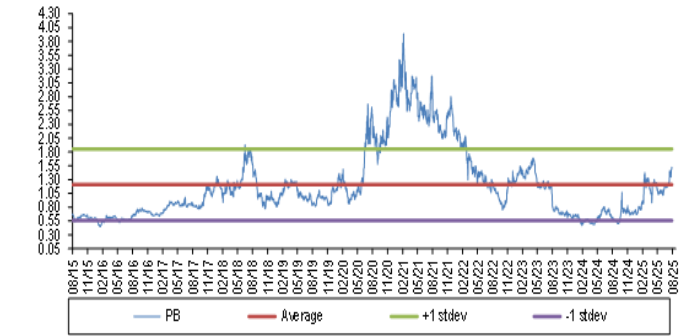
来源：Bloomberg

图表 1：公司 H 股预期市盈率（20250808）



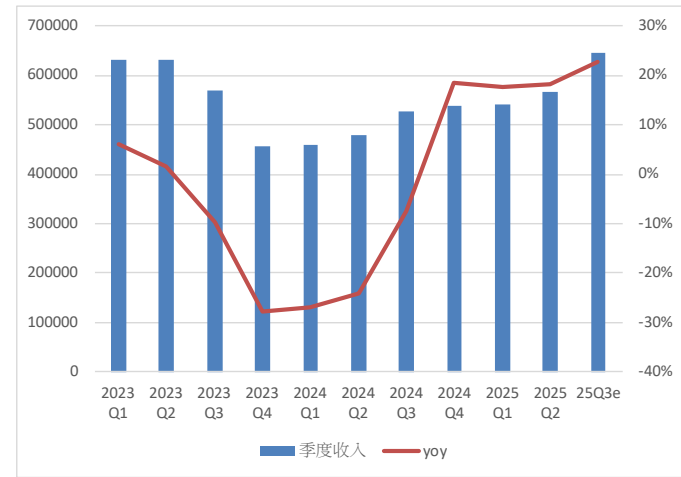
资料来源：彭博，第一上海整理

图表 2：公司 H 股市净率（20250808）



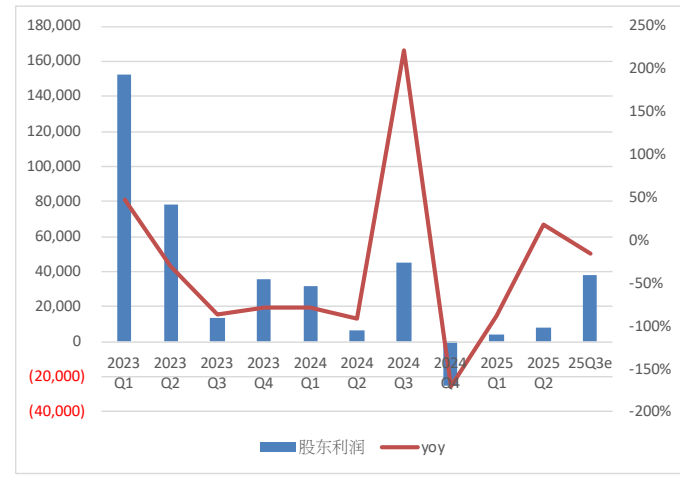
资料来源：彭博，第一上海整理

图表 3：公司季度收入及同比增速



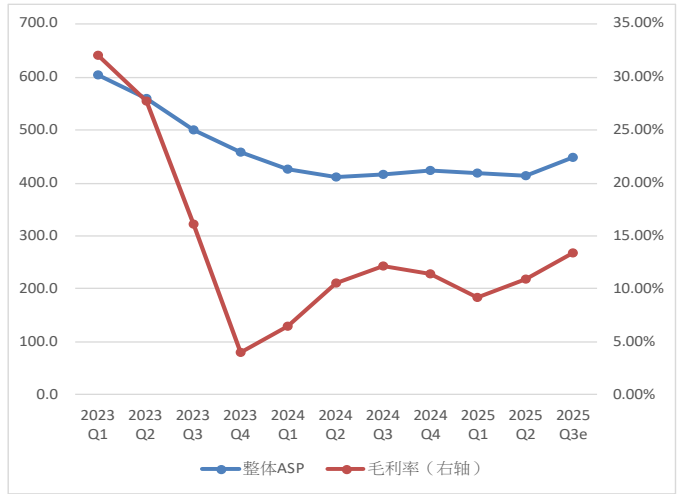
资料来源：彭博，第一上海整理

图表 4：公司季度利润及同比增速



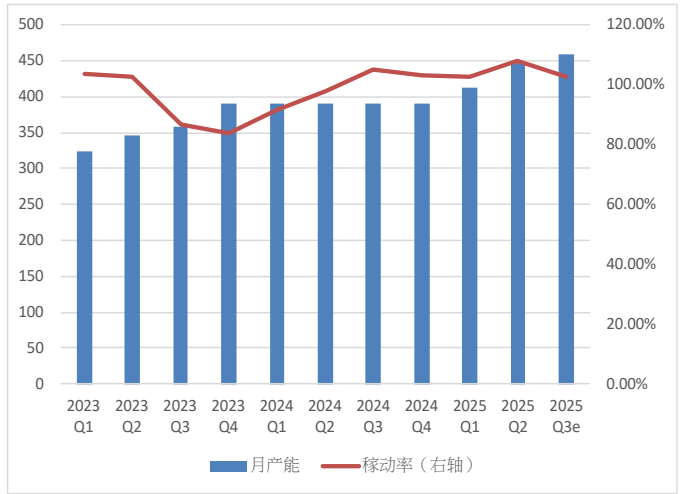
资料来源：彭博，第一上海整理

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	2,458,804	2,935,267	3,385,869	盈利能力					
毛利	487,096	205,128	297,679	473,749	614,361	毛利率 (%)	21.3%	10.2%	12.1%	16.1%	18.1%
其他业务净额	110,807	115,638	103,616	124,000	124,000	EBITDA 利率 (%)	33.7%	25.3%	30.0%	31.6%	33.2%
销售及管理费用	-333,057	-360,904	-400,485	-455,500	-506,526	净利率 (%)	5.5%	-7.0%	-3.5%	2.2%	3.0%
运营利润	264,846	-40,138	810	142,250	231,835	营运表现					
财务开支	-100,497	-97,113	-85,079	-98,042	-109,025	销售及管理费用/收入	14.6%	18.0%	16.3%	15.5%	15.0%
联营公司等	9,230	3,459	2,543	2,600	2,600	实际税率 (%)	27.2%	-4.9%	-4.6%	20.0%	20.0%
税前盈利	173,579	-133,792	-81,726	78,989	125,410	股息支付率 (%)	11.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税	-47,154	-6,593	-3,729	-15,798	-25,082	库存周转	104.3	71.0	72.0	74.0	74.0
净利润	126,425	-140,385	-85,455	63,191	100,328	应收账款天数	54.0	72.0	73.0	74.0	74.0
少数股东应占利润	-153,609	-198,493	-182,665	-164,000	-164,000	应付账款天数	47.9	65.0	66.0	67.0	67.0
本公司股东应占利润	280,034	58,108	97,210	227,191	264,328	财务状况					
折旧及摊销	-495,653	-544,277	-733,133	-782,302	-889,224	总负债/总资产	0.27	0.28	0.29	0.29	0.30
EBITDA	769,729	507,598	736,485	927,151	1,123,659	收入/净资产	0.36	0.32	0.37	0.44	0.49
增长						经营性现金流/收入	0.18	0.23	0.26	0.15	0.30
总收入 (%)	-7.7%	-12.3%	22.7%	19.4%	15.4%	税前盈利对利息倍	1.73	-1.38	-0.96	0.81	1.15
EBITDA (%)	-22.2%	-34.1%	45.1%	25.9%	21.2%						

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	3,344,941	2,221,623	1,575,421	EBITDA	769,729	507,598	736,485	927,151	1,123,659
应收账款	278,669	270,461	330,740	477,130	513,449	净融资成本	100,497	97,113	85,079	98,042	109,025
存货	449,749	467,060	385,548	612,547	511,243	营运资金变化	-221,834	102,865	21,233	-373,389	64,984
其他流动资产	255,956	635,850	635,850	253,529	253,529	所得税	-71,505	-57,437	12,945	-12,512	-55,540
总流动资产	6,569,555	5,832,503	4,697,079	3,564,828	2,853,643	其他	-161,734	-190,644	-208,538	-192,461	-235,625
固定资产	3,519,292	5,859,117	7,241,711	8,440,222	9,331,230	营运现金流	415,153	459,495	647,205	446,832	1,006,503
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	-1,775,332
长期投资	139,099	139,799	139,799	139,799	139,799	其他投资活动	-110,644	-98,732	120,916	124,000	124,000
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	-1,988,683	-1,851,332	-1,651,332
总资产	10,943,420	12,415,108	12,662,278	12,728,538	12,908,361	负债变化	-106,570	-105,736	-85,079	-98,042	-109,025
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	0
短期银行借款	193,035	280,704	280,704	280,704	280,704	股息	-0	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	107,653
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	227,287	281,182	-1,372
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	-1,114,191	-1,123,318	-646,201
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	3,344,941	2,221,623
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	0
少数股东权益	1,713,549	2,659,593	2,476,928	2,312,928	2,148,928	期末持有现金	5,358,639	4,459,132	3,344,941	2,221,623	1,575,421
股东权益	6,300,995	6,247,026	6,571,101	6,695,600	6,933,661						
每股账面值(摊薄)	4.24	3.63	3.80	3.87	4.00						
营运资产	5,597,168	4,270,265	3,134,841	2,002,590	1,291,405						

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。