

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	83.00
总股本/流通股本(亿股)	17.34 / 4.08
总市值/流通市值(亿元)	1,439 / 338
52周内最高/最低价	85.71 / 27.57
资产负债率(%)	28.7%
	香港中央结算(代理人)
第一大股东	有限公司 (HKSCC NOMINEES LIMITED)

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
分析师: 翟一梦
SAC 登记编号: S1340525040003
Email: zhaiyimeng@cnpsec.com

华虹公司(688347)

拟并购华力微五厂，特色工艺协同发展

● 投资要点

25Q2 毛利率环比改善，模拟与电源管理平台增长强劲。公司 2025Q2 销售收入达 5.66 亿美元，符合指引预期；毛利率为 10.9%，优于指引。销售收入和毛利率均实现环比增长，产能利用率亦创下近几个季度以来的新高。在工艺平台业务发展方面，受益于国产供应链趋势、AI 服务器及周边应用需求持续增长，模拟与电源管理平台业绩表现最为突出，上半年营收同比、环比均保持两位数增长。嵌入式非易失性存储器平台 55nm eFlash MCU 产品进入规模量产阶段并更好的服务于客户，其高速与低功耗标准能更好地满足物联网、安防、汽车电子等应用领域的需求。独立式非易失性存储器平台 48nm NOR Flash 产品已进入大规模量产阶段。功率器件方面，由于部分泛新能源及消费电子产品需求增长，深沟槽式超级结 MOSFET 平台，营收同比、环比亦呈两位数增长。同时，12 英寸扩铂 (Pt) 工艺开发完成，体二极管性能改善显著，超级结平台性能竞争力得到进一步提升，为客户产品升级提供了有力的支撑。IGBT 平台研发、量产协同，持续推出新的工艺，如 Super IGBT 技术，具有更高的频率、更高的电流密度等性能优势，已进入量产推广，为行业客户产品竞争力提供强有力的技术支持。

拟并购华力微五厂，特色工艺协同发展。2025 年 9 月，公司公告发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，拟向华虹集团、上海集成电路基金、大基金二期、国投先导基金发行股份及支付现金形式购买华力微 97.4988% 股权，并通过子公司华虹宏力间接持有华力微 2.5012% 股权，从而直接及间接合计持有华力微 100% 股权。华力微五厂主要为客户提供 12 英寸集成电路晶圆代工服务，拥有 3.8 万片/月产能，为通信、消费电子等终端应用领域提供完整技术解决方案，与公司均拥有 65/55nm、40nm 制程代工工艺。通过本次交易，公司将进一步提升 12 英寸晶圆代工产能，双方的优势工艺平台可实现深度互补，共同构建覆盖更广泛应用场景、更齐全技术规格的晶圆代工及配套服务，能够为客户提供更多样的技术解决方案，丰富产品体系。同时，通过研发资源整合与核心技术共享，双方有望在工艺优化、良率提升、器件结构创新等方面产生协同效应，加速技术创新迭代，共同提升在逻辑工艺、特色工艺领域的技术壁垒与核心竞争力。另外，公司将通过整合管控实现一体化管理，在内部管理、工艺平台、定制设计、供应链等方面实现深层次的整合，通过降本增效实现规模效应，提升市场占有率与盈利能力。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 169/198/229 亿元，实现归母净利润分别为 6.69/11.09/15.24 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示

未能紧跟工艺节点、工艺平台等技术迭代的风险，消费电子、工业、新能源等行业需求下降的风险，主营业务毛利率波动风险，市场竞争加剧的风险，宏观经济波动和行业周期性的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14388	16915	19842	22887
增长率(%)	-11.36	17.56	17.31	15.35
EBITDA（百万元）	3183.07	6329.71	8744.85	11117.52
归属母公司净利润（百万元）	380.58	669.13	1109.10	1523.92
增长率(%)	-80.34	75.82	65.75	37.40
EPS(元/股)	0.22	0.39	0.64	0.88
市净率（P/B）	3.30	3.25	3.17	3.07
EV/EBITDA	19.90	22.26	16.61	13.39

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

.1 相对估值

我们参考 A 股晶圆代工公司（中芯国际，晶合集成，华润微，燕东微，芯联集成，赛微电子）进行相对估值分析，其中燕东微暂无一致盈利预测，其他几家参考公司 2025 年 iFind 一致预期 PB 均值为 3.67x。

公司致力于特色工艺技术的持续创新，围绕嵌入式/独立式非易失性存储器、功率器件、模拟与电源管理、逻辑与射频、图像传感器等特色工艺平台打造研发核心竞争力。在经年累月的研发与生产中积累了大量特色工艺领域宝贵的工艺经验，并对该部分核心技术申请了专利保护。截至 2025H1 报告期末，公司累计获授权的国内外专利达到 4,735 项。公司持续强化核心竞争力，一方面，围绕“8 英寸+12 英寸”战略继续推进无锡十二英寸产线建设，华虹制造项目完成首批产能建设，第二阶段扩产至 83K 产能已完成所需的设备选型和商务流程，预计将比原计划提前完成项目整体建设。另一方面，围绕先进“特色 IC+Power Discrete”战略，在各工艺平台上均持续进行重点工艺突破及稳步迭代升级，结合市场与客户战略，为下游应用提供优质、丰富的工艺性能和产品组合。2025 年 9 月，公司公告发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，拟通过发行股份及支付现金方式向华虹集团等 4 名交易对方购买其合计持有的华力微 97.4988%股权，本次交易将进一步提升公司 12 英寸晶圆代工产能，双方的优势工艺平台可实现深度互补，共同构建覆盖更广泛应用场景、更齐全技术规格的晶圆代工及配套服务，维持“买入”评级。

图表1：相对估值表（可比公司数据来自 iFind 一致性预期，华虹公司每股净资产预测值采用中邮证券研究所预测值）

2025/9/21										
证券简称	证券代码	收盘价 (元)	每股净资产 (元)				PB			
			最新公告	2025E	2026E	2027E	最新公告	2025E	2026E	2027E
中芯国际	688981.SH	121.34	18.87	19.37	20.13	21.00	6.43	6.26	6.03	5.78
晶合集成	688249.SH	23.57	10.48	10.80	11.30	11.80	2.25	2.18	2.09	2.00
华润微	688396.SH	49.70	17.10	17.50	18.34	19.39	2.91	2.84	2.71	2.56
芯联集成	688469.SH	5.64	2.14	1.74	1.77	1.84	2.63	3.24	3.19	3.06
赛微电子	300456.SZ	26.44	6.96	6.90	7.28	7.93	3.80	3.83	3.63	3.33
均值								3.67	3.53	3.35
华虹公司	688347.SH	83.00	25.26	25.51	26.15	27.03	3.29	3.25	3.17	3.07

资料来源：iFind，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	14388	16915	19842	22887	营业收入	-11.4%	17.6%	17.3%	15.3%
营业成本	11880	14057	16108	18099	营业利润	-184.0%	12.5%	85.2%	558.2%
税金及附加	94	110	133	153	归属于母公司净利润	-80.3%	75.8%	65.8%	37.4%
销售费用	69	71	81	92	获利能力				
管理费用	813	846	952	1053	毛利率	17.4%	16.9%	18.8%	20.9%
研发费用	1625	1861	1925	2060	净利率	2.6%	4.0%	5.6%	6.7%
财务费用	209	197	194	266	ROE	0.9%	1.5%	2.4%	3.3%
资产减值损失	-923	-900	-900	-900	ROIC	-1.0%	-0.7%	0.1%	1.0%
营业利润	-989	-865	-128	586	偿债能力				
营业外收入	1	1	2	2	资产负债率	28.7%	28.9%	31.0%	31.5%
营业外支出	0	0	0	1	流动比率	3.73	2.65	1.91	1.59
利润总额	-988	-865	-127	588	营运能力				
所得税	44	-121	-16	43	应收账款周转率	9.02	9.86	10.07	9.94
净利润	-1032	-743	-111	544	存货周转率	2.53	2.92	3.42	3.88
归母净利润	381	669	1109	1524	总资产周转率	0.18	0.19	0.22	0.25
每股收益(元)	0.22	0.39	0.64	0.88	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.22	0.39	0.64	0.88
货币资金	32495	19477	15281	11915	每股净资产	25.15	25.51	26.15	27.03
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	2003	2217	2672	3023	PE	378.09	215.04	129.74	94.42
预付款项	45	72	72	87	PB	3.30	3.25	3.17	3.07
存货	4953	4674	4752	4569	现金流量表				
流动资产合计	41926	29508	25874	22702	净利润	-1032	-743	-111	544
固定资产	28634	44455	53521	60014	折旧和摊销	3973	6997	8678	10264
在建工程	13484	9090	6233	4377	营运资本变动	-479	-2028	970	-447
无形资产	643	614	580	540	其他	1146	1390	1457	1469
非流动资产合计	46009	57584	63746	68322	经营活动现金流净额	3608	5616	10993	11830
资产总计	87935	87092	89620	91024	资本开支	-19781	-18390	-14841	-14840
短期借款	0	0	0	0	其他	478	-156	16	18
应付票据及应付账款	2191	2296	2801	3052	投资活动现金流净额	-19303	-18546	-14825	-14822
其他流动负债	9039	8842	10776	11188	股权融资	8420	0	0	0
流动负债合计	11230	11138	13578	14240	债务融资	751	511	200	200
其他	13985	14017	14217	14417	其他	-1046	-573	-565	-573
非流动负债合计	13985	14017	14217	14417	筹资活动现金流净额	8126	-62	-365	-373
负债合计	25215	25155	27794	28656	现金及现金等价物净增加额	-7504	-13018	-4196	-3366
股本	33931	33931	33931	33931					
资本公积金	5831	5831	5831	5831					
未分配利润	1564	2107	3048	4342					
少数股东权益	19118	17706	16486	15506					
其他	2276	2363	2529	2758					
所有者权益合计	62721	61937	61825	62368					
负债和所有者权益总计	87935	87092	89620	91024					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人都可能）本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048