

科技	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 79.45	港元 91.00个	+14.5%

2025 年 11 月 7 日

华虹半导体 (1347 HK)

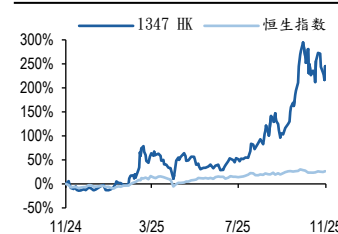
3Q25 毛利率再次超预期，九厂产能继续推进

- 3Q25 营收符合预期，毛利率超预期：**3Q25 营收 6.35 亿美元，符合我们/市场预期，毛利率 13.5%，超过我们预期（11.6%）和之前指引上限（12%）。2Q25 以来公司毛利率呈上升趋势，管理层认为主要来自产能利用率提高/降费/单价提升等因素。管理层指引 4Q25 收入 6.5-6.6 亿美元，毛利率 12-14%。产能和资本支出方面，我们测算九厂一期（9A 厂）产能约为 3.4 万片每月（12 寸），环比增加近 0.9 万片每月。管理层预测 9A 厂到 2026 年中达到 6-6.5 万片每月产能。我们维持之前观点，即新管理层加速 9A 厂产能爬坡进度，并在 2026 年底完成近 8 万片 9A 厂产能建设。用于该厂建设的总共 67 亿美元投资，或在 2025 年底前支出超过 50 亿美元。2026 年或将支出剩余 13-15 亿美元。我们预测 2026 年用于 3 座 8 寸晶圆厂的资本开支（主要用于维护）或维持在 1.2 亿美元左右，但管理层本次没有透露 9A 厂之后新产能的投资计划。我们认为公司或继续积极扩产。
- ASP 环比提升超 5%：**管理层之前提到公司对各个平台自 2Q25 开始普遍涨价，并在 3Q25 开始显现作用。我们测算 3Q25 环比 ASP 提升超 5%。我们认为各平台需求同比均有不同程度改善。管理层提到公司与存储器相关的嵌入式 NVM（eNVM）和独立 NVM 平台主要涉及 NOR Flash 存储器产品，与近期价格快速上升的 NAND 和 DRAM 产品或有不同价格/周期动态规律。但管理层认为总体存储器市场下游需求旺盛。PMIC 产品继续受到 AI 服务器正面影响，收入同比增长超 32%。管理层称或继续寻求积极调整价格，但未量化提价幅度。考虑到公司接近满产，我们认为，管理层策略或是对需求旺盛的平台进行产能倾斜，而单价上升或能帮助公司毛利率继续稳步上涨。管理层指五厂交易仍在谈判过程中，或在 2026 年 8 月前完成交割。
- 维持买入评级：**我们预测 4Q25 公司营收/毛利率在 6.56 亿美元/13.6%（前值 6.79 亿美元/12.1%）。调整 2025/26/27 年收入预测至 24.0/28.4/32.6 亿美元（前值 24.3/29.2/33.1 亿美元）。调整 2025/26/27 年毛利率至 11.9%/14.3%/16.8%（前值 11.1%/14.5%/16.8%）。考虑到南向资金对国产半导体核心资产的持续关注，微调目标价到 91 港元，对应 3.1 倍 2026 年市账率（前值 3.1 倍 2025 年市账率），维持**买入**。

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)	91.50
52周低位 (港元)	19.42
市值 (百万港元)	105,485.77
日均成交量 (百万)	56.97
年初至今变化 (%)	266.97
200天平均价 (港元)	48.30

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	2,398	2,837	3,263
同比增长 (%)	-7.7	-12.3	19.7	18.3	15.0
净利润 (百万美元)	280	58	63	188	248
每股盈利 (美元)	0.19	0.03	0.04	0.11	0.14
同比增长 (%)	-45.1	-82.1	7.7	197.4	32.0
前EPS预测值 (美元)			0.04	0.11	0.15
调整幅度 (%)			-17.3	1.1	-2.6
市盈率 (倍)	53.9	302.0	280.5	94.3	71.4
每股账面净值 (美元)	4.26	3.64	3.73	3.81	3.94
市账率 (倍)	2.40	2.81	2.74	2.68	2.59

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，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：华虹半导体 3Q25 业绩

百万美元	3Q25	3Q24	同比	2Q25	环比	实际值	交银国际 预测	差异	VA 预测	差异
营业收入	635	526	21%	566	12%	635	639	(1%)	632	0%
毛利润	86	64	34%	62	39%	86	74	16%	73	18%
净利润	25.73	44.82	(43%)	7.95	224%	25.73	32	(19%)	26	1%
基本每股收益 (美元)	0.015	0.026	(43%)	0.005	223%	0.015	0.018	(19%)	0.015	(0%)
利润率	3Q25	3Q24	同比 百分点	2Q25	环比 百分点	实际值	交银国际 预测	差异 百分点	VA 预测	差异 百分点
毛利率	13.5%	12.2%	1.4	10.9%	2.6	13.5%	11.6%	2.0	11.5%	2.0
净利率	4.1%	8.5%	(4.5)	1.4%	2.6	4.1%	4.9%	(0.9)	4.0%	0.0

资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际预测

图表 2：交银国际预测调整

百万美元	2025E			2026E			2027E		
	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	2,398	2,426	(1%)	2,837	2,916	(3%)	3,263	3,308	(1%)
毛利润	286	268	7%	407	423	(4%)	547	557	(2%)
营业利润	(99)	(113)	(12%)	(4)	15	(129%)	103	118	(13%)
净利润	63	76	(16%)	188	184	2%	248	252	(2%)
基本 EPS(美元)	0.036	0.044	(17%)	0.108	0.107	1%	0.143	0.147	(3%)
利润率			百分点			百分点			百分点
毛利率	11.9%	11.1%	0.9	14.3%	14.5%	(0.2)	16.8%	16.8%	(0.1)
营业费用率	16.1%	15.7%	0.4	14.5%	14.0%	0.5	13.6%	13.3%	0.3
营业利润率	(4.1%)	(4.7%)	0.5	(0.1%)	0.5%	(0.6)	3.2%	3.6%	(0.4)
净利率	2.6%	3.1%	(0.5)	6.6%	6.3%	0.3	7.6%	7.6%	(0.0)

资料来源：交银国际预测

图表 1：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 2：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
1810 HK	小米集团	买入	42.24	60.00	42.0%	2025 年 08 月 21 日	消费电子
1347 HK	华虹半导体	买入	79.45	91.00	14.5%	2025 年 11 月 07 日	晶圆代工
TSM US	台积电	买入	289.24	360.00	24.5%	2025 年 10 月 17 日	晶圆代工
981 HK	中芯国际	买入	75.45	90.00	19.3%	2025 年 10 月 14 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	188.08	240.00	27.6%	2025 年 10 月 31 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	237.70	275.00	15.7%	2025 年 11 月 06 日	半导体设计
603501 CH	豪威集团	买入	125.77	180.00	43.1%	2025 年 04 月 30 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	71.30	76.00	6.6%	2025 年 10 月 31 日	半导体设计
002371 CH	北方华创	买入	413.75	500.00	20.8%	2025 年 11 月 04 日	半导体设备
688012 CH	中微公司	买入	309.14	325.00	5.1%	2025 年 11 月 03 日	半导体设备

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 11 月 7 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	2,398	2,837	3,263
主营业务成本	(1,799)	(1,799)	(2,111)	(2,430)	(2,716)
毛利	487	205	286	407	547
销售及管理费用	(127)	(154)	(164)	(181)	(195)
研发费用	(207)	(207)	(222)	(230)	(250)
经营利润	154	(156)	(99)	(4)	103
财务成本净额	(91)	(94)	(78)	(78)	(78)
其他非经营净收入/费用	111	116	108	109	111
税前利润	174	(134)	(69)	27	136
税费	(47)	(7)	(24)	1	2
非控股权益	154	198	157	160	110
净利润	280	58	63	188	248
作每股收益计算的净利润	280	58	63	188	248

资产负债表 (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	3,143	2,499	2,379
应收账款及票据	279	270	265	314	361
存货	450	467	543	625	699
其他流动资产	256	636	779	916	1,049
总流动资产	6,570	5,833	4,731	4,354	4,488
物业、厂房及设备	3,519	5,859	6,922	7,799	8,387
其他有形资产	79	78	65	65	65
无形资产	50	31	32	22	15
长期应收收入	139	140	162	178	196
其他长期资产	587	474	643	643	643
总长期资产	4,374	6,583	7,824	8,707	9,306
总资产	10,943	12,415	12,555	13,062	13,794
短期贷款	193	281	358	537	805
应付账款	235	298	292	336	375
其他短期负债	544	983	773	928	1,114
总流动负债	972	1,562	1,423	1,800	2,294
长期贷款	1,907	1,917	2,057	2,057	2,057
其他长期负债	50	29	33	33	33
总长期负债	1,956	1,946	2,090	2,090	2,090
总负债	2,929	3,508	3,513	3,890	4,384
股本	4,934	4,938	4,985	4,995	5,005
储备及其他资本项目	1,367	1,309	1,498	1,617	1,845
股东权益	6,301	6,247	6,483	6,612	6,850
非控股权益	1,714	2,660	2,560	2,560	2,560
总权益	8,015	8,907	9,043	9,172	9,410

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)	(69)	27	136
折旧及摊销	500	556	791	1,138	1,449
营运资本变动	(109)	0	(93)	(69)	(29)
利息调整	100	97	78	78	78
其他经营活动现金流	(24)	(101)	(63)	0	0
经营活动现金流	642	419	644	1,174	1,635
资本开支	(907)	(2,739)	(2,190)	(2,005)	(2,030)
投资活动	(8)	(1)	(22)	(16)	(18)
其他投资活动现金流	82	109	55	0	0
投资活动现金流	(833)	(2,631)	(2,158)	(2,021)	(2,048)
负债净变动	191	98	217	179	268
权益净变动	2,940	9	10	10	10
股息	0	14	14	14	14
其他融资活动现金流	651	1,029	(79)	0	0
融资活动现金流	3,782	1,150	162	203	292
汇率收益/损失	(14)	5,585	37	0	0
年初现金	2,009	(64)	4,459	3,143	2,499
年末现金	5,585	4,459	3,143	2,499	2,379

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	0.036	0.108	0.143
每股账面值	4.263	3.638	3.733	3.808	3.945
利润率分析(%)					
毛利率	21.3	10.2	11.9	14.3	16.8
EBITDA利润率	33.9	25.9	33.5	43.9	51.0
EBIT利润率	12.0	(1.8)	0.5	3.8	6.6
净利率	12.2	2.9	2.6	6.6	7.6
盈利能力(%)					
ROA	3.1	0.5	0.5	1.5	1.8
ROE	4.6	0.7	0.7	2.1	2.7
ROIC	1.1	(1.5)	(1.2)	(0.0)	0.9
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	1.0	5.1
流动比率	6.8	3.7	3.3	2.4	2.0
存货周转天数	104.3	93.0	87.3	87.8	89.0
应收账款周转天数	45.5	50.0	40.8	37.3	37.7
应付账款周转天数	47.9	54.2	51.0	47.1	47.8

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、捷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、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司及协创数据技术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，在参与有关报告内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。