

买入

2025 年 11 月 10 日

经营持续向好

- 均价和毛利率均实现改善:** 3Q25 收入创历史新高至 6.35 亿美元，同比+20.7%，环比+12.2%，符合指引中值，增长贡献来自于均价提升和高稼动率，单季度毛利率 13.5%，环比提升 2.6pcts，高于指引上限，本季度晶圆代工均价约 436 美元，同环比均+5.2%，提价以及降本增效抵消了折旧压力，股东净利润 0.25 亿美元，同比+43%，环比+224%，4Q25 收入指引约为 6.5-6.6 亿美元，毛利率 12-14%。
- 产品组合持续优化:** 各工艺平台收入均正增长。嵌入式非易失存储收入同比+20.4%，环比+13.1%，增速明显加快，主要为 MCU 产品带动，下游工业及汽车客户需求仍保持强劲，独立式非易失存储收入同比+106.6%，环比+119.5%，本季度 55nm NOR FLASH 和 MCU 开始量产贡献，40nm MCU 开始风险试产；功率器件收入同比+3.5%，环比+1.4%，仍处于慢复苏阶段，公司已开始布局 GaN 产品来应对未来竞争；模拟及电源收入同比+32.8%，环比+2.2%，主要仍为 BCD 平台电源管理芯片高景气度带动；逻辑与射频收入同比+5.3%，环比+18.3%。我们持续看好公司先进工艺产品的迭代放量，调整公司 2025/27 年晶圆代工均价至 438/484/500 美元（原 444/474/493 美元）以及毛利率为 12.7%/17.8%/20.1%（原 12.1%/16.1%/18.1%）。
- 稼动率持续高企，新旧 12 寸厂有望良性协同:** 本季度末月产能环比+5%至 468K，总产能利用率 109.5%，环比提升 1.2pct，FAB9A 正常推进，目前已达成近 40K 片月产能规模，预计明年中达成 60-65K 片月产能规模。FAB5 有望在明年下半年实现并表，预计对公司带来 6-7 亿美元的增量收入贡献以及更好的利润表现（FAB5 厂 2011 年投运，目前已为折旧末期），FAB5 厂有望和公司 FAB7 和 FAB9A 实现更好的协同效应，进一步释放规模效益，考虑到 26 年下半年 FAB5 38K 片月产能的并表贡献，我们上调公司 2026/27 年收入至 34.6/42.4 亿美元。
- 提升目标价 105 港元，买入评级:** 基于 26 年 FAB5 的并表（假设增发 5% 股份），我们上调公司 2025-27 年股东净利润至 0.8/2.5/3.2 亿美元，每股盈利调整为 0.05/0.13/0.18 美元，调整未来十二个月目标价至 105 港元，相当于 2025 年 3.5 倍预测市净率，为近十年市净率高位水平，公司属于半导体国产替代大趋势下的最受益且最稀缺标的，未来 3 年业绩持续向好，估值中枢应逐步提升。
- 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	79.45
目标价	105 港元 (+32.16%)
股票代码	1347
已发行股本	17.35 亿股
市值	1054.86 亿港元
52 周高/低	99.50/19.14 港元
每股净资产	28.92 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	2,462,681	3,459,342	4,237,242
变动	-7.7%	-12.3%	22.9%	40.5%	22.5%
毛利率	21.3%	10.2%	12.6%	18.0%	20.6%
股东净利润（千美元）	280,034	58,108	80,330	246,764	322,685
每股盈利（美元）	0.19	0.03	0.05	0.13	0.18
变动	-45.1%	-82.1%	36.7%	182.6%	35.3%
基于79.45港元的市盈率（估）	53.4	298.1	218.0	77.2	57.0
基于79.45港元的市净率（估）	2.4	2.8	2.7	2.7	2.6
每股派息（港元）	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现

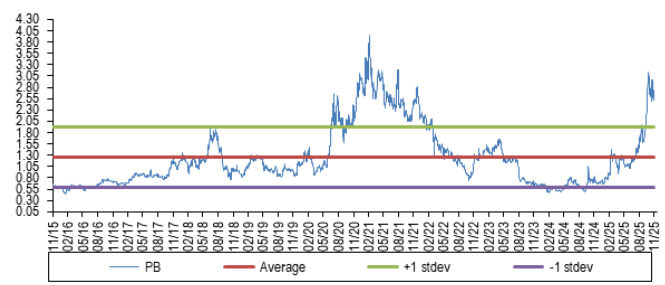


来源：Bloomberg

图表 1：同业估值对比（20251107）

		PE			PB		
		2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
2330.TT	台积电	23	19	15	7.0	5.8	4.6
981.HK	中芯国际	107	67	49	3.7	3.5	3.3
GFS.US	格罗方德	22	17	14	2.6	2.6	2.7
	均值	51	34	26	4.4	4.0	3.5
1347.HK	华虹半导体	218	77	57	2.7	2.7	2.6

图表 2：公司 H 股市净率（20251107）



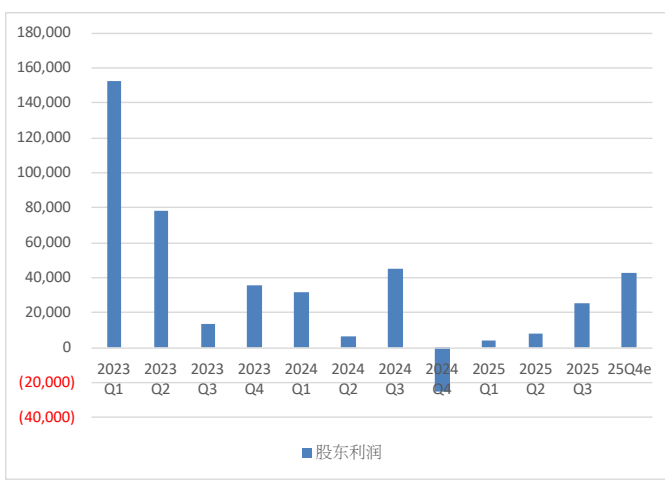
资料来源：彭博，第一上海整理

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



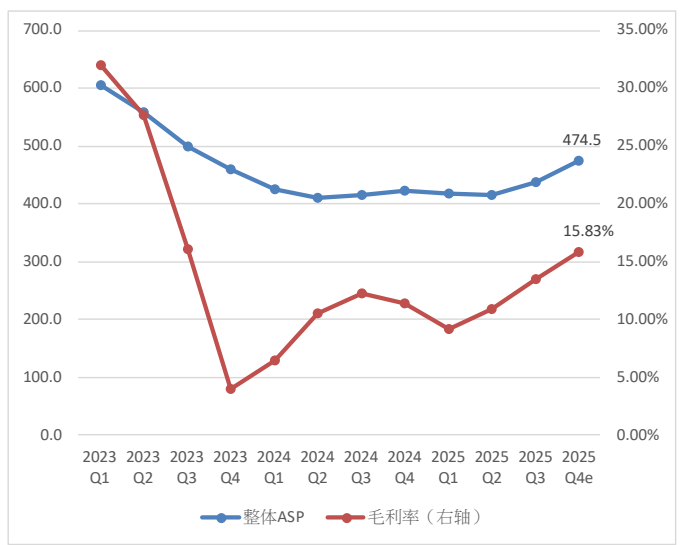
图表 4：公司季度利润



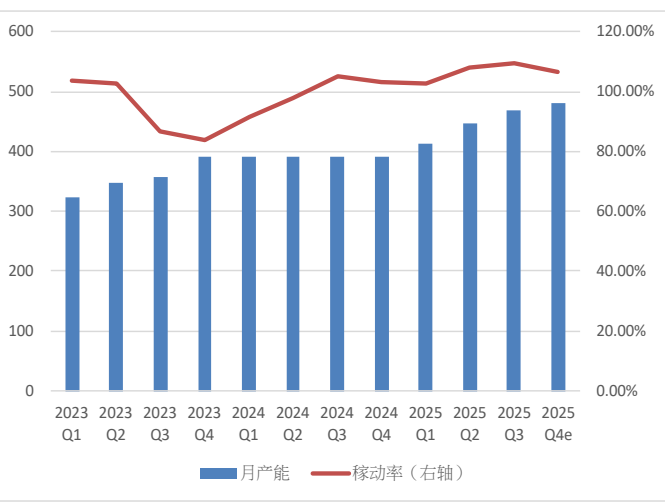
资料来源：彭博，第一上海整理

资料来源：彭博，第一上海整理

图表 5：公司整体 ASP 与毛利率变化及预期



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

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	2,462,681	3,459,342	4,237,242	盈利能力					
毛利	487,096	205,128	311,518	622,117	871,976	毛利率 (%)	21.3%	10.2%	12.6%	18.0%	20.6%
其他业务净额	110,807	115,638	107,774	124,000	124,000	EBITDA 利率 (%)	33.7%	25.3%	30.5%	28.4%	29.8%
销售及管理费用	(333,057)	(360,904)	(406,057)	(555,005)	(631,349)	净利率 (%)	5.5%	-7.0%	-3.2%	3.7%	4.8%
运营利润	264,846	(40,138)	13,236	191,112	364,627						
财务开支	(100,497)	(97,113)	(79,974)	(104,296)	(118,643)	营运表现					
联营公司等	9,230	3,459	4,929	7,372	7,372	销售及管理费用/厘	14.6%	18.0%	16.5%	16.0%	14.9%
税前盈利	173,579	(133,792)	(61,809)	158,455	253,356	实际税率 (%)	27.2%	-4.9%	-28.2%	20.0%	20.0%
所得税	(47,154)	(6,593)	(17,441)	(31,691)	(50,671)	股息支付率 (%)	11.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	126,425	(140,385)	(79,250)	126,764	202,685	库存周转	104.3	71.0	72.0	74.0	74.0
少数股东应占利润	(153,609)	(198,493)	(159,580)	(120,000)	(120,000)	应收账款天数	54.0	72.0	73.0	74.0	74.0
本公司股东应占利润	280,034	58,108	80,330	246,764	322,685	应付账款天数	47.9	65.0	66.0	67.0	67.0
折旧及摊销	(495,653)	(544,277)	(733,133)	(782,302)	(889,224)						
EBITDA	769,729	507,598	751,298	980,786	1,261,223	财务状况					
增长						总负债/总资产	0.27	0.28	0.29	0.29	0.29
总收入 (%)	-7.7%	-12.3%	22.9%	40.5%	22.5%	收入/净资产	0.36	0.32	0.38	0.52	0.60
EBITDA (%)	-22.2%	-34.1%	48.0%	30.5%	28.6%	经营性现金流/收入	0.18	0.23	0.27	0.04	0.30
						税前盈利对利息倍	1.73	(1.38)	(0.77)	1.52	2.14

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	3,361,697	1,930,882	1,556,332	EBITDA	769,729	507,598	751,298	980,786	1,261,223
应收账款	278,669	270,461	332,290	688,081	647,712	净融资成本	100,497	97,113	79,974	104,296	118,643
存货	449,749	467,060	381,618	768,819	595,727	营运资金变化	(221,834)	102,865	23,613	(742,992)	213,460
其他流动资产	255,956	635,850	635,850	253,529	253,529	所得税	(71,505)	(57,437)	9,791	(25,099)	(55,540)
总流动资产	6,569,555	5,832,503	4,711,455	3,641,311	3,053,301	其他	(161,734)	(190,644)	(210,180)	(171,402)	(250,015)
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	654,495	145,589	1,287,771
无形资产	49,827	31,456	31,456	31,456	31,456						
长期投资	139,099	139,799	139,799	139,799	139,799	资本开支	(722,668)	(2,572,800)	(2,109,599)	(1,975,332)	(1,775,332)
银行存款及其他	665,647	552,233	552,233	552,233	552,233	其他投资活动	(110,644)	(98,732)	125,277	124,000	124,000
总资产	10,943,420	12,415,108	12,676,655	12,805,021	13,108,019	投资活动现金流	(833,312)	(2,671,532)	(1,984,322)	(1,851,332)	(1,651,332)
应付账款	235,410	298,372	298,372	298,372	298,372						
短期银行借款	193,035	280,704	280,704	280,704	280,704	负债变化	(106,570)	(105,736)	(79,974)	(104,296)	(118,643)
其他短期负债	543,942	983,162	983,162	983,162	983,162	股本变化	2,941,945	3,642	0	0	0
总短期负债	972,387	1,562,238	1,562,238	1,562,238	1,562,238	股息	(0)	0	0	0	0
长期银行借款	1,906,526	1,917,235	2,022,996	2,128,757	2,234,518	其他融资活动	946,371	1,252,219	312,366	379,224	107,653
其他负债	49,963	29,016	29,016	29,016	29,016	融资活动现金流	3,781,746	1,150,125	232,392	274,928	(10,990)
总负债	2,928,876	3,508,489	3,614,250	3,720,011	3,825,772						
少数股东权益	1,713,549	2,659,593	2,500,013	2,380,013	2,260,013	现金变化	3,363,587	(1,061,912)	(1,097,435)	(1,430,815)	(374,551)
股东权益	6,300,995	6,247,026	6,562,362	6,704,270	7,016,949	期初持有现金	2,008,765	5,585,181	4,459,132	3,361,697	1,930,882
每股账面值(摊薄)	4.24	3.63	3.79	3.77	3.86	汇兑变化	(13,713)	(64,137)	0	0	0
营运资产	5,597,168	4,270,265	3,149,217	2,079,073	1,491,063	期末持有现金	5,358,639	4,459,132	3,361,697	1,930,882	1,556,332

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。