科技

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 94.15	港元 120.00↑	+27.5%

2026 年 2 月 23 日

华虹半导体 (1347 HK)

华虹九厂加速放量，维持买入

- **4Q25 营收接近指引上限**：4Q25 营收 6.599 亿美元，环比升 3.9%，接近之前指引上限。毛利率 13.0%，为之前指引（12-14%）中位数，环比降 0.5 个百分点。管理层提到，部分产线计提折旧增加抵消 ASP 和运营效率上升。管理层指引 1Q26 营收为 6.5-6.6 亿美元，指引毛利率 13-15%。管理层称华虹五厂收购进展顺利，收购帮助公司增加约 4 万片 12 寸 55/40nm 特殊工艺产能，协同效应优化销售网络，提高总体运营效率。

- **九厂产能加速放量，PMIC/MCU 推到需求继续保持强劲**：产能方面，截至 2025 年末产能为 486kwpm 8 英寸等效产能。我们计算九厂 2025 年增加 42kwpm 12 寸等效产能。管理层指引九厂一期全面量产时间或小于两年，我们预测九厂 2026 年底总产能或达到 83kwpm 12 寸等效产能（即 2026 年增产 41kwpm）。我们认为新管理层上任后或实现了九厂一期的产能加速上量，达到满产节奏快于我们之前预期。一期总投资 67 亿美元中或有剩余约 13 亿美元用于 2026 年剩余产能上量。管理层指出九厂二期年后开始厂房建筑。我们预测二期或从 1Q27 之后开始贡献产能。2025 年资本开支为 18.1 亿美元，同比降 34%。我们预测 2026/27 年资本开支分别为 16.2/24.0 亿美元。需求方面，2025 全年产能利用率处于 106.1%的高位，管理层指出与 AI 相关的 PMIC 产品，以及 MCU 相关的嵌入式 NVM 存储器，以及闪存/CIS 产品需求旺盛，推动整体需求处于高位。总体看，管理层认为 AI 对华虹产品需求影响总体为正面。存储器供不应求的溢出效应使得华虹逻辑/存储代工业务受益。

- **维持买入:** 我们预测 1Q26 营业收入/毛利率分别为 6.57 亿美元/14.0%。考虑到 2027 年公司或继续扩产确定性高，我们调整 2026/27 年收入到 28.43/33.49 亿美元（前值 28.37/32.63 亿美元）。我们预测公司 2026/27 年毛利率分别为 14.2%/16.2%（前值 14.3%/16.8%）。我们乐见九厂加速落地和继续扩产，维持**买入**评级，上调目标价到 120 港元，对应 3.9 倍 2026 年市净率。

财务数据一览

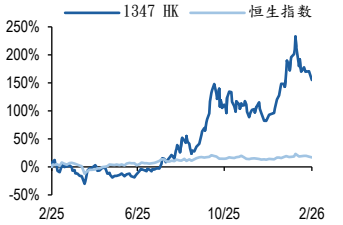
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万美元)	2,004	2,402	2,843	3,349	3,729
同比增长 (%)	-12.3	19.9	18.4	17.8	11.4
净利润 (百万美元)	58	55	190	269	353
每股盈利 (美元)	0.03	0.03	0.11	0.16	0.20
同比增长 (%)	-82.1	-6.2	247.0	41.3	31.1
前EPS预测值 (美元)			0.11	0.14	
调整幅度 (%)			1.7	8.8	
市盈率 (倍)	356.0	379.5	109.4	77.4	59.0
每股账面净值 (美元)	3.64	3.82	3.90	4.02	4.19
市账率 (倍)	3.31	3.15	3.09	3.00	2.88

资料来源：公司资料，交银国际预测

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)	122.70
52周低位 (港元)	25.75
市值 (百万港元)	125,206.32
日均成交量 (百万)	10.47
年初至今变化 (%)	26.72
200天平均价 (港元)	75.36

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

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 4Q25 业绩

百万美元	4Q25	4Q24	同比	3Q25	环比	实际值	交银国际预测	差异	VA 预测	差异
营业收入	660	539	22%	635	4%	660	656	1%	666	(1%)
毛利润	85	61	39%	86	(0%)	85	89	(4%)	92	(7%)
净利润	17	(25)	(169%)	26	(32%)	17	26	(32%)	29	(39%)
基本每股收益 (美元)	0.010	(0.015)	(169%)	0.015	(32%)	0.010	0.015	(32%)	0.017	(40%)
利润率	**4Q25**	**4Q24**	**同比 百分点**	**3Q25**	**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	13.0%	11.4%	1.6	13.5%	(0.5)	13.0%	13.6%	(0.6)	13.8%	(0.8)
净利率	2.6%	(4.7%)	7.3	4.1%	(1.4)	2.6%	3.9%	(1.3)	4.3%	(1.6)

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

	2026E			2027E			2028E
百万美元	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测
营业收入	2,843	2,837	0%	3,349	3,263	3%	3,729
毛利润	403	407	(1%)	542	547	(1%)	624
营业利润	(20)	(4)	379%	56	103	(45%)	138
净利润	190	188	1%	269	248	8%	353
基本 EPS(美元)	0.110	0.108	2%	0.156	0.143	9%	0.204
利润率			百分点			百分点	
毛利率	14.2%	14.3%	(0.2)	16.2%	16.8%	(0.6)	16.7%
营业费用率	14.9%	14.5%	0.4	14.5%	13.6%	0.9	13.0%
营业利润率	(0.7%)	(0.1%)	(0.6)	1.7%	3.2%	(1.5)	3.7%
净利率	6.7%	6.6%	0.1	8.0%	7.6%	0.4	9.5%

资料来源：交银国际预测

图表 3：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 4：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	35.36	50.00	41.4%	2025 年 11 月 20 日	消费电子
1347 HK	华虹半导体	买入	94.15	120.00	27.5%	2026 年 02 月 23 日	晶圆代工
981 HK	中芯国际	买入	67.70	91.00	34.4%	2026 年 02 月 12 日	晶圆代工
TSM US	台积电	买入	370.54	450.00	21.4%	2026 年 01 月 16 日	晶圆代工
AVGO US	博通	买入	332.65	460.00	38.3%	2025 年 12 月 15 日	半导体设计
NVDA US	英伟达	买入	189.82	245.00	29.1%	2025 年 11 月 21 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	200.15	275.00	37.4%	2025 年 11 月 06 日	半导体设计
603501 CH	豪威集团	买入	115.82	180.00	55.4%	2025 年 04 月 30 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	73.95	76.00	2.8%	2025 年 10 月 31 日	半导体设计
002371 CH	北方华创	买入	486.12	500.00	2.9%	2025 年 11 月 04 日	半导体设备
688012 CH	中微公司	买入	344.50	415.00	20.5%	2026 年 01 月 27 日	半导体设备

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2026 年 2 月 20 日

财务数据

损益表 (百万元美元)

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	2,004	2,402	2,843	3,349	3,729
主营业务成本	(1,799)	(2,119)	(2,441)	(2,807)	(3,104)
毛利	**205**	**283**	**403**	**542**	**624**
销售及管理费用	(154)	(201)	(193)	(206)	(187)
研发费用	(207)	(225)	(230)	(280)	(300)
经营利润	**(156)**	**(143)**	**(20)**	**56**	**138**
财务成本净额	(94)	(64)	(64)	(64)	(64)
其他非经营净收入/费用	116	118	119	122	124
税前利润	**(134)**	**(89)**	**35**	**114**	**198**
税费	(7)	(22)	(25)	(25)	(25)
非控股权益	198	166	180	180	180
净利润	**58**	**55**	**190**	**269**	**353**
作每股收益计算的净利润	58	55	190	269	353

资产负债简表 (百万元美元)

截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	4,459	4,961	4,720	4,240	4,799
应收账款及票据	270	282	334	393	438
存货	467	544	627	721	797
其他流动资产	636	819	964	1,129	1,254
总流动资产	**5,833**	**6,607**	**6,645**	**6,483**	**7,288**
物业、厂房及设备	5,859	6,676	7,239	8,228	8,524
其他有形资产	78	64	64	64	64
无形资产	31	36	24	17	12
长期应收收入	140	150	165	182	200
其他长期资产	474	920	920	920	920
总长期资产	**6,583**	**7,847**	**8,413**	**9,411**	**9,720**
总资产	**12,415**	**14,454**	**15,058**	**15,894**	**17,008**
短期贷款	281	404	606	908	1,363
应付账款	298	337	388	446	493
其他短期负债	983	1,116	1,339	1,607	1,928
总流动负债	**1,562**	**1,856**	**2,332**	**2,961**	**3,784**
长期贷款	1,917	2,787	2,787	2,787	2,787
其他长期负债	29	646	646	646	646
总长期负债	**1,946**	**3,433**	**3,433**	**3,433**	**3,433**
总负债	**3,508**	**5,290**	**5,766**	**6,394**	**7,217**
股本	4,938	4,987	4,997	5,007	5,017
储备及其他资本项目	1,309	1,625	1,744	1,941	2,222
股东权益	**6,247**	**6,613**	**6,741**	**6,948**	**7,239**
非控股权益	2,660	2,552	2,552	2,552	2,552
总权益	**8,907**	**9,164**	**9,293**	**9,500**	**9,791**

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	(134)	(89)	35	114	198
折旧及摊销	556	735	1,071	1,419	1,739
营运资本变动	0	8	(5)	7	123
利息调整	97	68	68	68	68
其他经营活动现金流	(101)	(73)	0	0	0
经营活动现金流	**419**	**650**	**1,170**	**1,608**	**2,128**
资本开支	(2,739)	(1,814)	(1,622)	(2,400)	(2,030)
投资活动	(1)	(10)	(15)	(17)	(18)
其他投资活动现金流	109	106	0	0	0
投资活动现金流	**(2,631)**	**(1,719)**	**(1,637)**	**(2,417)**	**(2,048)**
负债净变动	98	993	202	303	454
权益净变动	9	10	10	10	10
股息	14	15	15	15	15
其他融资活动现金流	1,029	481	0	0	0
融资活动现金流	**1,150**	**1,499**	**227**	**328**	**479**
汇率收益/损失	5,585	71	0	0	0
年初现金	**(64)**	**4,459**	**4,961**	**4,720**	**4,240**
年末现金	**4,459**	**4,961**	**4,720**	**4,240**	**4,799**

财务比率

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(美元)					
核心每股收益	0.034	0.032	0.110	0.156	0.204
每股账面值	3.638	3.825	3.899	4.019	4.187
利润率分析(%)					
毛利率	10.2	11.8	14.2	16.2	16.7
EBITDA利润率	25.9	29.7	41.3	47.8	53.8
EBIT利润率	(1.8)	(0.8)	3.6	5.4	7.1
净利率	2.9	2.3	6.7	8.0	9.5
盈利能力(%)					
ROA	0.5	0.4	1.3	1.7	2.1
ROE	0.7	0.6	2.1	2.9	3.7
ROIC	(1.5)	(1.4)	(0.0)	0.3	0.9
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	3.7	3.6	2.8	2.2	1.9
存货周转天数	93.0	87.1	87.6	87.6	89.3
应收账款周转天数	50.0	42.0	39.5	39.6	40.7
应付账款周转天数	54.2	54.7	54.2	54.2	55.2

交银国际
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：	分析员行业评级定义：
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**。	**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、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、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、拨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、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技術股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、寧波菲仕技術股份有限公司及智慧互通科技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及光大证券股份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、其联属公司、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、其联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，或可能以委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，而并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。