

买入

2026年04月02日

扩产提速，进一步量价齐升

- 收入稳步增长:** 公司全年收入 24 亿美元，同比+19.9%，整体毛利率 11.8%，同比提升 1.6pct，全年股东净利润 0.4 亿美元，同比-6.7%，其中 4Q25 交付晶圆量价齐升，单季收入再创历史新高至 6.6 亿美元（同比+22.4%，环比+3.9%），单季度毛利率 13%，同比+1.6pct，环比-0.5pct，归母净利润 0.18 亿美元。1Q26 收入指引 6.5-6.6 亿美元，毛利率 13-15%，仍有较大折旧压力。
- 各工艺平台全面增长:** 全年 eNVM/Snmv/功率器件/逻辑与射频/模拟与电源管理分部收入分别为 6.1/1.9/6.7/3.0/6.4 亿美元，分别同比增长 16.2%/44.2%/7.0%/9.1%/41.4%。其中 4Q25 单季度，eNVM 收入同比+31.3%，环比+12.9%，sNVM 收入同比+22.9%，环比-6.6%，闪存产品需求增长突出，模拟及电源收入同比+40.7%，环比+5.5%，AI 催生的电源管理产品需求仍保持旺盛，预计今年仍有持续涨价空间。逻辑及射频收入同比+19.2%，环比-0.9%，主要为 CIS 产品需求增长贡献，功率器件企稳慢复苏，收入同比+2.4%，环比-0.1%，主要为通用 MOSFET 产品需求增加。2025 年公司成功实现了 40nm eFlash、40nm 超低功耗特色工艺、BCD+eFlash 和功率氮化镓 (GaN) 等工艺突破，看好公司持续的产品迭代及放量。2026 年开年以来公司下游客户产品相继涨价，预计公司在今年有更充裕的晶圆代工提价空间，我们上调公司 2026-2028 年晶圆代工均价至 461/472/476 美元以及毛利率至 14.9%/17.3%/20.6%，以反映上下游各环节的通胀。
- 稼动率持续饱满，扩产提速:** 2026 年公司产能增量较大，FAB9A 产能爬坡进度提前，预计到 26 年底达成 6 万片月产能规划，FAB9B 项目已于 1Q26 开工，计划 1Q27 完工投产，规划 12 寸月产能 5.5 万片，再加上 3Q26 后并表的 FAB5 3.8 万片产能，我们预计到 2026 年底公司有望达成 62 万片月产能规模，同比增长约 28%。2025 年产能稼动率为 106.1%，基于良好的产能爬坡进度和客户导入，预计公司 2026 年稼动率仍将保持高位。
- 维持目标价 105 港元，买入评级:** 我们看好公司产能新增匹配订单回流以及海外客户的本地化生产，稼动率保持高位，同时在四大工艺平台技术持续迭代，不断拓展产品品类。我们预计公司 2026-28 年收入为 31.7/38.5/44.5 亿美元，股东净利润为 1.6/2.1/3.2 亿美元，维持未来十二个月目标价 105 港元，对应 2026 年 3.5 倍预测市净率，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	83.65
目标价	105 港元 (+25.5%)
股票代码	1347
已发行股本	17.38 亿股
H 股市值	1112.45 亿港元
52 周高/低	124.00 港元/25.15 港元
每股净资产	29.71
主要股东	华虹集团 20.07% 上海联合投资 10.87%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	24年实际	25年实际	26年预测	27年预测	28年预测
总营业收入 (千美元)	2,003,993	2,402,064	3,170,435	3,853,718	4,450,084
变动	-12.3%	19.9%	32.0%	21.6%	15.5%
毛利率	10.2%	11.8%	14.9%	17.3%	20.6%
股东净利润 (千美元)	58,108	54,881	161,137	212,744	326,110
每股盈利 (美元)	0.03	0.03	0.09	0.12	0.14
变动	-82.1%	-6.7%	181.0%	31.4%	16.1%
基于83.65港元的市盈率 (估)	313.8	336.2	119.7	91.1	78.4
基于83.65港元的市净率 (估)	2.9	2.8	2.8	2.7	2.6
每股派息 (港元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

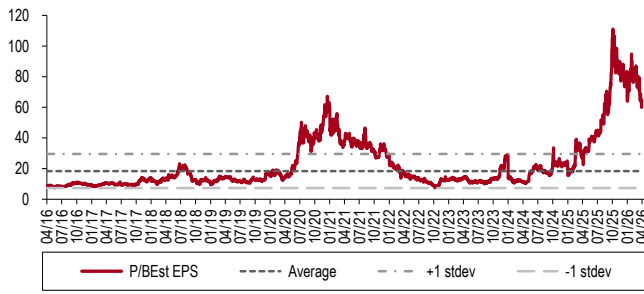
来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现

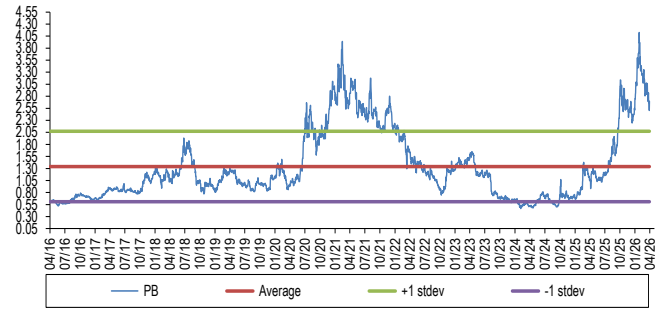


来源: Bloomberg

图表 1: 公司 H 股市盈率 (20260401)



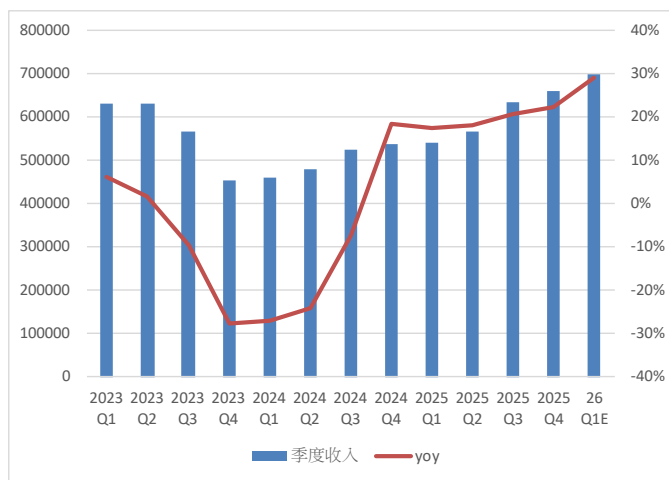
图表 2: 公司 H 股市净率 (20260401)



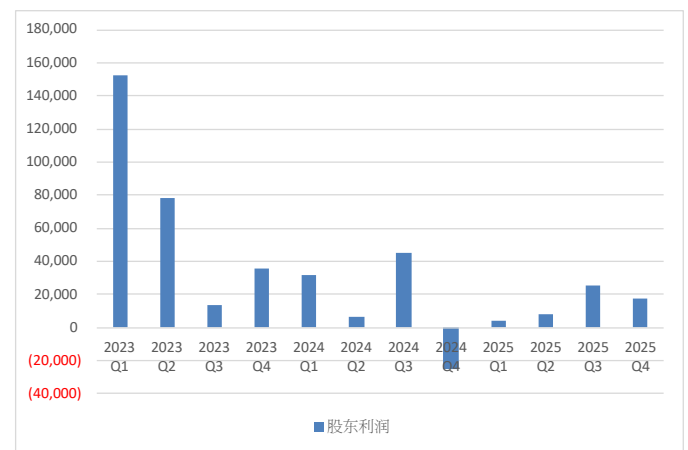
资料来源: 彭博, 第一上海整理

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



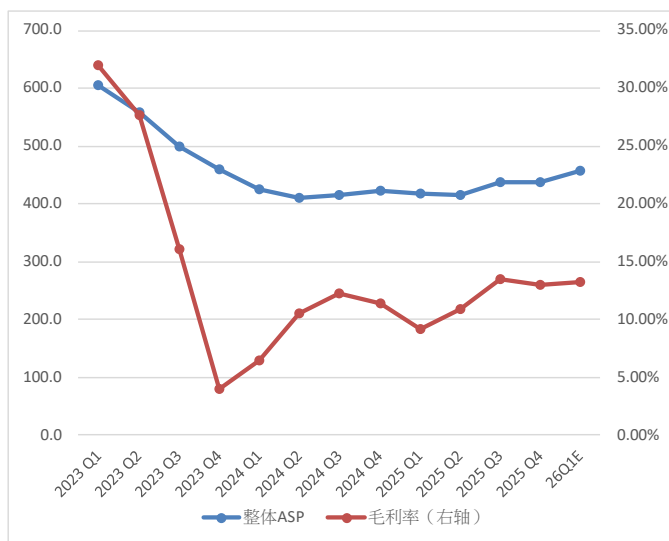
图表 4: 公司季度利润



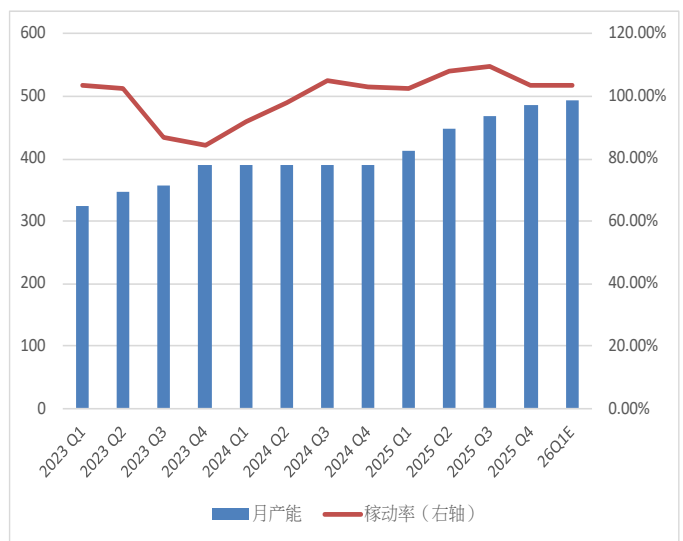
资料来源: 彭博, 第一上海整理

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					
截至<12月31日>,千美元					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入	2,003,993	2,402,064	3,170,435	3,853,718	4,450,084
毛利	205,128	282,926	472,069	667,167	914,982
其他业务净额	115,638	120,881	176,428	176,428	176,428
销售及管理费用	(360,904)	(425,625)	(593,997)	(681,723)	(787,220)
运营利润	(40,138)	(21,818)	54,500	161,873	304,190
财务开支	(97,113)	(68,214)	(50,367)	(57,806)	(66,751)
联营公司等	3,459	4,347	5,044	5,044	5,044
税前盈利	(133,792)	(88,529)	48,396	109,111	242,483
所得税	(6,593)	(22,284)	(7,259)	(16,367)	(36,372)
净利润	(140,385)	(110,813)	41,137	92,744	206,110
少数股东应占利润	(198,493)	(165,694)	(120,000)	(120,000)	(120,000)
本公司股东应占利润	58,108	54,881	161,137	212,744	326,110
折旧及摊销	(555,832)	(748,692)	(771,484)	(904,483)	(911,152)
EBITDA	519,153	731,221	831,028	1,071,400	1,220,386
增长					
总收入 (%)	-12.3%	19.9%	32.0%	21.6%	15.5%
EBITDA (%)	-32.6%	40.8%	13.6%	28.9%	13.9%

资产负债表					
截至<12月31日>,千美元					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
现金	4,459,132	4,960,960	4,964,683	4,567,283	5,250,479
应收账款	270,461	282,053	432,030	748,252	673,844
存货	467,060	544,368	549,764	742,317	584,945
其他流动资产	635,850	819,316	247,853	247,853	247,853
总流动资产	5,832,503	6,606,697	6,194,330	6,305,705	6,757,121
固定资产	5,859,117	6,676,442	7,901,029	8,792,038	9,475,859
无形资产	31,456	35,509	30,250	24,991	19,732
长期投资	139,799	150,222	150,222	150,222	150,222
银行存款及其他	552,233	984,902	1,076,151	1,161,928	1,280,220
总资产	12,415,108	14,453,772	15,351,983	16,434,884	17,683,154
应付账款	298,372	330,370	330,370	330,370	330,370
短期银行借款	280,704	403,748	403,748	403,748	403,748
其他短期负债	983,162	1,122,103	1,122,103	1,122,103	1,122,103
总短期负债	1,562,238	1,856,221	1,856,221	1,856,221	1,856,221
长期银行借款	1,917,235	2,787,096	3,728,901	4,670,706	5,612,511
其他负债	29,016	646,224	646,224	646,224	646,224
总负债	3,508,489	5,289,541	6,231,346	7,173,151	8,114,956
少数股东权益	2,659,593	2,551,568	2,373,899	2,253,899	2,133,899
股东权益	6,247,026	6,612,663	6,787,229	7,051,581	7,491,057
每股账面值(摊薄)	3.63	3.82	3.82	3.88	4.12
营运资产	4,270,265	4,750,476	4,338,109	4,449,484	4,900,900

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务分析					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	10.2%	11.8%	14.9%	17.3%	20.6%
EBITDA 利率 (%)	25.9%	30.4%	26.2%	27.8%	27.4%
净利率 (%)	-7.0%	-4.6%	1.3%	2.4%	4.6%
营运表现					
销售及管理费用/	18.0%	17.7%	18.7%	17.7%	17.7%
实际税率 (%)	-4.9%	-25.2%	15.0%	15.0%	15.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转	71.0	72.0	74.0	74.0	74.0
应收账款天数	72.0	73.0	74.0	74.0	74.0
应付账款天数	65.0	66.0	67.0	67.0	67.0
财务状况					
总负债/总资产	0.28	0.37	0.41	0.44	0.46
收入/净资产	0.32	0.36	0.47	0.55	0.59
经营性现金流/收	0.23	0.27	0.23	0.08	0.27
税前盈利对利息倍	(1.38)	(1.30)	0.96	1.89	3.63

现金流量表					
截至<12月31日>,千美元					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
EBITDA	519,153	731,221	831,028	1,071,400	1,220,386
净融资成本	97,113	68,214	50,367	57,806	66,751
营运资金变化	102,865	96,416	33,769	(508,776)	231,780
所得税	(57,437)	(38,336)	(7,666)	(55,540)	(55,540)
其他	(202,199)	(207,523)	(192,620)	(239,278)	(248,223)
营运现金流	459,495	649,992	714,879	325,612	1,215,155
资本开支	(2,572,800)	(2,109,599)	(1,975,332)	(1,775,332)	(1,575,332)
其他投资活动	(98,732)	323,645	166,428	166,428	166,428
投资活动现金流	(2,671,532)	(1,785,954)	(1,808,904)	(1,608,904)	(1,408,904)
负债变化	(105,736)	(79,680)	(50,367)	(57,806)	(66,751)
股本变化	3,642	34,411	0	0	0
股息	0	0	0	0	1
其他融资活动	1,252,219	1,544,485	1,215,268	943,697	943,696
融资活动现金流	1,150,125	1,499,216	1,164,901	885,891	876,946
现金变化	(1,061,912)	363,254	70,875	(397,401)	683,196
期初持有现金	5,585,181	4,459,132	4,893,808	4,964,683	4,567,283
汇兑变化	(64,137)	71,422	0	0	0
期末持有现金	4,459,132	4,893,808	4,964,683	4,567,283	5,250,479

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。