

买入

2026年05月20日

2Q26 指引积极，新产能和新业务持续推进

- 收入稳步增长，季度业绩改善:** 1Q26 单季收入达到 6.61 亿美元，同比 +22.2%，环比 +0.2%，淡季不淡；单季度毛利率为 13.0%，同比大幅提升 3.8pct，环比持平；本季度归母净利润达到 0.21 亿美元，同比 +458.1%，环比 +19.9%，盈利能力的显著改善主要得益于晶圆 ASP 提升以及降本增效措施持续。公司 2Q26 指引积极，预计销售收入将达到 6.90-7.00 亿美元之间，毛利率进一步上修至 14%-16%，经营趋势持续向好。
- 闪存和电源管理芯片充分受益 AI 高景气度:** 1Q26 独立式存储分部收入同比大增 41%，受存储整体涨价的溢出效应影响，NOR Flash 呈现供不应求态势，预计后续仍有 10%到 15%的提价空间。模拟及电源管理分部收入同比增长 27%，AI 服务器、汽车和机器人催生的 PMIC (BCD 工艺) 需求保持强劲，成功抵消了消费电子类需求的疲软，此外随着近期海内外模拟芯片公司相继陆续提价，我们预计提价趋势有望逐步反应到代工环节，公司模拟产品分部全年具备充分的提价空间。公司新业务布局更进一步，除了前期已开展的功率氮化镓与碳化硅以外，亦开始切入硅光子、先进封装和高密度深沟槽电容等产品，持续拓展未来增量空间，我们相应上调公司 2026-2028 年晶圆代工均价预期至 492/530/587 美元以及毛利率至 16%/20%/21%。
- 新产能逐步落地:** FAB9A 产能爬坡顺利，预计将在今年三季度达到满产状态，新厂 FAB9B 已于今年 3 月启动建设，总资本支出控制在约 60 亿美元，聚焦 40nm 特色工艺，预计今年四季度设备开始进厂，项目推进未受美方禁令影响。1Q26 产能稼动率 99.7%，环比略有下降主要因为新厂能快速爬坡影响，预计公司 2026 年稼动率仍将满产高位。
- 上调目标价至 150 港元，买入评级:** 我们认为公司近几年产能大幅扩增恰好受益 AI 半导体行业景气向上，公司将持续受益订单回流、客户的本地化生产、以及产品矩阵延伸拓展，整体产能稼动率将持续保持高位，多平台产品有望持续提价，经营层面量利双增。我们调整公司 2026-28 年收入至 33.1/42.2/48.3 亿美元，股东净利润为 1.4/2.5/3.0 亿美元，上调未来十二个月目标价 150 港元，对应 2026 年 4.9 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	116.6
目标价	150 港元 (+28.6%)
股票代码	1347
已发行股本	17.38 亿股
H 股市值	1756.78 亿港元
52 周高/低	124.00 港元/25.15 港元
每股净资产	30.4 港币
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日止财年	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	3,317,161	4,225,052	4,832,291
变动	-12.3%	19.9%	38.1%	27.4%	14.4%
毛利率	10.2%	11.8%	16.2%	20.3%	21.5%
股东净利润 (千美元)	58,108	54,881	137,431	248,468	299,984
每股盈利 (美元)	0.03	0.03	0.08	0.14	0.14
变动	-82.1%	-6.7%	141.2%	78.8%	2.8%
基于116港元的市盈率 (估)	432.4	463.3	192.1	107.4	104.5
基于116港元的市净率 (估)	4.0	3.8	3.9	3.8	3.6
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

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	3,317,161	4,225,052	4,832,291
毛利	205,128	282,926	538,753	855,723	1,037,656
其他业务净额	115,638	120,881	100,380	100,400	100,400
销售及管理费用	(360,904)	(425,625)	(552,128)	(717,414)	(820,523)
运营利润	(40,138)	(21,818)	87,006	238,709	317,533
财务开支	(97,113)	(68,214)	(107,368)	(126,752)	(144,969)
联营公司等	3,459	4,347	612	612	612
税前盈利	(133,792)	(88,529)	(19,750)	112,569	173,176
所得税	(6,593)	(22,284)	4,397	(16,885)	(25,976)
净利润	(140,385)	(110,813)	(15,353)	95,684	147,200
少数股东应占利润	(198,493)	(165,694)	(152,784)	(152,784)	(152,784)
本公司股东应占利润	58,108	54,881	137,431	248,468	299,984
折旧及摊销	(555,832)	(748,692)	(940,238)	(1,135,122)	(1,173,692)
EBITDA	519,153	731,221	1,027,855	1,374,443	1,491,837
增长					
总收入 (%)	-12.3%	19.9%	38.1%	27.4%	14.4%
EBITDA (%)	-32.6%	40.8%	40.6%	33.7%	8.5%

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	4,967,472	4,810,010	5,672,795
应收账款	270,461	282,053	491,525	839,326	737,748
存货	467,060	544,368	603,315	762,879	650,754
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	6,310,164	6,660,069	7,309,150
固定资产	5,859,117	6,676,442	7,732,275	8,392,644	8,813,925
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	15,299,062	16,389,854	17,573,249
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	2,341,115	2,188,331	2,035,547
股东权益	6,247,026	6,612,663	6,726,601	7,028,372	7,422,747
每股账面值(摊薄)	3.63	3.82	3.78	3.86	4.08
营运资产	4,270,265	4,750,476	4,453,943	4,803,848	5,452,929

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%	16.2%	20.3%	21.5%
EBITDA 利率 (%)	25.9%	30.4%	31.0%	32.5%	30.9%
净利率 (%)	-7.0%	-4.6%	-0.5%	2.3%	3.0%
营运表现					
销售及管理费用/吨	18.0%	17.7%	16.6%	17.0%	17.0%
实际税率 (%)	-4.9%	-25.2%	22.3%	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	0.49	0.60	0.65
经营性现金流/收入	0.23	0.27	0.26	0.17	0.32
税前盈利对利息倍	(1.38)	(1.30)	(0.18)	0.89	1.19

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	1,027,855	1,374,443	1,491,837
净融资成本	97,113	68,214	107,368	126,752	144,969
营运资金变化	102,865	96,416	(79,276)	(507,366)	213,703
所得税	(57,437)	(38,336)	3,128	(55,540)	(55,540)
其他	(202,199)	(207,523)	(208,380)	(227,764)	(245,981)
营运现金流	459,495	649,992	850,696	710,525	1,548,989
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	90,400	90,400	90,400
投资活动现金流	(2,671,532)	(1,785,954)	(1,884,932)	(1,684,932)	(1,484,932)
负债变化	(105,736)	(79,680)	(107,368)	(126,752)	(144,969)
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	1,107,900	816,945	798,728
现金变化	(1,061,912)	363,254	73,664	(157,461)	862,785
期初持有现金	5,585,181	4,459,132	4,893,808	4,967,472	4,810,010
汇兑变化	(64,137)	71,422	0	0	0
期末持有现金	4,459,132	4,893,808	4,967,472	4,810,010	5,672,795

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。