

华虹半导体 (1347.HK) / 华虹公司 (688347.CH): 毛利率持续改善

重申华虹的“买入”评级: 华虹一季度的毛利率达到 6.4%，高于公司指引区间上限，优于市场预期。公司指引二季度毛利率中位数将达 8%，在一季度的基础上持续改善上扬。这符合我们对于半导体晶圆代工行业基本面周期的判断，即今年中国半导体基本面周期处于上行阶段。根据调研，除 IGBT 等高压功率器件仍然有价格压力外，BCD、存储、图像传感器等产品景气度呈现上升态势。因此，我们看好公司在今年下半年的基本面持续改善。长期看来，华虹无锡 12 寸二厂如期推进。公司预期 9 月份设备将开始搬入，并有望在今年四季度开始试运行，产能有望在 2025 年开始释放。目前，华虹 2024 年、2025 年 EV/EBITDA 估值为 5.7x、3.6x，估值已经具备吸引力，维持“买入”评级及半导体行业首选。

一季度毛利率超预期，二季度毛利率持续改善: 华虹一季度的营业收入同比下滑 27%，同比增速大体与去年四季度的-28%相当，但是华虹一季度的毛利率达到 6.4%，较去年四季度的 4.0%改善向好，超出我们预期。并且，公司二季度毛利率有望进一步向 8%的中位数指引改善。其中，图像传感器、电源管理、存储、低压功率器件等产品的景气度均有不同程度的触底改善。因此，公司一季度 8 寸和 12 寸的产能利用率均环比提升。虽然公司晶圆平均价格环比下行，但是根据我们测算，12 寸晶圆价格已经有触底上行迹象。我们预期公司未来三个季度的营业利润率将在去年四季度-16.9%以及今年一季度-10.6%的基础上，持续改善，推动公司 EBITDA 的增长。

估值: 根据华虹一季度业绩和二季度指引，我们略微调整华虹的盈利预测。我们维持华虹 2024 年 8.5x 的 EV/EBITDA 的目标估值。华虹港股目标价为 20.6 港元，潜在升幅 21%，华虹 A 股目标价为人民币 43.6 元，潜在升幅 35%。

投资风险: 半导体行业下游需求（智能手机、新能源汽车、工业等）复苏速度较慢，拖累公司业绩增长，影响估值反弹动能。晶圆代工的新增产能导致利用率持续下降。行业竞争加剧，拖累利润表现。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2022-2026E)

美元百万	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,475	2,286	2,053	2,685	2,880
营收同比增速	52%	(8%)	(10%)	31%	7%
毛利率	34.1%	21.3%	11.2%	22.7%	24.7%
净利润	450	280	67	377	464
净利润增速	72%	(38%)	(76%)	459%	23%
基本每股收益 (美元)	0.35	0.18	0.04	0.24	0.29

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师
tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

马智焱

科技分析师
ivy_ma@spdbi.com
(852) 2809 0300

黄佳琦

科技分析师
sia_huang@spdbi.com
(852) 2809 0355

2024 年 5 月 10 日

华虹半导体 (1347.HK)

买入

目标价 (港元)	20.6
潜在升幅/降幅	+21%
目前股价 (港元)	17.0
52 周内股价区间 (港元)	13.8-29.8
总市值 (百万港元)	37,791
近 90 日均成交额 (百万港元)	122

注: 收盘价截至 2024 年 5 月 9 日

华虹公司 (688347.CH)

买入

目标价 (人民币)	43.6
潜在升幅/降幅	+35%
目前股价 (人民币)	32.2
52 周内股价区间 (人民币)	27.9-59.9
总市值 (百万人民币)	34,945
近 90 日均成交额 (百万人民币)	322

注: 收盘价截至 2024 年 5 月 9 日



扫码关注
浦银国际研究

财务报表分析与预测

利润表

美元百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,631	2,475	2,286	2,053	2,685	2,880
营业成本	(1,179)	(1,632)	(1,799)	(1,823)	(2,074)	(2,170)
毛利润	452	844	487	230	611	710
经营支出	(210)	(279)	(333)	(352)	(387)	(400)
销售费用	(11)	(12)	(10)	(9)	(10)	(10)
管理费用	(92)	(106)	(116)	(136)	(151)	(156)
研发费用	(107)	(161)	(207)	(208)	(226)	(234)
经营利润	242	565	154	(123)	224	310
非经营收入	54	(68)	20	(31)	(28)	(26)
财务费用	(13)	(40)	(100)	(97)	(97)	(97)
投资收益	7	12	9	9	9	9
其他	61	(40)	111	57	60	61
税前利润	296	496	174	(153)	196	284
税务费用	(65)	(89)	(47)	21	(19)	(19)
税后利润含少数股东权益	231	407	126	(132)	177	264
少数股东权益	(31)	(43)	(154)	(199)	(199)	(199)
净利润	261	450	280	67	377	464
基本股数 (百万)	1,300	1,303	1,580	1,580	1,580	1,580
摊销股数 (百万)	1,320	1,314	1,587	1,587	1,587	1,587
基本每股收益 (美元)	0.20	0.35	0.18	0.04	0.24	0.29
摊销每股收益 (美元)	0.20	0.34	0.18	0.04	0.24	0.29

资产负债表

美元百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,610	2,009	5,585	8,276	11,185	14,405
限制性存款	2	1	32	32	32	32
短期投资	-	-	-	-	-	-
应收账款和应收票据	181	292	279	250	327	351
存货	434	578	450	456	519	542
其他流动负债	165	196	224	201	263	282
流动资产合计	2,392	3,076	6,570	9,215	12,326	15,613
物业、厂房及设备	3,117	3,368	3,519	3,977	4,407	4,820
使用权资产	75	78	79	79	79	79
无形资产	35	33	50	28	16	9
长期投资收益	122	131	139	153	168	185
其他非流动资产	462	370	587	587	587	587
总资产	6,203	7,055	10,943	14,039	17,583	21,293
短期借贷	195	427	193	290	434	651
应付账款和应付票据	194	237	235	239	271	284
其他流动负债	751	719	542	650	780	937
流动负债合计	1,140	1,382	970	1,178	1,486	1,872
长期借款	1,390	1,482	1,907	1,907	1,907	1,907
其他非流动负债	37	56	52	52	52	52
总负债	2,568	2,920	2,929	3,137	3,445	3,830
股本	1,986	1,994	4,934	7,873	10,813	13,753
储备	835	1,036	1,367	1,315	1,612	1,996
少数股东权益	815	1,105	1,714	1,714	1,714	1,714
其他	-	-	-	-	-	-
股东权益总额	3,636	4,135	8,015	10,902	14,139	17,462
总负债和股东权益	6,203	7,055	10,943	14,039	17,583	21,293

现金流量表

美元百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	518	751	642	620	811	1,070
税前利润	296	496	174	(153)	196	284
折旧	308	446	488	494	541	578
摊销	10	11	12	22	12	7
营运资金变动	(73)	(174)	(109)	157	(39)	102
应收账款减少 (增加)	(60)	(111)	12	28	(77)	(24)
库存减少 (增加)	(207)	(155)	16	(6)	(63)	(24)
应付账款增加 (减少)	63	43	(2)	3	33	12
其他经营资金变动	131	49	(135)	131	68	137
利息收入 (支出)	13	40	100	100	100	100
其他	(36)	(68)	(24)	-	-	-
投资活动现金流	(863)	(930)	(833)	(966)	(986)	(1,007)
资本支出	(939)	(996)	(907)	(952)	(971)	(990)
取得或购买长期投资	(17)	(9)	(8)	(14)	(15)	(17)
短期投资	-	-	-	-	-	-
其他	93	75	82	-	-	-
融资活动现金流	1,015	672	3,782	3,036	3,085	3,157
借款	1,019	323	191	97	145	217
发行股份	7	5	2,940	2,940	2,940	2,940
发行债券	-	-	-	-	-	-
现金股利	-	-	-	-	-	-
其他	(12)	344	651	-	-	-
外汇损益	17	(94)	(14)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	687	399	3,576	2,690	2,910	3,220
期初现金及现金等价物	923	1,610	2,009	5,585	8,276	11,185
期末现金及现金等价物	1,610	2,009	5,585	8,276	11,185	14,405

主要财务比率

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营运指标增速						
营业收入增速	70%	52%	(8%)	(10%)	31%	7%
毛利润增速	92%	87%	(42%)	(53%)	166%	16%
营业利润增速	(801%)	133%	(73%)	(180%)	(283%)	38%
净利润增速	163%	72%	(38%)	(76%)	459%	23%
盈利能力						
净资产收益率	7.5%	11.6%	4.6%	0.7%	3.0%	2.9%
总资产报酬率	4.9%	6.8%	3.1%	0.5%	2.4%	2.4%
投入资本回报率	3.6%	7.7%	1.1%	(0.8%)	1.2%	1.4%
利润率						
毛利率	27.7%	34.1%	21.3%	11.2%	22.7%	24.7%
营业利润率	14.8%	22.8%	6.7%	(6.0%)	8.3%	10.8%
净利润率	16.0%	18.2%	12.2%	3.3%	14.0%	16.1%
EBITDA率	38.5%	40.1%	33.9%	22.4%	31.5%	33.5%
营运能力						
现金循环周期	86	100	102	90	80	86
应收账款周转天数	34	35	46	47	39	43
存货周转天数	102	113	104	91	86	89
应付账款周转天数	50	48	48	47	45	47
净债务 (净现金)	(25)	(100)	(3,486)	(6,080)	(8,844)	(11,847)
自由现金流	(505)	(251)	(403)	(385)	(255)	(15)

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

图表 2：华虹半导体 1Q24 业绩详情

美元百万	1Q24	1Q23	同比	4Q23	环比
营业收入	460	631	(27%)	455	1%
毛利润	30	202	(85%)	18	63%
营业利润	(49)	126	(139%)	(77)	(36%)
净利润	32	152	(79%)	35	(10%)
基本每股收益 (美元)	0.019	0.116	(84%)	0.022	(15%)

利润率	1Q24	1Q23	同比 百分点	4Q23	环比 百分点
毛利率	6.4%	32.1%	(25.6)	4.0%	2.4
营业费用率	17.1%	12.1%	5.0	20.9%	(3.8)
营业利润率	(10.6%)	20.0%	(30.6)	(16.9%)	6.2
归母净利率	6.9%	24.1%	(17.2)	7.8%	(0.9)

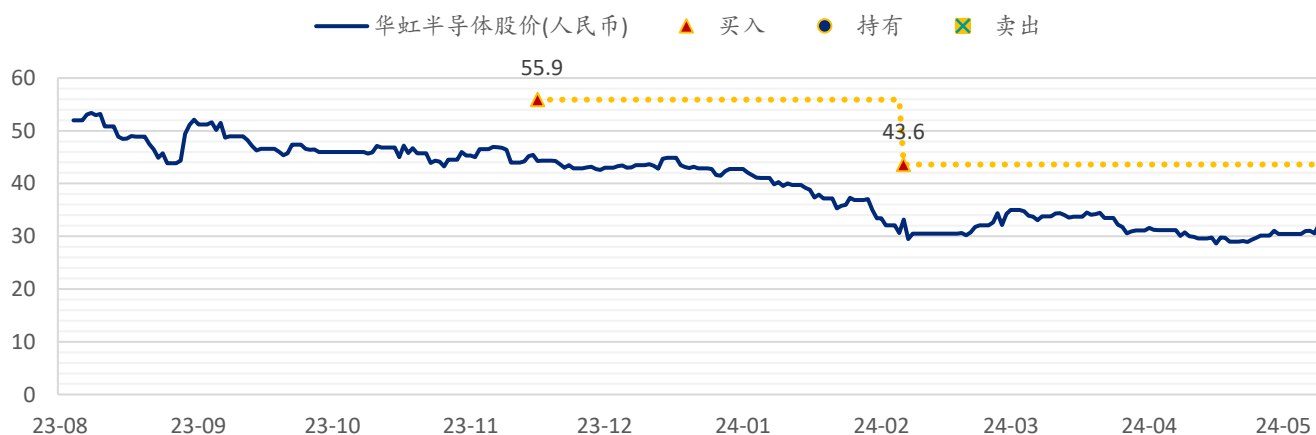
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3：浦银国际目标价：华虹半导体（1347.HK）



注：截至 2024 年 5 月 9 日收盘价；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：浦银国际目标价：华虹公司（688347.CH）



注：截至 2024 年 5 月 9 日收盘价；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	19.2	买入	18.6	21/3/2024	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	145.3	买入	179.4	26/2/2024	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	32.0	买入	36.7	1/3/2024	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	32.8	买入	49.9	26/10/2023	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	29.8	买入	34.5	24/10/2023	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	14.5	买入	11.4	29/5/2022	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	27.5	买入	28.8	25/3/2022	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	42.9	买入	80.8	10/11/2023	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	3.7	买入	5.1	10/11/2023	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	103.4	买入	127.9	10/11/2023	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	5.3	买入	9.4	15/6/2023	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	41.9	买入	73.9	15/6/2023	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	8.2	买入	12.4	21/3/2024	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	32.0	买入	48.6	21/3/2024	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	27.3	买入	40.8	23/3/2024	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	107.2	买入	159.5	23/3/2024	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	30.3	买入	29.8	26/3/2024	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	172.0	持有	202.9	26/1/2024	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	225.8	买入	232.2	28/3/2024	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	228.2	买入	248.4	28/3/2024	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	16.0	买入	17.9	7/2/2024	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	43.7	买入	52.6	7/2/2024	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	17.0	买入	20.6	10/5/2024	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	32.2	买入	43.6	10/5/2024	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	39.5	买入	64.9	20/9/2023	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	19.9	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	39.3	买入	43.4	25/10/2023	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气	50.0	买入	53.4	27/10/2023	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气	30.3	买入	38.7	27/10/2023	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	132.8	买入	230.6	20/9/2023	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	40.7	买入	44.4	20/9/2023	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	25.1	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体

注：截至 2024 年 5 月 9 日收盘价；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

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），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

