仅供内部参考，请勿外传

电子 | 半导体

非金融|首次覆盖报告

2026 年 06 月 27 日

华虹宏力(688347.SH)

——深耕特色工艺晶圆代工，产线平台持续完善

投资评级： 增持（首次）

证券分析师

葛星甫

SAC：S1350524120001

gexingfu@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 06 月 26 日
收盘价（元）	323.00
一年内最高/最低（元）	337.96/51.68
总市值（百万元）	561,270.18
流通市值（百万元）	561,270.18
总股本（百万股）	1,737.68
资产负债率（%）	38.29
每股净资产（元/股）	26.04

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **深耕特色工艺代工，形成“8 英寸 +12 英寸”布局。**华虹宏力专注于特色工艺晶圆代工业务，主要为集成电路设计企业（Fabless）及集成器件制造商（IDM）提供晶圆制造服务。公司围绕特色工艺持续布局，已形成嵌入式非易失性存储器（eNVM）、独立式非易失性存储器、功率器件、模拟与电源管理、逻辑与射频五大特色工艺平台。依托“8 英寸+12 英寸”制造布局，公司产品广泛应用于汽车电子、工业控制、新能源、消费电子、物联网及移动通信等领域。

- **26Q1 营收较快增长，稼动率保持高位。**2025 年公司实现营收 172.9 亿元，同比增长 20.18%，归母净利润 3.8 亿元，同比下降 1.0%，公司扩大 12 英寸产线建设，先进“特色 IC+Power Discrete”工艺及产品组合因 12 英寸产线的扩展而更加丰富。26Q1 实现营收 46.3 亿元，同比增长 18.2%，归母净利润 1.4 亿元，同比增长 513.1%，公司产能快速爬坡，保持高产能利用率，各工艺技术平台表现强劲，其中，MCU、独立式闪存、BCD 工艺产品增长显著。

- **成熟制程晶圆代工或迎涨价，华虹有望受益。**2025 年，台积电已正式开始逐步减少 8 英寸产能，目标 2027 年部分产区全面停产。三星于同年启动八英寸产线减产。2026 年，尽管 SMIC、Vanguard 等厂商计划小幅扩产，仍不及两大厂减产幅度。与此同时，AI 服务器对电源管理、功率半导体的需求显著增加，导致十大晶圆代工商的 8 英寸产能利用率回升至近 90%，成熟制程晶圆代工价格或上涨。

- **收购华力微，并购协同效应显著。**华虹宏力与华力微同属晶圆代工领域企业，在工艺技术平台、供应链管理、客户资源、技术及产能等方面协同效应显著。工艺平台方面，华力微的 65/55nm、40nm 覆盖独立式非易失性存储器、嵌入式非易失性存储器、逻辑与射频、高压等工艺平台，未来将进一步丰富华虹宏力工艺平台种类。

- **盈利预测与评级：**中芯国际、晶合集成、华润微主要从事晶圆代工相关业务，选取作为可比公司。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 10.54、14.32、18.83 亿元，同比增速分别为 179.76%、35.96%、31.45%。公司持续扩大 12 英寸生产与技术平台建设，具备先进“IC+Power Discrete”工艺及产品组合，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：**行业周期下行风险、新产线建设进度不及预期风险、行业竞争加剧风险

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	14,388	17,291	21,523	25,897	29,562
同比增长率（%）	-11.36%	20.18%	24.47%	20.32%	14.15%
归母净利润（百万元）	381	377	1,054	1,432	1,883
同比增长率（%）	-80.34%	-1.04%	179.76%	35.96%	31.45%
每股收益（元/股）	0.22	0.22	0.61	0.82	1.08
ROE（%）	0.87%	0.83%	2.28%	3.01%	3.81%
市盈率（P/E）	1,474.79	1,490.32	532.72	391.82	298.07

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

中芯国际、晶合集成、华润微主要从事晶圆代工相关业务，选取作为可比公司。预计 2026–2028 年公司归母净利润分别为 10.54、14.32、18.83 亿元，同比增速分别为 179.76%、35.96%、31.45%。公司持续扩大 12 英寸生产与技术平台建设，具备先进“IC+Power Discrete”工艺及产品组合，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

预计 2026–2028 年公司的营收增速分别为 24.47%、20.32%、14.15%，营收分别为 215.23、258.97、295.62 亿元。

集成电路晶圆代工：华虹制造项目 FAB9 产能快速爬坡，协同客户快速导入产品。公司聚焦产能与工艺能力两大核心竞争力主线，丰富产品组合。预计 2026–2028 年营收增速分别为 25.50%、21.00%、14.50%，营收分别为 206.15、249.44、285.61 亿元。

租赁收入：预计 2026–2028 年营收增速分别为 5.00%、5.00%、5.00%，营收分别为 1.06、1.11、1.17 亿元。

其他：预计 2026–2028 年营收增速分别为 5.00%、5.00%、5.00%，营收分别为 8.02、8.42、8.84 亿元。

投资逻辑要点

成熟制程晶圆代工或迎涨价，华虹有望受益。2025 年，台积电已正式开始逐步减少 8 英寸产能，目标 2027 年部分产区全面停产。三星于同年启动八英寸产线减产。成熟制程减产+AI 需求成长或催动成熟制程代工价格上涨。

华虹 FAB9 产能建设持续推进，公司产能再上台阶。华虹 FAB9 项目产能建设继续顺利推进，截至 2025 年底，第一阶段产能建立已达成目标，第二阶段产能扩展设备持续搬入中，计划 2026Q3 达成规划产能目标。

收购华力微，并购协同效应显著。华力微聚焦于 65/55nm 及 40nm 逻辑工艺并进一步开发特色工艺。本次重组可使华力微逻辑、特色工艺技术直接注入上市公司，使华虹宏力新增 3.8 万片/月的 65/55nm、40nm 产能，进一步提高华虹宏力资产质量与持续经营能力。

核心风险提示

行业周期下行风险、新产线建设进度不及预期风险、行业竞争加剧风险

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. 华虹宏力：工艺筑基，产能持续扩充 5
1.1. 打造“8 英寸+12 英寸”制造布局 5
1.2. 26Q1 营收较快增长，稼动率保持高位 6
2. 成熟制程晶圆代工或迎涨价，上海华力协同效应显著 9
3. 盈利预测与评级 11
4. 风险提示 12

图表目录

图表 1： 公司发展历程 5
图表 2： 华虹宏力主要产品矩阵 5
图表 3： 华虹宏力主要股东情况（截至 2025 年 12 月 31 日） 6
图表 4： 公司高管人员 6
图表 5： 公司营业收入 7
图表 6： 公司归母净利润 7
图表 7： 公司毛利率及净利率 7
图表 8： 2025 年主营业务收入按技术类型划分 8
图表 9： 2025 年主营业务收入按工艺技术节点划分 8
图表 10： 2025 年主营业务收入按终端市场划分 8
图表 11： 公司期间费用率 8
图表 12： 2023-2027 全球 8 吋晶圆产能年增/减率变化 9
图表 13： 功率器件平台芯片类型、关键应用领域 9
图表 14： 上海华力产能布局 10
图表 15： 上海华力业务收入构成（亿元） 10
图表 16： 上海华力主营业务收入构成（亿元） 10
图表 17： 上海华力业务毛利率 11
图表 18： 上海华力主营业务毛利率 11
图表 19： 可比公司估值表 12

1. 华虹宏力：工艺筑基，产能持续扩充

1.1. 打造“8 英寸+12 英寸”制造布局

公司逐步形成 “8 英寸 + 12 英寸” 协同制造布局。华虹宏力的业务历史可追溯至华虹 NEC 和上海宏力两条制造业务线。华虹 NEC 于 1997 年成立，2003 年，公司逐步转向晶圆代工服务。上海宏力于 2000 年成立。2013 年集团内公司间重组完成，上海华虹宏力正式运营。2014 年，公司于香港联交所上市。随后启动华虹无锡一期 12 英寸项目建设，并于 2019 年实现 12 英寸生产线建成投片。2023 年，公司首次公开发行 A 股并在科创板上市。2024 年，华虹制造新 12 英寸产线建成投片。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司港股年报、公司官网，华源证券研究所

深耕特色工艺代工。华虹宏力专注于特色工艺晶圆代工业务，主要为集成电路设计企业（Fabless）及集成器件制造商（IDM）提供晶圆制造服务。公司围绕特色工艺持续布局，已形成嵌入式非易失性存储器（eNVM）、独立式非易失性存储器、功率器件、模拟与电源管理以及逻辑与射频五大特色工艺平台。依托“8 英寸+12 英寸”制造布局，公司产品广泛应用于汽车电子、工业控制、新能源、消费电子、物联网及移动通信等领域。

图表 2：华虹宏力主要产品矩阵

业务板块	主要工艺平台	主要应用领域
嵌入式非易失性存储器	eFlash、EEPROM、eMTP 等	MCU、智能卡芯片
独立式非易失性存储器	NOR Flash、EEPROM 等	工业、白色家电、物联网设备、汽车电子
功率器件	MOSFET、Super Junction MOSFET、IGBT	新能源汽车、储能系统、工业控制、服务器电源
模拟与电源管理	BCD 工艺、电源管理芯片	移动通讯、消费电子、汽车电子
逻辑与射频	RFSOI、图像传感器等	蓝牙、射频前端、数码产品、安防

资料来源：公司港股年报、公司官网，华源证券研究所

上海国资委为实控人。截至 2025 年 12 月 31 日，华虹国际持有公司 20.00%股份，为公司直接控股股东。华虹集团直接持有公司 0.07%股份，为公司间接控股股东。公司实际控制人为上海国资委。

仅供内部参考，请勿外传

图表 3：华虹宏力主要股东情况（截至 2025 年 12 月 31 日）

股东名称	持股数量（股）	持股比例
香港中央结算（代理人）有限公司（HKSCC NOMINEES LIMITED）	820,333,688	47.21%
华虹国际	347,605,650	20.00%
联和国际有限公司（Sino-Alliance International, Ltd.）	160,545,541	9.24%
华虹集团	1,198,517	0.07%
华芯投资管理有限责任公司－国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司	48,334,249	2.78%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

核心管理团队行业积淀深厚。公司管理层在半导体制造领域具有丰富经验，覆盖晶圆代工、工艺研发及企业管理等多个方面，为公司持续推进特色工艺平台建设与产能扩张提供支撑。董事会主席、执行董事兼总裁白鹏拥有物理学博士学位，具备超三十年集成电路制造领域从业经验。

图表 4：公司高管人员

姓名	现任职务	履历
白鹏	董事会主席，执行董事，总裁	曾就读于北京大学，后于 1985 年毕业于布加勒斯特大学，获物理学学士学位，并于 1991 年获美国伦斯勒理工学院物理学博士学位。2025 年 1 月获委任为华虹半导体有限公司总裁兼执行董事及上海华虹宏力、华虹无锡、华虹制造董事及总裁；2025 年 10 月获委任为华虹半导体有限公司董事会主席及上海华虹宏力、华虹无锡、华虹制造董事会主席，于集成电路制造领域有超三十年工作经验。
王鼎	董事会秘书，首席财务官，执行副总裁	毕业于美国加州大学伯克利分校工程学院，获工业工程及营运研究学士学位；后于美国旧金山大学获工商管理硕士学位，主修财务及银行专业。
周卫平	执行副总裁	毕业于华东师范大学，获固态电子技术专业学士学位；后于复旦大学获工商管理硕士学位；教授级高级工程师职称。此前曾任上海贝岭股份有限公司执行副总裁；宁波杉杉尤利卡太阳能科技发展有限公司总经理；上海贝岭微电子制造有限公司总经理等职务。
华光平	执行副总裁	毕业于清华大学，获微电子工学硕士学位；助理研究员职称，拥有近 30 年半导体行业经验，曾先后就职于清华大学微电子所、新加坡特许半导体制造有限公司、上海先进半导体制造股份有限公司、上海华虹 NEC 电子有限公司。
陈一敏	执行副总裁	毕业于上海外国语大学，获新闻学专业文学学士学位，拥有近 20 年半导体行业工作经验，历任上海华虹宏力党委副书记、纪委书记，华虹无锡党委副书记。
葛茂晖	执行副总裁	复旦大学物理学学士学位、美国夏威夷大学固态物理学博士学位，并顺利完成美国伊利诺伊大学厄巴纳-香槟分校博士后研究工作，拥有超过 30 年的半导体行业相关工作经验，曾历任美国英特尔公司主任工程师与良率项目经理、MIRADIA 科技良率与可靠性总监等职务。
林俊毅	执行副总裁	毕业于台湾科技大学（前称台湾工业技术学院），获化学工程学硕士学位；拥有高级工程师职称，拥有近 30 年半导体行业工作经验。此前，林先生自 1995 年至 2000 年任职于台湾德碁半导体股份有限公司（后与台湾积体电路制造股份有限公司合并）。

资料来源：iFind，华源证券研究所

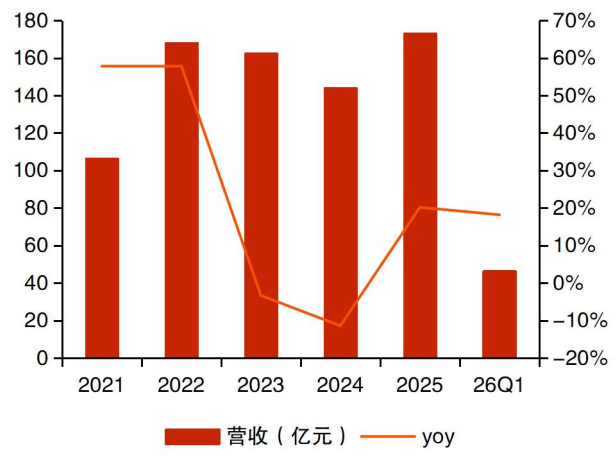
1.2. 26Q1 营收较快增长，稼动率保持高位

26Q1 营收较快增长，稼动率保持高位。2025 年公司实现营收 172.9 亿元，同比增长 20.18%，归母净利润 3.8 亿元，同比下降 1.0%，公司扩大 12 英寸产线建设，先进“特色

仅供内部参考，请勿外传

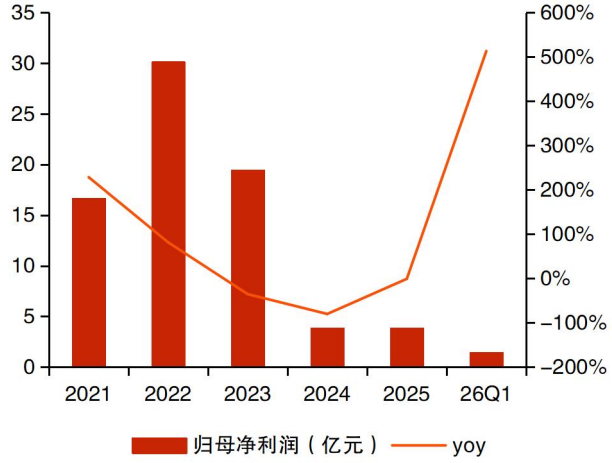
IC+Power Discrete”工艺及产品组合因 12 英寸产线的扩展而更加丰富。26Q1 实现营收 46.3 亿元，同比增长 18.2%，归母净利润 1.4 亿元，同比增长 513.1%，公司产能快速爬坡，保持高产能利用率，各工艺技术平台表现强劲，其中，MCU、独立式闪存、BCD 工艺产品增长显著。

图表 5：公司营业收入



资料来源：wind，华源证券研究所

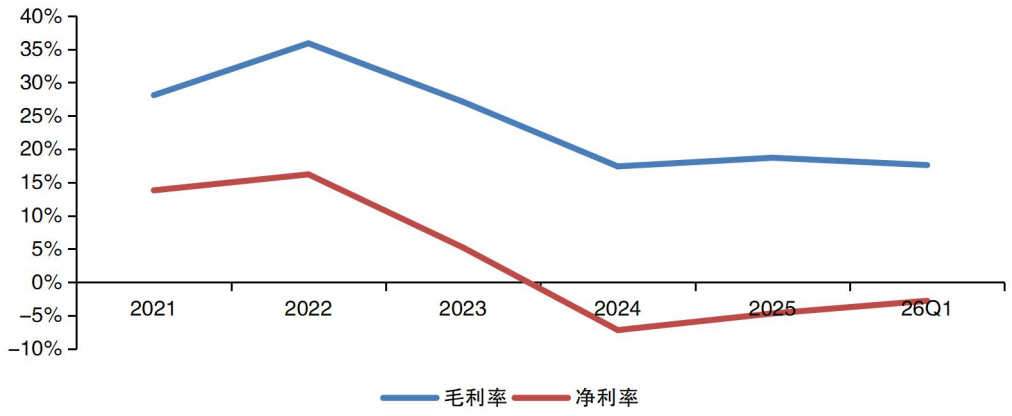
图表 6：公司归母净利润



资料来源：wind，华源证券研究所

盈利能力表现稳健。2025 年公司毛利率为 18.7%，同比提升 1.3pct；净利率为-4.7%，同比亏损收窄 2.5pct。26Q1 毛利率为 17.6%，净利率为-2.8%。根据公司 2026 年第一季度报告，2026Q2 公司指引销售收入为 6.9-7.0 亿美元，毛利率为 14%-16%。

图表 7：公司毛利率及净利率

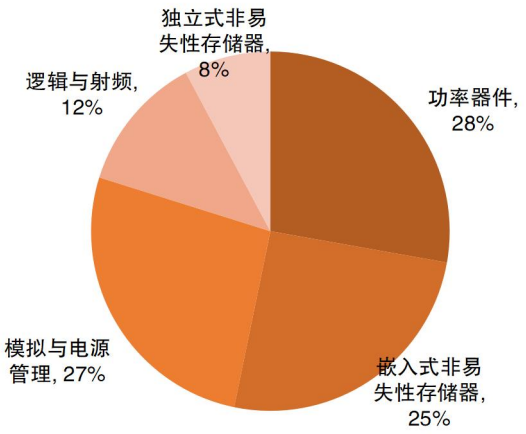


资料来源：wind，华源证券研究所

消费电子、工业及汽车为主要应用下游。2025 年主营业务收入中，功率器件、嵌入式非易失性存储器、模拟与电源管理、逻辑与射频、独立式非易失性存储器的占比分别约为 28%、25%、27%、12%、8%。65nm 及以下、90nm 及 95nm、0.11μm 及 0.13μm、0.15μm 及 0.18μm、0.25μm、大于 0.35μm 的占比分别约为 25%、24%、11%、5%、0.4%、34%。消费电子、工业及汽车、通信、计算的占比分别约为 64%、22%、13%、1%。

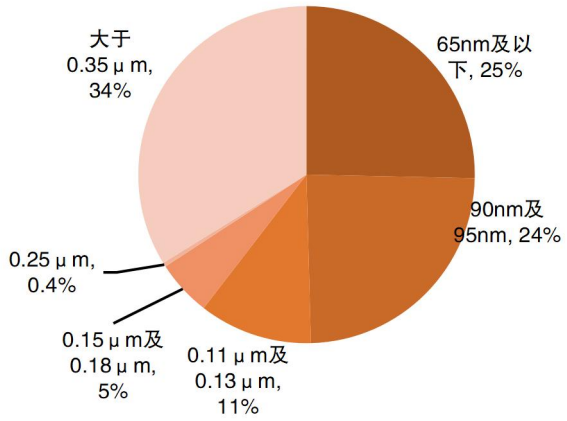
仅供内部参考，请勿外传

图表 8：2025 年主营业务收入按技术类型划分



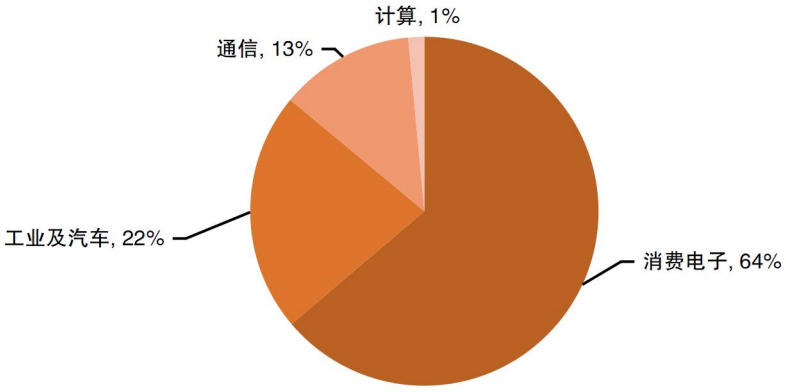
资料来源：2025 年年报，华源证券研究所

图表 9：2025 年主营业务收入按工艺技术节点划分



资料来源：2025 年年报，华源证券研究所

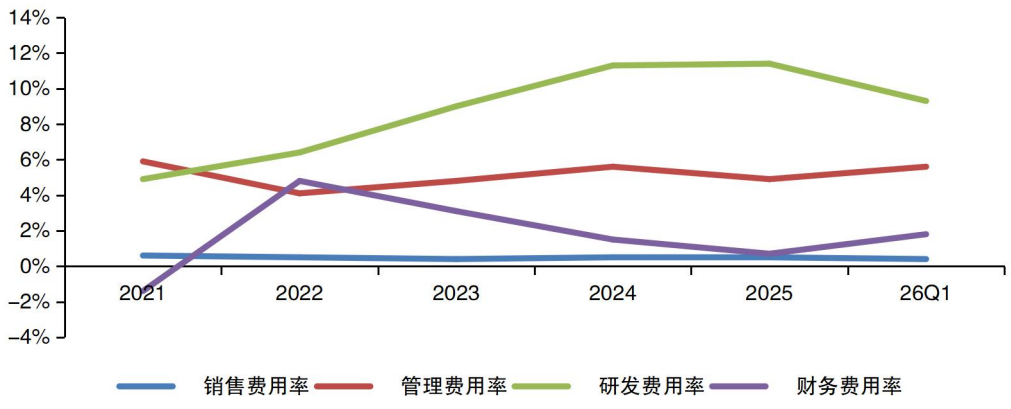
图表 10：2025 年主营业务收入按终端市场划分



资料来源：2025 年年报，华源证券研究所

期间费用率总体保持稳定。2025 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.5%、4.9%、11.4%、0.7%。2026Q1 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.4%、5.6%、9.3%、1.8%。

图表 11：公司期间费用率



资料来源：wind，华源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2. 成熟制程晶圆代工或迎涨价，上海华力协同效应显著

成熟制程减产+AI 需求成长或催动成熟制程代工价格上涨。2025 年，台积电已正式开始逐步减少 8 英寸产能，目标 2027 年部分产区全面停产。三星于同年启动八英寸产线减产。根据 TrendForce，2026 年，尽管 SMIC、Vanguard 等厂商计划小幅扩产，仍不及两大厂减产幅度。与此同时，AI 服务器对电源管理、功率半导体的需求显著增加，导致十大晶圆代工商的 8 英寸产能利用率回升至近 90%，成熟制程晶圆代工价格或上涨。

图表 12：2023-2027 全球 8 吋晶圆产能年增/减率变化



资料来源：TrendForce，华源证券研究所

工艺平台技术取得新突破。2025 年华虹各大工艺平台取得优异成绩，进一步提升产品技术竞争力。嵌入式非易失性存储器平台方面，整体嵌入式非易失性存储器平台出货量和销售额两位数增长，40nm eFlash COT、55nm eFlash 等高性能 MCU 实现量产，独立式闪存平台中 48nm NOR Flash 产品出货占比大幅度提升。模拟与电源管理平台方面，2025 年销售收入同比增长 42.0%，其中 0.18um BCD 120V 平台开发成功，BCD+eFlash 工艺产品大规模出货。逻辑与射频平台方面，65nm RF SOI 工艺平台营收持续增长，40nm 超低功耗特色工艺成功量产，55/40nm 特色工艺及 RFCMOS 工艺持续稳定量产。功率器件平台方面，1.6um IGBT 工艺产品对标国际领先水平。

图表 13：功率器件平台芯片类型、关键应用领域



资料来源：公司官网，华源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

华虹 FAB9 产能建设持续推进。产能运作方面，2025 年公司 8、12 英寸平均产能利用率均在 100%以上，其中，华虹 FAB9 制造项目自 2024 年底开始风险量产，2025 年产能快速爬坡，截至 2025 年 12 月单月投片量已超 4 万片。受益于 FAB9 营收增长，12 寸营收占总营收约 60%。产能建设方面，华虹 FAB9 项目产能建设继续顺利推进，截至 2025 年底，第一阶段产能建立已达成目标，第二阶段产能扩展设备持续搬入中，计划 2026Q3 达成规划产能目标。

收购华力微，增强自身经营能力。华虹宏力科创板上市时，华虹集团公开承诺未来在履行政府主管部门审批程序后，将华力微注入公司。华虹宏力与华力微存在优势互补：华虹宏力覆盖 65/55nm、40nm，聚焦特色工艺；而华力微聚焦于 65/55nm 及 40nm 逻辑工艺并进一步开发特色工艺。本次重组可使华力微逻辑、特色工艺技术直接注入上市公司，使华虹宏力新增 3.8 万片/月的 65/55nm、40nm 产能，从而进一步提高华虹宏力资产质量与持续经营能力。

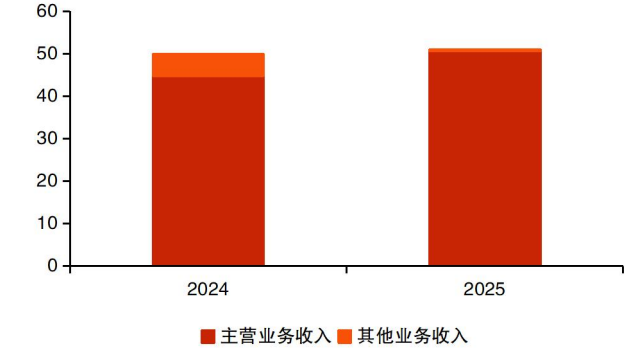
图表 14：上海华力产能布局



资料来源：上海华力官网，华源证券研究所

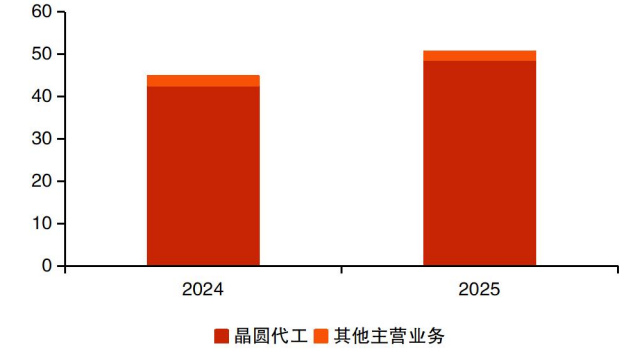
2025 年，上海华力主营、其他业务收入分别为 50.62 亿元和 0.39 亿元，占营业收入的比例分别为 99.23%和 0.77%。2024 年其他业务收入占比较高原因系技术开发收入具有偶发性。上海华力主营业务主要由晶圆代工和其他主营业务构成。2025 年，上海华力晶圆代工业务营收从 2024 年的 42.72 亿元大幅增长至 48.66 亿元，原因主要系 2024 年以来全球半导体市场迎来逐步复苏。

图表 15：上海华力业务收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

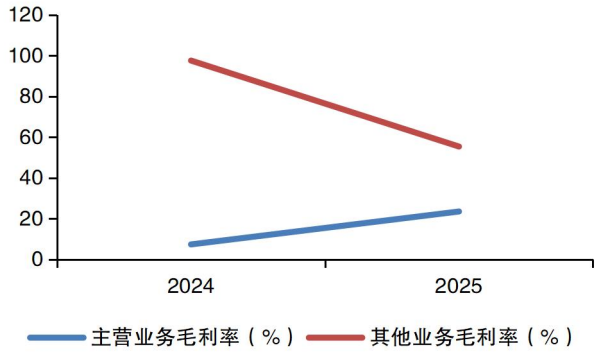
图表 16：上海华力主营业务收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

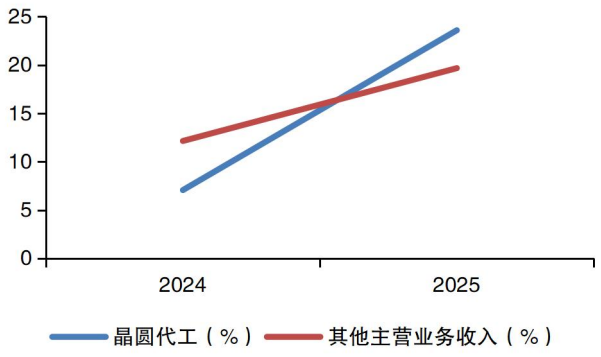
2024-2025 年，上海华力的综合毛利率从 16.51%增长至 23.69%。2025 年上海华力主营、其他业务毛利率分别为 23.45%和 55.32%。主营业务毛利率上升主要系 2024 年全球半导体复苏，企业产能利用率提升、销售规模扩大。

图表 17：上海华力业务毛利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 18：上海华力主营业务毛利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

并购协同效应显著。华虹宏力与华力微同属晶圆代工领域企业，在工艺技术平台、供应链管理、客户资源、技术及产能等方面协同效应显著。工艺平台方面，华力微的 65/55nm、40nm 覆盖独立式非易失性存储器、嵌入式非易失性存储器、逻辑与射频、高压等工艺平台，未来将进一步丰富华虹宏力工艺平台种类。客户及供应商方面，公司工艺平台、技术的进一步丰富，有利于满足不同客户的多样化需求，从而提升整体竞争力、扩大公司规模、提高产业链地位。技术及产能方面，上海华力拥有的 3.8 万片/月产能将进一步提升公司总产能，有利于加速产品迭代、开发进程。除此之外，本次并购或将有助于公司通过整合管控实现一体化管理，在内部管理、供应链等方面进行深层次整合，实现降本增效，提升公司的市占率与盈利能力。

3. 盈利预测与评级

预计2026-2028年公司的营收增速分别为24.47%、20.32%、14.15%，营收分别为215.23、258.97、295.62 亿元。

集成电路晶圆代工：华虹制造项目 FAB9 产能快速爬坡，协同客户快速导入产品。公司聚焦产能与工艺能力两大核心竞争力主线，丰富产品组合。预计 2026-2028 年营收增速分别为 25.50%、21.00%、14.50%，营收分别为 206.15、249.44、285.61 亿元。

租赁收入：预计 2026-2028 年营收增速分别为 5.00%、5.00%、5.00%，营收分别为 1.06、1.11、1.17 亿元。

其他：预计 2026-2028 年营收增速分别为 5.00%、5.00%、5.00%，营收分别为 8.02、8.42、8.84 亿元。

中芯国际、晶合集成、华润微主要从事晶圆代工相关业务，选取作为可比公司。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 10.54、14.32、18.83 亿元，同比增速分别为 179.76%、

35.96%、31.45%。公司持续扩大 12 英寸生产与技术平台建设，具备先进“IC+Power Discrete”工艺及产品组合，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 19：可比公司估值表

股票代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
		2026-6-26	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
688981.SH	中芯国际	12,735	64.66	79.19	93.51	197	161	136
688249.SH	晶合集成	1,167	9.68	13.37	19.30	121	87	60
688396.SH	华润微	1,125	11.55	15.82	20.46	97	71	55
		算术平均				138	106	84
688347.SH	华虹宏力	5,613	10.54	14.32	18.83	533	392	298

资料来源：wind，华源证券研究所。注：中芯国际、晶合集成、华润微盈利预测来自 wind 一致预期，华虹宏力盈利预测来自华源证券研究所

4. 风险提示

行业周期下行风险：若消费电子、工业需求走弱，晶圆报价承压，公司毛利率存在下滑压力。

新产线建设进度不及预期的风险：如果受项目技术难度、客户需求变化等影响，项目可能出现延期，影响相关产线量产计划。

行业竞争加剧风险：如果国内厂商持续扩充成熟特色制程产能，代工价格可能竞争加剧，压制公司产品单价与盈利空间。

仅供内部参考，请勿外传

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	35,274	34,100	34,565	35,439
应收票据及账款	1,999	2,714	3,266	3,728
预付账款	56	80	96	109
其他应收款	103	118	142	162
存货	5,341	6,798	8,092	9,130
其他流动资产	3,664	2,720	3,272	3,735
流动资产总计	**46,437**	**46,529**	**49,432**	**52,304**
长期股权投资	590	628	665	702
固定资产	32,549	33,346	36,271	38,572
在建工程	14,487	13,615	9,993	6,372
无形资产	593	715	1,023	1,219
长期待摊费用	1	29	13	94
其他非流动资产	5,465	5,595	5,425	5,255
非流动资产合计	**53,686**	**53,929**	**53,390**	**52,214**
资产总计	**100,123**	**100,458**	**102,822**	**104,518**
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	2,345	2,860	3,404	3,841
其他流动负债	10,702	11,269	13,536	15,326
流动负债合计	**13,047**	**14,129**	**16,940**	**19,167**
长期借款	19,700	18,700	18,200	17,400
其他非流动负债	4,281	4,281	4,281	4,281
非流动负债合计	**23,982**	**22,982**	**22,482**	**21,682**
负债合计	**37,029**	**37,111**	**39,421**	**40,848**
股本	34,281	34,281	34,281	34,281
资本公积	5,750	5,750	5,750	5,750
留存收益	5,129	6,171	7,589	9,452
归属母公司权益	45,160	46,203	47,620	49,483
少数股东权益	17,934	17,144	15,780	14,187
股东权益合计	**63,095**	**63,347**	**63,400**	**63,670**
负债和股东权益合计	**100,123**	**100,458**	**102,822**	**104,518**

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**17,291**	**21,523**	**25,897**	**29,562**
营业成本	**14,054**	**17,384**	**20,692**	**23,348**
税金及附加	122	147	177	202
销售费用	78	97	117	134
管理费用	848	1,056	1,243	1,389
研发费用	1,971	1,937	2,952	3,547
财务费用	113	810	775	741
资产减值损失	-1,152	-215	-259	-296
信用减值损失	1	-4	-4	-5
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	31	37	37	37
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	6	1	1	1
其他收益	357	351	351	351
营业利润	**-652**	**263**	**68**	**289**
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**-651**	**263**	**68**	**290**
所得税	156	0	0	0
净利润	**-807**	**263**	**68**	**290**
少数股东损益	-1,184	-790	-1,364	-1,593
归属母公司股东净利润	**377**	**1,054**	**1,432**	**1,883**
EPS(元)	0.22	0.61	0.82	1.08

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	-807	-127	-322	-100
折旧与摊销	5,296	5,845	6,486	7,163
财务费用	113	810	775	741
投资损失	-31	-37	-37	-37
营运资金变动	-766	-184	373	229
其他经营现金流	1,223	389	389	389
经营性现金净流量	**5,028**	**6,695**	**7,663**	**8,384**
投资性现金净流量	**-13,075**	**-6,049**	**-5,909**	**-5,949**
筹资性现金净流量	**10,491**	**-1,821**	**-1,290**	**-1,561**
现金流量净额	**2,306**	**-1,175**	**465**	**875**

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	20.18%	24.47%	20.32%	14.15%
营业利润增长率	34.11%	140.32%	-74.25%	327.23%
归母净利润增长率	-1.04%	179.76%	35.96%	31.45%
经营现金流增长率	40.10%	33.17%	14.46%	9.41%
盈利能力				
毛利率	18.72%	19.23%	20.10%	21.02%
净利率	-4.67%	1.22%	0.26%	0.98%
ROE	0.83%	2.28%	3.01%	3.81%
ROA	0.38%	1.05%	1.39%	1.80%
	[illegible]	[illegible]34%		
估值倍数				
P/E	1,490.32	532.72	391.82	298.07
P/S	32.46	26.08	21.67	18.99
P/B	12.43	12.15	11.79	11.34
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	0	81	76	68

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；
投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。