

北方华创 (002371 CH)

受益于半导体产业链加速本地化趋势的推动，2024 年业绩保持稳健

买入 (维持)

北方华创公布了 2024 年全年业绩快报及 2025 年一季度业绩预告。公司 2024 年收入同比增长 35.1%至 298 亿元人民币（低于我们的预测 3.3%，符合彭博一致预期）。强劲的收入增长得益于集成电路装备领域多款新产品取得突破，工艺覆盖度及市场占有率显著增长。2024 年净利润同比增长 44.2%至 56 亿元人民币（低于我们的预测/一致预期 3.2%/1.6%）。公司全年净利率提升至 18.8%（FY23 为 17.7%），主要由于运营效率的提高。2025 年一季度，公司预计收入中值同比增长 39.3%至 82 亿元人民币（超出一致预期 5.5%），净利润中值同比增长 40.3%至 16 亿元人民币（超出一致预期 12.5%）。一季度净利率中值预计为 19.4%（相较去年同期为 19.2%）。我们重申对北方华创的“买入”评级，目标价上调至 512 元人民币，基于 36 倍 FY25 预测市盈率（此前为 30 倍），与同业平均市盈率一致。

■ 在核心产品线的持续创新和技术突破的推动下，公司的市场份额稳步提升。管理层将收入的强劲增长归因于多款新产品成功实现批量出货，包括电容耦合等离子体刻蚀设备（CCP）、等离子体增强化学气相沉积设备（PECVD）、以及原子层沉积设备（ALD）等，这提升了公司在国内半导体设备市场的产品覆盖范围和竞争力。我们预计公司 2025 年收入将同比增长 30.8%，主要得益于市场份额的持续提升和新产品的不断推出。

■ 重申“买入”评级，目标价上调至 512 元人民币。我们维持此前对公司 2025/26 年的预测。新目标价基于 36 倍（同业平均值）2025 年市盈率（此前为 30 倍）。我们预计中国半导体行业的整合将在今年加速，这是我们在 [2025 年策略报告](#) 中提及的四大主题之一。中国半导体设备龙头公司有望继续受益于国内半导体自主可控政策的支持和产业内并购整合趋势的推动。同时，我们认为美国对中国施加的对等关税（4 月 2 日生效）在短期内对公司的影响不大，鉴于其收入仅由国内市场贡献（无海外收入敞口）。从长期来看，本次关税事件将成为供应链本地化加速推进的催化剂，从而利好北方华创等行业领军企业。

■ 主要风险：国内晶圆厂资本支出低于预期、公司研发进展不及预期、上游原材料成本上升等。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	14,688	22,079	30,856	39,030	48,443
同比增长(%)	51.7	50.3	39.7	26.5	24.1
毛利率(%)	43.8	41.1	43.7	44.3	45.3
净利润(百万人民币)	2,352.7	3,899.1	5,806.1	7,546.5	9,872.6
同比增长(%)	118.4	65.7	48.9	30.0	30.8
每股收益(人民币)	4.46	7.36	10.93	14.21	18.59
市盈率(倍)	96.6	58.5	39.4	30.3	23.2
股本回报率(%)	12.8	17.7	21.3	22.5	23.8

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

目标价 **512.00 人民币**
(此前目标价 426.00 人民币)
潜在升幅 **18.8%**
当前股价 **431.01 人民币**

中国半导体

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

蒋嘉豪
(852) 39163739
JiangJiahao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(人民币百万元)	228,550.1
3 月平均流通量(人民币百万 元)	2,674.3
52 周内股价高/低(人民币)	486.69/283.86
总股本(百万)	530.3

资料来源：FactSet

股东结构

北京七星华电科技集团	33.6%
北京电子控股有限责任公司	9.4%

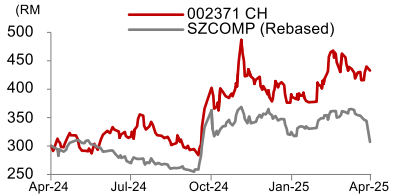
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-7.3%	7.6%
3 - 月	11.6%	17.0%
6 - 月	7.1%	25.4%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 行业估值

公司名称	股票代码	市值	收盘价	市盈率(倍)		每股收益(美元)	
		(百万美元)	(当地货币)	2025 年	2026 年	2025 年	2026 年
国内半导体设备同业							
中微半导体	688012 CH	14,946	176.0	43.9	32.3	0.6	0.7
拓荆科技	688072 CH	5,977	154.0	44.6	32.6	0.5	0.7
华海清科	688120 CH	5,023	156.5	27.3	21.7	0.8	1.0
盛美半导体	688082 CH	5,627	92.6	26.0	20.6	0.5	0.6
华峰测控	688200 CH	2,461	135.0	38.8	30.8	0.5	0.6
平均值				36.1	27.6	0.58	0.72

资料来源: 公司资料, 彭博一致预期 (截至 4 月 8 日), 招银国际环球市场

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (人民币百万元)						
营业收入	9,683	14,688	22,079	30,856	39,030	48,443
营业成本	(5,867)	(8,250)	(13,005)	(17,381)	(21,734)	(26,487)
毛利	3,817	6,438	9,075	13,475	17,296	21,956
运营费用	(2,580)	(3,571)	(4,627)	(6,674)	(8,453)	(10,383)
税金及附加	(84)	(135)	(167)	(203)	(237)	(270)
销售及管理费用	(1,705)	(2,224)	(2,836)	(3,532)	(4,312)	(5,158)
研发费用	(1,297)	(1,845)	(2,475)	(3,703)	(4,606)	(5,619)
其他收益	507	633	852	763	701	664
营业利润	1,236	2,867	4,448	6,801	8,843	11,573
营业外收入	18	14	22	20	22	24
营业外支出	(2)	(27)	(4)	0	0	0
税前利润	1,253	2,854	4,466	6,821	8,865	11,597
所得税费用	(59)	(313)	(433)	(1,023)	(1,330)	(1,740)
净利润	1,193	2,541	4,033	5,797	7,535	9,858
非控股权益	116	188	134	(9)	(11)	(15)
归属于母公司股东的净利润	1,077	2,353	3,899	5,806	7,547	9,873

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (人民币百万元)						
流动资产	22,323	31,117	38,226	44,723	50,314	59,110
现金及现金等价物	9,068	10,435	12,451	10,866	11,125	12,852
应收账款	1,899	2,995	3,767	6,377	7,524	8,933
存货	8,035	13,041	16,992	23,009	25,818	31,509
预付款项	658	1,551	1,480	1,446	1,439	1,543
其他流动资产	2,663	3,096	3,535	3,025	4,409	4,272
非流动资产	8,732	11,434	15,399	19,153	22,927	26,921
固定资产	2,423	2,484	3,352	5,735	6,755	7,870
使用权资产	68	147	215	266	306	326
递延税项	473	363	450	493	566	665
无形资产	2,063	2,003	2,547	5,536	8,037	10,208
商誉	17	18	27	27	27	27
其他非流动资产	3,689	6,419	8,808	7,095	7,235	7,825
总资产	31,054	42,551	53,625	63,876	73,241	86,030
流动负债	11,268	15,770	19,083	24,041	26,119	29,133
短期债务	0	227	23	23	49	81
应付账款	3,499	5,592	6,117	11,026	12,553	15,022
应付税项	110	130	209	107	122	144
其他流动负债	2,096	1,841	3,418	3,075	3,430	4,296
合同负债	5,046	7,198	8,317	8,962	8,991	8,448
应付职工薪酬	517	782	999	848	972	1,142
非流动负债	2,588	6,797	9,717	9,327	9,696	10,415
长期借款	0	3,740	5,835	5,297	5,103	5,053
应付公司债	0	0	0	0	0	0
递延收入	0	2	4	4	4	4
其他非流动负债	2,587	3,055	3,877	4,026	4,589	5,358
总负债	13,856	22,567	28,800	33,368	35,814	39,548
股本	526	529	530	531	531	531
留存收益	2,924	5,159	8,776	14,168	21,098	30,169
其他储备	13,448	14,058	15,061	15,360	15,360	15,360
股东权益总额	16,898	19,746	24,367	30,059	36,989	46,060
少数股东权益	301	238	458	449	438	423
总负债和股东权益	31,054	42,551	53,625	63,876	73,241	86,030

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (人民币百万元)						
经营现金流						
税前利润	1,253	2,854	4,466	6,821	8,865	11,597
折旧摊销	460	552	730	946	1,594	2,197
税款	(59)	(313)	(433)	(1,023)	(1,330)	(1,740)
营运资金变化	(3,133)	(4,424)	(3,409)	(3,613)	(3,316)	(3,592)
其他	703	603	1,012	(2,325)	(2,798)	(3,510)
净经营现金流	(777)	(728)	2,365	805	3,014	4,953
投资现金流						
资本开支	(447)	(1,409)	(1,980)	(1,792)	(2,160)	(2,761)
收购与投资	0	(15)	(81)	0	0	0
处理短期投资所得现金	0	0	3	0	0	0
其他	0	1	0	221	341	504
净投资现金流	(447)	(1,423)	(2,058)	(1,571)	(1,819)	(2,258)
融资现金流						
已支付股息	(114)	(241)	(388)	(589)	(781)	(963)
净借贷	(602)	3,453	1,888	(523)	(168)	(17)
发行股票所得现金	8,497	157	212	299	0	0
其他	(101)	(24)	(66)	1	0	0
净融资现金流	7,680	3,345	1,647	(812)	(949)	(980)
净现金流变动						
年初现金	2,578	9,031	10,261	12,229	10,665	10,923
汇率变动	(4)	37	14	11	12	12
其他	6,457	1,194	1,954	(1,575)	247	1,715
年末现金	9,031	10,261	12,229	10,665	10,923	12,651
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	59.9%	51.7%	50.3%	39.7%	26.5%	24.1%
毛利润	71.8%	68.7%	40.9%	48.5%	28.4%	26.9%
经营利润	84.8%	131.9%	55.1%	52.9%	30.0%	30.9%
净利润	100.7%	118.4%	65.7%	48.9%	30.0%	30.8%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	39.4%	43.8%	41.1%	43.7%	44.3%	45.3%
营业利润率	12.8%	19.5%	20.1%	22.0%	22.7%	23.9%
股本回报率	9.1%	12.8%	17.7%	21.3%	22.5%	23.8%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
流动比率 (倍)	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	2.0
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	200.7	96.6	58.5	39.4	30.3	23.2
市盈率 (摊薄)	200.7	96.9	58.8	39.4	30.3	23.2

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。