

北方华创 (002371 CH, 买入, 目标价: RMB538.00)

买入

持有

卖出

目标价: RMB538.00 当前股价: RMB448.30

股价上行/下行空间 +20%

52 周最高/最低价 (RMB) 490.03/278.13

市值 (US\$mn) 32,902

当前发行数量(百万股) 530

三个月平均日交易额 (US\$mn) 339

流通盘占比 (%) 43

主要股东 (%)

北京七星华电科技 33

北京电子控股 9

香港中央结算有限公司 6

按 2025 年 5 月 7 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (RMB)	538.00	491.00	10%
2025E EPS (RMB)	14.88	14.77	1%
2026E EPS (RMB)	19.26	18.95	2%
2027E EPS (RMB)	23.26	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	38,867 (+0%)	48,570 (+0%)
EPS (RMB)	14.19 (+5%)	18.31 (+5%)

注: 所示市场预测来源于 FactSet。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

研究团队

王国略, 分析师

证书编号: S1680524080001

电话: +86 21 6015 6827

电邮地址: ghwang@huaxingsec.com

1Q25 收入和净利表现超预期

- 2024 年刻蚀和沉积设备业务进展良好。
- 我们认为 2025 年公司业绩的可预见性较强。
- 重申“买入”评级, 目标价上调至人民币 538.00 元。

根据北方华创 2024 年业绩电话会, 公司 2024 年收入同比增长 35.1%至 298.4 亿元, 归母净利润同比增长 44.2%至 56.2 亿元。公司 1Q25 季报显示北方华创 1Q25 收入达 82.1 亿元, 同比增长 38%。随着 2024-2026 年国内先进存储芯片和逻辑芯片产能提升, 我们看好北方华创持续获得半导体设备订单的潜力。

2024 年刻蚀和沉积设备业务进展良好。刻蚀设备方面, 公司 2024 年财报显示北方华创已形成 ICP、CCP、Bevel 刻蚀设备、高选择性刻蚀设备和干法去胶设备的全系列产品布局, 2024 年刻蚀设备收入超 80 亿元。薄膜沉积设备方面, 公司 2024 年财报显示北方华创在薄膜沉积设备领域已形成了物理气相沉积 (PVD)、化学气相沉积 (CVD)、原子层沉积 (ALD) 设备的全系列布局, 2024 年薄膜沉积设备收入超 100 亿元, 并已实现 30 余款 CVD 产品量产, 为 50 家客户出货超 1,000 腔。根据北方华创微信公众号, 公司推出的 12 英寸 Cygnus 系列 PECVD 设备已在 2024 年 11 月交付客户。我们认为该款 PECVD 设备有望在 2025 年确认收入。

我们认为 2025 年公司业绩的可预见性较强。公司 2024 年财报显示北方华创截至 2024 年末的合同负债金额达 62.1 亿元 (2024 年初是 83.2 亿元), 合同负债金额下降主要源于客户预付款比例降低, 但公司强调客户新签订单保持了良好趋势。公司存货从 2024 年初的 169.9 亿元提升至年末的 234.8 亿元, 我们认为存货增加一定程度上反映出公司对 2025 年业绩增长的信心。现金流方面, 公司 1Q25 季报显示当期经营现金流净额为-17.3 亿元, 同比下降 834.0%, 主要原因是公司订单需求明显增加, 相应提高了商品支付贷款金额, 从而对短期现金流造成压力。

重申“买入”评级, 目标价上调至人民币 538.00 元。我们对北方华创的估值为 36 倍 2025 年 P/E (之前为 33 倍 2025 年 P/E), 与其 2023 年 5 月 8 日至 2025 年 5 月 7 日的远期 P/E 均值 (36.0 倍) 保持一致。考虑到北方华创较高的盈利可预见性, 我们认为以上估值为合理水平。**风险提示:** 下游市场需求放缓; 美国潜在的进一步限制; 竞争加剧。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	22,079	29,838	39,005	48,619	59,676
每股收益 (RMB)	7.34	10.58	14.88	19.26	23.26
市盈率 (x)	36.4	30.7	30.1	23.3	19.3
市净率 (x)	5.7	5.3	6.4	5.1	4.1
股本回报率 (%)	16.0	18.1	22.0	22.7	22.1

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: FactSet, 华兴证券预测

盈利预测修正

根据公司 2024 年业绩电话会，北方华创 2024 年收入同比增长 35.1%至 298.4 亿元，主要得益于薄膜沉积设备和 CCP 等刻蚀设备产品销售额的增加。公司 1Q25 季报显示，当季收入达 82.1 亿元，主要归于公司 CCP 和 ALD 等多款新产品 2024 年实现关键技术突破，工艺覆盖度和市占率显著提升。根据公司 2024 年财报，截至 2024 年末合同负债金额达 62.1 亿元（2024 年初是 83.2 亿元），合同负债金额的下降主要是由于客户预付款比例降低。存货从 2024 年初的 169.9 亿元提升至年末的 234.8 亿元，我们认为存货增加一定程度上反映出公司对 2025 年业绩增长的信心。

我们现预测北方华创 2025/2026/2027 年收入分别同比增长 31%/25%/23%，主要是考虑其半导体设备销售的稳步增长。在经营效率提升的背景下，我们预计公司 2025/2026 年毛利率分别达到 43.7%/ 43.3%，净利率分别达到 20.3%/ 21.0%。

图表 1：北方华创—财务数据总结

(人民币百万元)	2022	2023	2024	YoY	1Q24	1Q25	YoY	1Q25 华兴预测	与华兴预测 差异
收入	14,688	22,079	29,838	35%	5,859	8,206	40%	7,514	9%
毛利	6,438	9,075	12,787	41%	2,543	3,530	39%	3,199	10%
销售费用	2,353	3,899	5,621	44%	272	295	8%	310	-5%
管理费用	1,421	1,752	2,111	20%	426	474	11%	488	-3%
研发费用	1,845	2,475	3,669	48%	721	1,026	42%	836	23%
净利润	2,353	3,899	5,621	44%	1,127	1,580	40%	1,332	19%

资料来源：FactSet，华兴证券整理

图表 2：北方华创--预测修正

(人民币百万元)	调整后			调整前			变化		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
总收入	39,005	48,619	59,676	37,143	46,693	N/A	5.0%	4.1%	N/A
同比增长率	31%	25%	23%	32%	26%				
毛利润	17,053	21,059	24,961	16,975	20,994	N/A	0.5%	0.3%	N/A
同比增长率	33%	23%	19%	29%	24%				
毛利率	43.7%	43.3%	41.8%	45.7%	45.0%				
净利润	7,908	10,234	12,362	7,849	10,070	N/A	0.8%	1.6%	N/A
同比增长率	41%	29%	21%	30%	28%				
净利率	20.3%	21.0%	20.7%	21.1%	21.6%				
摊薄每股收益（人民币元）	14.88	19.26	23.26	14.77	19	N/A	0.7%	1.6%	N/A
同比增长率	41%	29%	21%	30%	28%				

资料来源：华兴证券预测

图表 3：北方华创--华兴预测 vs 一致预期

(人民币 百万元)	华兴预测			一致预期			差异		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
总收入	39,005	48,619	59,676	38,867	48,570	59,546	0.4%	0.1%	0.2%
同比增长率	31%	25%	23%	30%	25%	23%			
毛利润	17,053	21,059	24,961	16,837	20,801	24,800	1.3%	1.2%	0.7%
同比增长率	33%	23%	19%	30%	24%	19%			
毛利率	43.7%	43.3%	41.8%	43.3%	42.8%	41.6%			
净利润	7,908	10,234	12,362	7,582	9,781	12,286	4.3%	4.6%	0.6%
同比增长率	41%	29%	21%	35%	29%	26%			
净利率	20.3%	21.0%	20.7%	19.5%	20.1%	20.6%			
摊薄每股收益 (人民币元)	14.88	19.26	23.26	14.19	18.31	23.00	4.9%	5.2%	1.1%
同比增长率	41%	29%	21%	35%	29%	26%			

资料来源：FactSet，华兴证券预测

估值

我们重申对北方华创的“买入”评级，将目标价从人民币 491.00 元上调至人民币 538.00 元。我们继续采用 P/E 对北方华创进行估值。因为考虑到北方华创享有平台化优势，收入和盈利可预见性较高，我们针对北方华创的目标倍数是 36 倍 2025 年 P/E（此前为 33 倍 2025 年 P/E），与该股 2023 年 5 月 8 日至 2025 年 5 月 7 日期间的远期 P/E 均值（36.0 倍）保持一致。同时，我们认为北方华创具备完善的产品矩阵，有望充分受益于半导体设备行业国产替代趋势。重申“买入”评级。

图表 4：北方华创—一年期远期 P/E



资料来源：FactSet，华兴证券预测

图表 5：北方华创 -- 同业估值对比（行业平均值不包括北方华创）

公司	代码	收盘价	市值	净利润				P/E（倍）		2024-27E	PEG
		（人民币）	（百万元人民币）	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	净利润 CAGR	2025E
北方华创	002371 CH	448.30	239,500	5,621	7,908	10,234	12,362	30.3	23.4	30%	1.01
中微公司	688012 CH	189.33	118,000	1,616	2,757	3,877	4,378	42.8	30.4	39%	1.09
芯源微	688037 CH	99.80	20,100	243	380	530	600	52.9	37.9	35%	1.50
盛美上海	688082 CH	106.81	47,100	1,153	1,559	1,934	1,986	30.2	24.4	20%	1.52
长川科技	300604 CH	42.85	27,000	458	827	1,124	1,482	32.6	24.0	48%	0.68
万业企业	600641 CH	14.57	13,600	108	209	283	390	65.1	48.1	54%	1.22
拓荆科技	688072 CH	161.00	45,000	640	981	1,377	1,868	45.9	32.7	43%	1.07
华海清科	688120 CH	165.42	39,200	1,023	1,355	1,710	2,093	28.9	22.9	27%	1.07
平均值				749	1,152	1,548	1,828	42.6	31.5	38%	1.16

注：收盘价截至 2025 年 5 月 7 日。北方华创、中微公司、芯源微来自华兴预测。其他公司数据来自 FactSet。

资料来源：FactSet，华兴证券预测

风险提示

- 下游市场需求放缓：半导体市场的整体放缓可能会影响半导体晶圆厂的投资努力，直接影响对上游设备厂商的订单和需求。
- 美国潜在的进一步限制：2024 年 12 月 2 日，北方华创已被美国工业和安全局（BIS）列入实体清单，这表明涉及该公司的任何先进计算和半导体制造项目的出口、再出口和转让都需要额外的许可证。虽然我们认为，目前这一限制对北方华创当前的运营影响有限，但如果 BIS 扩大限制的范围，无论是直接对北方华创或其任何上游供应商的限制，都可能对其产能产生大于预期的影响，从而给其销售或利润率带来下行风险，因为它可能需要以更高的成本收购原材料。
- 半导体设备的竞争加剧：随着更多的国内半导体设备厂家开始大规模生产和销售半导体设备，海外公司可能开始会更激烈地竞争以维持其市场份额。激烈的竞争可能会损害北方华创的利润率。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
半导体设备收入 (百万元)	27,706	36,893	46,468	57,485
电子元器件收入 (百万元)	2,132	2,112	2,151	2,191
营业收入	29,838	39,005	48,619	59,676
营业成本	(17,051)	(21,951)	(27,560)	(34,714)
毛利润	12,787	17,053	21,059	24,961
管理及销售费用	(6,866)	(8,319)	(9,573)	(11,062)
其中：研发支出	(3,669)	(4,414)	(4,887)	(5,489)
其中：市场营销支出	(1,085)	(1,403)	(1,750)	(2,089)
其中：管理支出	(2,111)	(2,502)	(2,936)	(3,485)
息税前利润	5,743	8,503	11,199	13,597
息税折旧及摊销前利润	6,689	9,527	12,348	14,875
利息收入	170	288	299	299
利息支出	(174)	(167)	(160)	(160)
税前利润	6,511	9,055	11,798	14,196
所得税	(817)	(980)	(1,324)	(1,594)
净利润	5,621	7,908	10,234	12,362
基本每股收益 (RMB)	10.58	14.88	19.26	23.26

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	46,211	53,049	66,032	78,859
货币资金	12,347	15,107	17,580	21,073
应收账款	6,864	7,028	10,288	10,966
存货	23,479	28,844	36,093	44,749
其他流动资产	3,521	2,070	2,070	2,070
非流动资产	19,498	18,465	19,691	20,921
固定资产	6,205	7,267	8,312	9,331
无形资产	4,703	2,608	2,787	3,000
商誉	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
资产	65,709	71,515	85,722	99,780
流动负债	23,482	24,663	29,516	32,324
短期借款	2,124	70	70	70
预收账款	0	0	0	0
应付账款	12,190	13,430	18,283	21,091
长期借款	3,946	5,777	5,777	5,777
非流动负债	10,002	9,659	9,659	9,659
负债	33,484	34,321	39,175	41,983
股份	534	534	534	534
资本公积	16,392	16,392	16,392	16,392
未分配利润	14,111	18,912	28,027	39,036
归属于母公司所有者权益	31,082	35,883	44,997	56,007
少数股东权益	1,144	1,311	1,551	1,791
负债及所有者权益	65,709	71,515	85,722	99,780

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	5,621	7,908	10,234	12,362
折旧摊销	946	1,024	1,149	1,278
利息（收入）/支出	0	0	0	0
其他非现金科目	(41)	1,438	240	240
其他	0	0	0	0
营运资本变动	(4,953)	(4,289)	(5,656)	(6,525)
经营活动产生的现金流量	1,573	6,081	5,966	7,354
资本支出	(2,046)	(2,232)	(2,374)	(2,509)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	(166)	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(2,212)	(2,232)	(2,374)	(2,509)
股利支出	(615)	(865)	(1,119)	(1,352)
债务筹集（偿还）	1,355	(223)	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	740	(1,088)	(1,119)	(1,352)
现金及现金等价物净增加额	107	2,760	2,473	3,493
自由现金流	(473)	3,848	3,592	4,845

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
半导体设备收入 (百万元)	27,706	36,893	46,468	57,485
电子元器件和其他收入 (百万元)	2,132	2,112	2,151	2,191

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	35.1	30.7	24.6	22.7
毛利润	40.9	33.4	23.5	18.5
息税折旧及摊销前利润	58.2	42.4	29.6	20.5
净利润	44.2	40.7	29.4	20.8
稀释每股调整收益	44.2	40.7	29.4	20.8
盈利率 (%)				
毛利率	42.9	43.7	43.3	41.8
息税折旧摊销前利润率	22.4	24.4	25.4	24.9
息税前利润率	19.2	21.8	23.0	22.8
净利率	18.8	20.3	21.0	20.7
净资产收益率	18.1	22.0	22.7	22.1
总资产收益率	8.6	11.1	11.9	12.4
流动资产比率 (x)				
流动比率	2.0	2.2	2.2	2.4
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.1
估值比率 (x)				
市盈率	30.7	30.1	23.3	19.3
市净率	5.3	6.4	5.1	4.1
市销率	8.0	6.1	4.9	4.0

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。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。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。