

2025 年 08 月 29 日

中报业绩点评：25H1 业绩保持快速增长，非 CMP 业务迎来高增

华海清科(688120)

评级：	增持	股票代码：	688120
上次评级：	增持	52 周最高价/最低价：	220.0/104.4
目标价格：		总市值(亿)	459.39
最新收盘价：	129.99	自由流通市值(亿)	459.39
		自由流通股数(百万)	353.41

事件概述

公司发布 2025 年半年度报告。

► 先进制程 CMP 放量+新业务高增，25H1 公司收入端保持快速增长

2025H1 公司营收 19.50 亿元，同比+30.28%，其中 Q2 为 10.37 亿元，同比+27.05%，持续快速增长，基本符合市场预期。分业务来看，1) 我们判断 CMP 设备仍为主要收入构成，订单快速增长，且新签订单中先进制程已实现较大占比；2) 先进封装设备方面，减薄设备订单量大幅增长，划切、边缘磨抛、湿法等已进入多家头部验证；3) 随着存量设备增加，预计耗材维保收入开始放量。截至 25H1 末，公司存货/合同负债为 37.03/17.55 亿元，同比+20.19%/30.81%，在手订单充足，推测主要系先进逻辑、存储等扩产拉动，叠加非 CMP 业务（减薄、离子注入、湿法设备等）进入放量阶段，我们预计 25H2 公司新接订单有望大幅提升，同时全年收入端延续快速增长势头。

► 毛利率维持在较高水平，芯崙并表一定程度影响当前盈利水平

2025H1 公司实现归母净利润/扣非归母净利润为 5.05/4.60 亿元，分别同比+16.82%/+25.02%，其中 Q2 为 2.72/2.48 亿元，分别同比+18.01%/+26.32%，符合市场预期。2025H1 公司净利率/扣非净利率为 25.92%/23.62%，分别同比-2.99pct/-0.99pct，盈利水平有所下降。具体来看：1) 毛利端：25H1 毛利率为 46.08%，同比持平，其中 Q2 为 45.82%，同比+0.89pct，推测系产品结构等正常波动；2) 费用端：25H1 期间费用率为 23.98%，同比+2.34pct，费用率提升是盈利水平下滑的主要原因，其中销售、管理、研发和财务费用率同比-1.36/+1.48/+1.11/+1.11pct，主要系收购芯崙公司影响；3) 非经常损益同比减少 1937 万元（政府补助减少），一定程度压制利润表现。

► CMP 受益先进制程扩产，减薄、离子注入等成长逻辑清晰

1) AI 产业趋势下，中国大陆先进制程扩产未来五年确定向上，公司 12 英寸及 8 英寸等 CMP 装备在国内客户端已占据较高市场份额，2025H1 新签 CMP 装备订单中先进制程的订单已实现较大占比，公司部分先进制程 CMP 装备在国内多家头部客户实现全部工艺验证，持续受益先进制程扩产。2) 先进封装领域，公司已经完成减薄机、划切、晶圆减薄贴膜一体机等设备布局，客户进展顺利，持续构建完整的切、磨、抛核心设备产品线，2025 年相关设备开始进入放量阶段，对标 DISCO 成长逻辑打通。2024 年 DISCO 营收 26.82 亿美元，中国大陆收入约 8.55 亿美元，可见切磨抛市场广阔，公司有望借此再造一个主业，市场显著低估；离子注入领域，公司已完成先进制程大束流机型全覆盖，并积极布局中束流及高能离子注入机等设备。

投资建议

我们维持 2025-2027 年公司营收预测为 45.54、58.66、75.90 亿元，分别同比+33.7%、+28.8%、+29.4%；归母净利润预测为 13.48、17.30、22.20 亿元，分别同比+31.7%、+28.4%、+28.4%；对应 EPS 为 3.81、4.89、6.28 元。2025/8/28 日股价 129.99 元对应 PE 分别为 34.09、26.56、20.69 倍，维持“增持”评级。

风险提示

新品产业化进度不及预期、行业竞争格局恶化等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,508	3,406	4,554	5,866	7,590
YoY (%)	52.1%	35.8%	33.7%	28.8%	29.4%
归母净利润(百万元)	724	1,023	1,348	1,730	2,220
YoY (%)	44.3%	41.4%	31.7%	28.4%	28.4%
毛利率 (%)	43.5%	43.2%	46.4%	46.7%	46.8%
每股收益 (元)	3.06	4.33	3.81	4.89	6.28
ROE	13.1%	15.8%	17.2%	18.1%	18.8%
市盈率	42.48	30.02	34.09	26.56	20.69

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：黄瑞连

邮箱：huangr1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524030001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,406	4,554	5,866	7,590	净利润	1,023	1,348	1,730	2,220
YoY (%)	35.8%	33.7%	28.8%	29.4%	折旧和摊销	90	136	150	151
营业成本	1,935	2,439	3,127	4,039	营运资金变动	55	-157	10	-71
营业税金及附加	30	36	42	55	经营活动现金流	1,155	1,346	1,936	2,324
销售费用	122	159	205	266	资本开支	-322	-270	-214	-160
管理费用	191	228	293	380	投资	-323	0	0	0
财务费用	-24	-12	-25	-57	投资活动现金流	-592	-241	-155	-84
研发费用	382	478	587	759	股权募资	0	13	0	0
资产减值损失	-21	-28	-30	-20	债务募资	-210	134	100	0
投资收益	48	57	59	76	筹资活动现金流	-389	134	45	-60
营业利润	1,118	1,464	1,880	2,413	现金净流量	174	1,239	1,826	2,180
营业外收支	0	0	0	0	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	1,118	1,465	1,880	2,413	成长能力				
所得税	95	117	150	193	营业收入增长率	35.8%	33.7%	28.8%	29.4%
净利润	1,023	1,348	1,730	2,220	净利润增长率	41.4%	31.7%	28.4%	28.4%
归属于母公司净利润	1,023	1,348	1,730	2,220	盈利能力				
YoY (%)	41.4%	31.7%	28.4%	28.4%	毛利率	43.2%	46.4%	46.7%	46.8%
每股收益	4.33	3.81	4.89	6.28	净利率	30.0%	29.6%	29.5%	29.3%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	8.7%	10.4%	11.2%	11.7%
货币资金	2,761	4,000	5,826	8,007	净资产收益率 ROE	15.8%	17.2%	18.1%	18.8%
预付款项	40	73	94	121	偿债能力				
存货	3,268	3,029	3,435	4,427	流动比率	2.11	2.56	2.71	2.71
其他流动资产	2,763	2,740	2,973	3,266	速动比率	1.27	1.68	1.86	1.86
流动资产合计	8,832	9,843	12,328	15,821	现金比率	0.66	1.04	1.28	1.37
长期股权投资	224	224	224	224	资产负债率	44.9%	39.3%	38.1%	37.8%
固定资产	965	1,013	1,037	1,046	经营效率				
无形资产	228	220	212	212	总资产周转率	0.33	0.37	0.41	0.44
非流动资产合计	2,919	3,092	3,156	3,165	每股指标 (元)				
资产合计	11,751	12,935	15,484	18,986	每股收益	4.33	3.81	4.89	6.28
短期借款	28	28	28	28	每股净资产	27.34	22.18	27.11	33.39
应付账款及票据	1,306	1,592	1,998	2,580	每股经营现金流	4.88	3.81	5.48	6.58
其他流动负债	2,852	2,228	2,531	3,231	每股股利	0.55	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,186	3,847	4,557	5,839	估值分析				
长期借款	361	486	586	586	PE	30.02	34.09	26.56	20.69
其他长期负债	724	755	755	755	PB	5.96	5.86	4.80	3.89
非流动负债合计	1,085	1,240	1,340	1,340					
负债合计	5,271	5,088	5,897	7,179					
股本	237	352	352	352					
少数股东权益	7	7	7	7					
股东权益合计	6,480	7,847	9,587	11,807					
负债和股东权益合计	11,751	12,935	15,484	18,986					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。