

北方华创 (002371 CH)

长期增长轨迹稳健，无惧季节性波动影响；维持“买入”评级

北方华创发布了稳健的 2025 年二季度业绩，公司收入为 79 亿元人民币，同比增长 22%，环比下降 3%，主要因一季度收入为高基数（历史第二高）所导致的季节性波动。毛利率收窄至 41.3%（同比下降 6.0 个百分点、环比下降 1.7 个百分点），受电子元器件业务利润率较低的影响所致。净利润为 16 亿元（同比下降 2%、环比增长 3%）。净利率提升至 20.5%（2024 年、25 年一季度分别为 18.8%、19.3%），显示公司出色的运营与成本管控能力。我们持续看好公司的成长轨迹，公司在中国半导体设备国产替代进程中占据重要的战略地位。我们预计 2025/26 年收入将同比增长 32%/26%。重申“买入”评级，目标价上调至 460 元人民币。

- **中国半导体设备龙头正受益于国产替代的趋势。**我们认为北方华创半导体设备业务的增长势头稳健，上半年收入超 130 亿元（2024 年全年营收超 210 亿元，预计公司在国内市占率超 5%）。按产品类别划分，公司上半年的刻蚀、沉积、热处理以及清洗设备收入分别超 50 亿元、65 亿元、10 亿元和 5 亿元。四大品类合计占销售额的 80% 以上（去年上半年约占 70%）。我们预计公司上半年半导体设备的销售额同比增长约 50%。
- **公司通过研发与收购加速平台扩张，有效提升市场渗透与盈利能力。**公司自 2025 年 3 月进军离子注入设备市场，并推出多款 12 英寸产品。同时，公司已完成对芯源微（688037 CH，未评级）的收购，新增涂胶显影、键合及清洗设备的能力（芯源微的清洗产品收入未计入公司上半年销售额）。截至 2025 年 6 月，公司持有芯源微 17.87% 股权，为第一大股东。我们认为北方华创的产品组合扩展有望提升公司的市场份额，同时收购带来的协同效应预计会提高公司的盈利能力。我们预测 2025/26 年公司的半导体设备销售额将同比增长 47%/31%。
- **维持“买入”评级，新目标价为 460 元人民币。**目标价基于 35 倍 2026 年预测市盈率，较五年历史均值持平（此前为 36.8 倍 2025 年预测市盈率）。凭借丰富的产品组合和持续加速的国产替代趋势驱动，我们认为北方华创是中国半导体设备市场上的最具优势的参与者。主要风险包括：(1) 国内资本开支不及预期；(2) 地缘政治风险导致供应链中断；(3) 市场竞争加剧。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入(百万人民币)	22,079	29,967	39,473	49,588	59,236
同比增长(%)	50.3	35.7	31.7	25.6	19.5
毛利率(%)	41.1	43.0	41.8	42.7	43.3
净利润(百万人民币)	3,899.1	5,630.9	7,297.0	9,398.5	11,502.0
同比增长(%)	65.7	44.4	29.6	28.8	22.4
股本回报率(%)	17.7	20.3	21.2	22.3	22.3

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价	460.00 人民币
(旧目标价)	379.26 人民币)
潜在升幅	23.5%
当前股价	372.50 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(百万人民币)	268,945.0
3 月平均流通量(百万人民币)	2,251.7
52 周内股价高/低(人民币)	396.93/210.27
总股本(百万)	722.0

资料来源：FactSet

股东结构

北京七星华电科技集团	33.3%
北京电子控股有限公司	9.4%

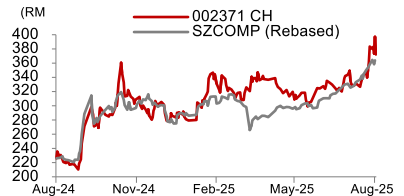
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	8.0%	-1.8%
3 - 月	18.3%	-3.6%
6 - 月	12.4%	-6.8%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1:招银国际预测 vs. 彭博一致预期

人民币百万元	招银国际预测			彭博一致预期			对比 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	39,473	49,588	59,236	38,841	48,443	59,044	1.6%	2.4%	0.3%
毛利	16,485	21,175	25,643	16,837	21,124	25,833	-2.1%	0.2%	-0.7%
净利润	7,297	9,398	11,502	7,632	9,752	12,157	-4.4%	-3.6%	-5.4%
每股收益 (人民币)	10.12	13.03	15.95	11.56	14.64	17.75	-12.5%	-11.0%	-10.2%
毛利率	41.8%	42.7%	43.3%	43.3%	43.6%	43.8%	-1.6 ppt	-0.9 ppt	-0.5 ppt
净利率	18.5%	19.0%	19.4%	19.6%	20.1%	20.6%	-1.2 ppt	-1.2 ppt	-1.2 ppt

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

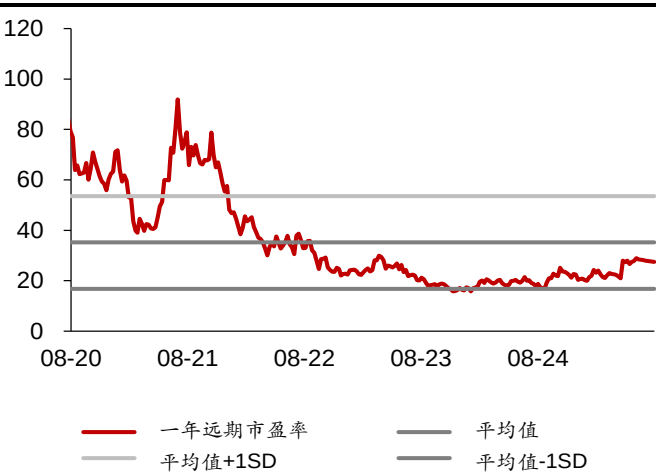
图 2: 招银国际最新预测 vs. 过往预测

人民币百万元	最新预测			过往预测			对比 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	39,473	49,588	59,236	38,909	48,481	58,243	1.5%	2.3%	1.7%
毛利	16,485	21,175	25,643	16,887	21,332	26,209	-2.4%	-0.7%	-2.2%
净利润	7,297	9,398	11,502	7,427	9,509	12,269	-1.7%	-1.2%	-6.2%
每股收益 (人民币)	10.12	13.03	15.95	13.90	17.80	22.97	-27.2%	-26.8%	-30.6%
毛利率	41.8%	42.7%	43.3%	43.4%	44.0%	45.0%	-1.6 ppt	-1.3 ppt	-1.7 ppt
净利率	18.5%	19.0%	19.4%	19.1%	19.6%	21.1%	-0.6 ppt	-0.7 ppt	-1.6 ppt

资料来源: 招银国际环球市场预测

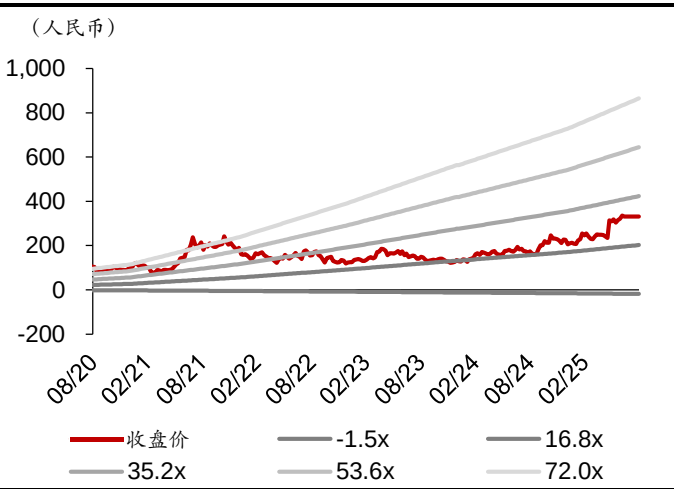
注: 2025 年上半年股本扩张导致每股收益稀释

图 3: 北方华创一年远期市盈率区间



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 4: 北方华创动态市盈率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	14,688	22,079	29,967	39,473	49,588	59,236
销售成本	(8,250)	(13,005)	(17,092)	(22,989)	(28,413)	(33,593)
毛利	6,438	9,075	12,875	16,485	21,175	25,643
运营费用	(3,571)	(4,627)	(6,308)	(8,360)	(10,704)	(12,823)
销售费用	(135)	(167)	(178)	(215)	(246)	(264)
销售	(2,224)	(2,836)	(3,231)	(3,624)	(4,156)	(4,609)
研发费用	(1,845)	(2,475)	(3,683)	(5,167)	(6,888)	(8,524)
其他	633	852	784	647	586	575
运营利润	2,867	4,448	6,566	8,125	10,471	12,820
其他收入	14	22	21	24	24	24
其他费用	(27)	(4)	(34)	0	0	0
税前利润	2,854	4,466	6,553	8,149	10,495	12,844
所得税	(313)	(433)	(817)	(815)	(1,050)	(1,284)
税后利润	2,541	4,033	5,736	7,334	9,446	11,560
非控股权益	188	134	105	37	47	58
净利润	2,353	3,899	5,631	7,297	9,398	11,502

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	31,117	38,226	46,211	59,219	65,722	73,895
现金与现金等价物	10,435	12,451	12,347	14,959	16,055	17,393
应收账款	2,995	3,767	6,045	8,447	10,030	12,366
存货	13,041	16,992	23,479	30,686	33,457	37,410
预付款项	1,551	1,480	889	1,675	1,871	2,111
其他流动资产	3,096	3,535	3,451	3,452	4,309	4,616
非流动资产	11,434	15,399	19,498	26,705	30,265	34,419
物业及厂房及设备 (净额)	2,484	3,352	6,205	7,314	7,167	6,933
使用权资产	147	215	224	107	15	(43)
递延税项	363	450	707	890	995	1,123
无形资产	2,003	2,547	4,703	8,846	9,761	10,921
商誉	18	27	38	60	60	60
其他非流动资产	6,419	8,808	7,622	9,486	12,268	15,425
总资产	42,551	53,625	65,709	85,923	95,988	108,315
流动负债	15,770	19,083	23,482	34,918	35,237	36,227
短期债务	227	23	3	8,728	9,181	9,492
应付账款	5,592	6,117	10,165	11,249	9,769	8,638
应付税款	130	209	383	536	599	676
其他流动负债	1,841	3,418	5,492	6,425	6,774	7,361
合同负债	7,198	8,317	6,214	7,242	8,090	9,129
应计费用	782	999	1,225	738	824	930
非流动负债	6,797	9,717	10,002	11,981	13,113	13,934
长期债务	3,740	5,835	3,946	4,470	4,750	4,526
应付公司债	0	0	0	0	0	0
递延收入	2	4	1	10	10	10
其他非流动负债	3,055	3,877	6,055	7,500	8,353	9,398
总负债	22,567	28,800	33,484	46,899	48,350	50,161
股本	529	530	534	722	722	722
留存收益	5,159	8,776	13,894	20,527	29,094	39,553
其他储备	14,058	15,061	16,653	16,595	16,595	16,595
股东权益总额	19,746	24,367	31,082	37,843	46,410	56,869
少数股东权益	238	458	1,144	1,180	1,228	1,285
总负债和股东权益	42,551	53,625	65,709	85,923	95,988	108,315

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	2,854	4,466	6,553	8,149	10,495	12,844
折旧摊销	552	730	1,071	1,204	1,801	2,033
税款	(313)	(433)	(817)	(815)	(1,050)	(1,284)
营运资金变化	(4,424)	(3,409)	(6,364)	(6,705)	(6,379)	(7,176)
其他	603	1,012	1,173	(478)	(1,477)	(1,772)
净经营现金流	(728)	2,365	1,616	1,355	3,390	4,645
投资现金流						
资本开支	(1,409)	(1,980)	(2,046)	(1,860)	(2,254)	(2,426)
收购与投资	(15)	(81)	(173)	0	0	0
处理短期投资所得现金	0	3	0	0	0	0
其他	1	0	8	(4,081)	290	297
净投资现金流	(1,423)	(2,058)	(2,212)	(5,941)	(1,964)	(2,130)
融资现金流						
已支付股息	(241)	(388)	(615)	(759)	(1,011)	(1,230)
净借贷	3,453	1,888	132	8,195	731	88
发行股票所得现金	157	212	1,280	125	0	0
其他	(24)	(66)	(57)	(94)	(98)	(98)
净融资现金流	3,345	1,647	740	7,466	(378)	(1,241)
净现金流变动						
年初现金	9,031	10,261	12,229	12,336	14,905	16,001
汇率变动	37	14	5	(313)	48	62
其他	1,194	1,954	102	2,883	1,048	1,275
年末现金	10,261	12,229	12,336	14,905	16,001	17,338
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	51.7%	50.3%	35.7%	31.7%	25.6%	19.5%
毛利润	68.7%	40.9%	41.9%	28.0%	28.5%	21.1%
经营利润	131.9%	55.1%	47.6%	23.7%	28.9%	22.4%
净利润	118.4%	65.7%	44.4%	29.6%	28.8%	22.4%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	43.8%	41.1%	43.0%	41.8%	42.7%	43.3%
营业利润率	19.5%	20.1%	21.9%	20.6%	21.1%	21.6%
股本回报率	12.8%	17.7%	20.3%	21.2%	22.3%	22.3%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
流动比率 (倍)	2.0	2.0	2.0	1.7	1.9	2.0
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						

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定。

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)所定义的认可投资者，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。