

## 北方华创 (002371 CH, 买入, 目标价: RMB486.00)

买入

持有

卖出

### 看好公司中长期订单获取能力

目标价: RMB486.00 当前股价: RMB415.50

股价上行/下行空间 +17%

52 周最高/最低价 (RMB) 473.66/275.22

市值 (US\$mn) 42,165

当前发行数量(百万股) 722

三个月平均日交易额 (US\$mn) 582

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

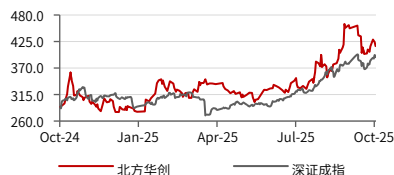
按 2025 年 10 月 30 日收市数据

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)       | 486.00 | 457.00 | 6%  |
| 2025E EPS (RMB) | 10.79  | 10.79  | 0%  |
| 2026E EPS (RMB) | 14.28  | 14.28  | 0%  |
| 2027E EPS (RMB) | 17.24  | 17.24  | 0%  |

### 股价表现



资料来源: FactSet

### 华兴对比市场预测 (差幅%)

|            | 2025E        | 2026E        |
|------------|--------------|--------------|
| 营收 (RMBmn) | 38,751 (-0%) | 48,872 (+0%) |
| EPS (RMB)  | 10.26 (+5%)  | 13.24 (+8%)  |

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。

- 3Q25 刻蚀、沉积及离子注入业务进展良好。
- 我们认为 2026 年公司业绩可预见性依然较强。
- 重申“买入”评级, 上调目标价至人民币 486.00 元。

根据公司 2025 年前三季度报告, 前三季度实现营业收入 273.0 亿元, 同比增长 33.0%; 归母净利润 44.6 亿元, 同比增长 14.8%。我们看好 2025–2027 年国内先进存储芯片和逻辑芯片的扩产, 并同时看好北方华创持续获得半导体设备订单的潜力。

3Q25 刻蚀、沉积及离子注入业务进展良好。刻蚀与薄膜沉积设备方面, 在既有全系列产品布局基础上, 3Q25 刻蚀设备实现收入超 65 亿元, 薄膜沉积设备收入超 80 亿元。湿法设备方面, 公司在 9M25 期间完成了对芯源微控股股权的收购并纳入合并报表, 丰富了公司在前道物理清洗和前道化学清洗领域的布局。离子注入设备方面, 公司于 2025 年 3 月宣布正式进入离子注入设备市场, 并发布多款 12 英寸机型, 标志着公司在关键设备国产替代进程中实现突破。

我们认为 2026 年公司业绩可预见性依然较强。公司 2025 年前三季度报告显示, 截至 9M25 合同负债金额在 55.0 亿元, 印证了新签订单良好趋势的事实。公司存货由 2024 年末的 236.5 亿元增至 3Q25 末的 313.4 亿元, 我们认为存货增加也在一定程度上反映出了公司对后续业绩增长信心。据天眼查公开信息显示, 2025 年 9 月 5 日, 长存三期 (武汉) 集成电路有限责任公司成立, 注册资本 207.2 亿元, 长江存储持股 50.19%, 认缴 104 亿元, 剩余 103.2 亿元股本由湖北和武汉国资认缴。随着长存等存储厂扩产, 我们看好北方华创持续获得新增订单驱动收入增长的潜力。

重申“买入”评级, 上调目标价至人民币 486.00 元。我们对北方华创的估值为 34 倍 2026EP/E, 考虑到公司的产品矩阵扩展有助于公司提高盈利的可预见性。风险提示: 人才储备风险; 全球供应链不确定性; 竞争加剧; 下游市场需求放缓; 并购整合风险。

### 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 | 38,569 | 49,035 | 60,311 |
| 每股收益 (RMB)    | 7.34   | 10.58  | 10.79  | 14.28  | 17.24  |
| 市盈率 (x)       | 26.9   | 22.8   | 38.5   | 29.1   | 24.1   |
| 市净率 (x)       | 4.2    | 4.0    | 8.1    | 6.5    | 5.2    |
| 股本回报率 (%)     | 16.0   | 18.1   | 21.8   | 22.9   | 22.2   |

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

### 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

# 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        | 46,884        | 58,120        |
| 电子元器件收入 (百万元)       | 2,132         | 1,676         | 2,151         | 2,191         |
| <b>营业收入</b>         | <b>29,838</b> | <b>38,569</b> | <b>49,035</b> | <b>60,311</b> |
| 营业成本                | (17,051)      | (21,904)      | (27,815)      | (35,147)      |
| <b>毛利润</b>          | <b>12,787</b> | <b>16,665</b> | <b>21,220</b> | <b>25,165</b> |
| 管理及销售费用             | (6,866)       | (8,358)       | (9,654)       | (11,179)      |
| 其中：研发支出             | (3,669)       | (4,544)       | (4,928)       | (5,546)       |
| 其中：市场营销支出           | (1,085)       | (1,273)       | (1,765)       | (2,111)       |
| 其中：管理支出             | (2,111)       | (2,541)       | (2,961)       | (3,522)       |
| <b>息税前利润</b>        | <b>5,743</b>  | <b>8,085</b>  | <b>11,278</b> | <b>13,680</b> |
| <b>息税折旧及摊销前利润</b>   | <b>6,689</b>  | <b>9,108</b>  | <b>12,426</b> | <b>14,958</b> |
| 利息收入                | 170           | 186           | 299           | 299           |
| 利息支出                | (174)         | (179)         | (160)         | (160)         |
| <b>税前利润</b>         | <b>6,511</b>  | <b>8,527</b>  | <b>11,877</b> | <b>14,279</b> |
| 所得税                 | (817)         | (635)         | (1,332)       | (1,602)       |
| <b>净利润</b>          | <b>5,621</b>  | <b>7,785</b>  | <b>10,305</b> | <b>12,438</b> |
| <b>基本每股收益 (RMB)</b> | <b>10.58</b>  | <b>10.79</b>  | <b>14.28</b>  | <b>17.24</b>  |

## 资产负债表

| (RMBmn)            | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>        | <b>46,211</b> | <b>52,825</b> | <b>66,274</b> | <b>78,962</b> |
| 货币资金               | 12,347        | 15,150        | 16,806        | 20,960        |
| 应收账款               | 6,864         | 6,873         | 10,592        | 10,889        |
| 存货                 | 23,479        | 28,731        | 36,805        | 45,043        |
| 其他流动资产             | 3,521         | 2,070         | 2,070         | 2,070         |
| <b>非流动资产</b>       | <b>19,498</b> | <b>18,465</b> | <b>19,691</b> | <b>20,921</b> |
| 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             |
| <b>资产</b>          | <b>65,709</b> | <b>71,290</b> | <b>85,964</b> | <b>99,884</b> |
| <b>流动负债</b>        | <b>23,482</b> | <b>24,608</b> | <b>29,864</b> | <b>32,466</b> |
| 短期借款               | 2,124         | 70            | 70            | 70            |
| 预收账款               | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应付账款               | 12,190        | 13,375        | 18,631        | 21,234        |
| 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         |
| <b>负债</b>          | <b>33,484</b> | <b>34,266</b> | <b>39,523</b> | <b>42,125</b> |
| 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        | 18,802        | 27,980        | 39,057        |
| <b>归属于母公司所有者权益</b> | <b>31,082</b> | <b>35,773</b> | <b>44,951</b> | <b>56,028</b> |
| 少数股东权益             | 1,144         | 1,251         | 1,491         | 1,731         |
| <b>负债及所有者权益</b>    | <b>65,709</b> | <b>71,290</b> | <b>85,964</b> | <b>99,884</b> |

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          |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>净利润</b>          | <b>5,621</b>   | <b>7,785</b>   | <b>10,305</b>  | <b>12,438</b>  |
| 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)           | 1,378          | 240            | 240            |
| 其他                  | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 营运资本变动              | (4,953)        | (4,077)        | (6,537)        | (5,932)        |
| <b>经营活动产生的现金流量</b>  | <b>1,573</b>   | <b>6,110</b>   | <b>5,157</b>   | <b>8,023</b>   |
| 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              |
| <b>投资活动产生的现金流量</b>  | <b>(2,212)</b> | <b>(2,232)</b> | <b>(2,374)</b> | <b>(2,509)</b> |
| 股利支出                | (615)          | (851)          | (1,127)        | (1,360)        |
| 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              |
| <b>筹资活动产生的现金流量</b>  | <b>740</b>     | <b>(1,074)</b> | <b>(1,127)</b> | <b>(1,360)</b> |
| <b>现金及现金等价物净增加额</b> | <b>107</b>     | <b>2,803</b>   | <b>1,656</b>   | <b>4,154</b>   |
| <b>自由现金流</b>        | <b>(473)</b>   | <b>3,877</b>   | <b>2,783</b>   | <b>5,514</b>   |

## 关键假设

|                  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 半导体设备收入 (百万元)    | 27,706 | 36,893 | 46,884 | 58,120 |
| 电子元器件和其他收入 (百万元) | 2,132  | 1,676  | 2,151  | 2,191  |

## 财务比率

|                   | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>YoY (%)</b>    |       |       |       |       |
| 营业收入              | 35.1  | 29.3  | 27.1  | 23.0  |
| 毛利润               | 40.9  | 30.3  | 27.3  | 18.6  |
| 息税折旧及摊销前利润        | 58.2  | 36.2  | 36.4  | 20.4  |
| 净利润               | 44.2  | 38.5  | 32.4  | 20.7  |
| 稀释每股调整收益          | 44.2  | 2.0   | 32.4  | 20.7  |
| <b>盈利率 (%)</b>    |       |       |       |       |
| 毛利率               | 42.9  | 43.2  | 43.3  | 41.7  |
| 息税折旧摊销前利润率        | 22.4  | 23.6  | 25.3  | 24.8  |
| 息税前利润率            | 19.2  | 21.0  | 23.0  | 22.7  |
| 净利率               | 18.8  | 20.2  | 21.0  | 20.6  |
| 净资产收益率            | 18.1  | 21.8  | 22.9  | 22.2  |
| 总资产收益率            | 8.6   | 10.9  | 12.0  | 12.5  |
| <b>流动资产比率 (x)</b> |       |       |       |       |
| 流动比率              | 2.0   | 2.1   | 2.2   | 2.4   |
| 速动比率              | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 1.0   |
| <b>估值比率 (x)</b>   |       |       |       |       |
| 市盈率               | 22.8  | 38.5  | 29.1  | 24.1  |
| 市净率               | 4.0   | 8.1   | 6.5   | 5.2   |
| 市销率               | 10.0  | 7.8   | 6.1   | 5.0   |

## 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%。