

科技

收盘价

人民币 407.05

目标价

人民币 500.00个

潜在涨幅

+22.8%

2025 年 11 月 4 日

北方华创 (002371 CH)

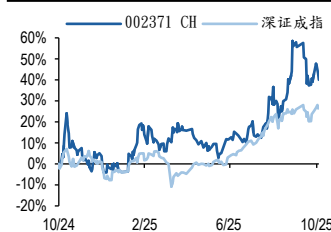
3Q25 业绩维持高增长；上调目标价

- 三季度营收增速超预期，毛利率韧性强：**3Q25 北方华创营收 111.6 亿元（人民币，下同；同比增长约 39%），超过我们之前预期。我们认为主要是因为中国内地集成电路装备市场持续增长，公司凭借高效的产品研发能力和快速的客户响应速度，工艺覆盖度和市场占有率稳步提升，公司市场份额持续扩大，营业收入同比增加。3Q25 毛利率 40.3%，环比下降 1 个百分点，但我们认为公司毛利率水平在持续高速增长过程中表现出较强韧性。3Q25 净利润/稀释后 EPS 分别为 19.2 亿元/2.66 元，基本符合我们之前的预期。
- 平台型半导体设备龙头优势明显：**公司作为国产半导体设备龙头的平台型公司持续扩充产品线。之前公司发布 12 寸先进低压化学气相沉积 CVD 产品，主要面向高端逻辑和存储芯片领域的非晶硅、多晶硅沉积技术，攻克高深宽比结构填充，高平坦度薄膜生长和兼容低温三大工艺难点，进一步确认公司在国产薄膜沉积领域的技术优势。公司之前宣布进入离子注入领域。我们认为公司产品线仍有进一步扩充的潜力。我们预测公司 2025 年刻蚀/薄膜沉积/热处理/湿法设备收入分别为 117.0/146.2/27.2/14.8 亿元。
- 重申买入，上调目标价至人民币 500 元：**整体看，我们看到中国半导体设备市场需求尚未出现之前市场担心的在 2025 年增速减缓的迹象。我们从海关数据看到，六月以来进口量同比恢复增长，并在 8 月达到高个位数。我们认为，虽然逻辑电路成熟制程需求呈现温和上涨趋势，但存储器市场需求旺盛且先进制程对半导体设备需求继续呈正面影响，且国产设备增速或显著高于进口设备增速。北方华创作为国产半导体设备平台型龙头公司，或将进一步从中受益。我们因此上调 2025/26/27 年收入预期至 390.5/488.3/589.5 亿元（前值 372.1/460.7/553.3 亿元）。我们预测公司毛利率或维持在 40%-45% 之间，预测 2025/26/27 年净利润 72.9/97.5/123.2 亿元（前值 73.5/94.5/115.8 亿元）。我们认为相对于同业，北方华创从估值水平看更具吸引力。我们维持买入评级，上调目标价到 500 元（原 430 元），对应 37 倍 2026 年市盈率。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (人民币)	460.68
52周低位 (人民币)	277.85
市值 (百万人民币)	294,740.83
日均成交量 (百万)	7.51
年初至今变化 (%)	40.54
200天平均价 (人民币)	352.73

资料来源：FactSet

王大卫, PhD, CFA

Dawei.wang@bocomgroup.com

(852) 3766 1867

童钰枫

Carrie.Tong@bocomgroup.com

(852) 3766 1804

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	22,079	29,838	39,054	48,842	58,950
同比增长 (%)	50.3	35.1	30.9	25.1	20.7
净利润 (百万人民币)	3,899	5,621	7,285	9,754	12,319
每股盈利 (人民币)	5.45	7.83	10.10	13.52	17.07
同比增长 (%)	65.0	43.6	28.9	33.9	26.3
前EPS预测值 (人民币)			10.19	13.09	16.04
调整幅度 (%)			-0.9	3.2	6.4
市盈率 (倍)	74.6	52.0	40.3	30.1	23.8
每股账面净值 (人民币)	34.08	43.30	53.12	66.90	84.28
市账率 (倍)	11.94	9.40	7.66	6.08	4.83

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 北方华创 3Q25 业绩

百万人民币	3Q25	3Q24	同比	2Q25	环比	3Q25 实际值	交银预测	差异
营业收入	11,160	8,018	39%	7,936	41%	11,160	9,852	13%
毛利润	4,498	3,388	33%	3,277	37%	4,498	4,314	4%
营业利润	2,075	1,793	16%	1,472	41%	2,075	2,097	(1%)
净利润	1,922	1,682	14%	1,627	18%	1,922	1,964	(2%)
基本 EPS (人民币)	2.66	2.34	14%	2.26	18%	2.66	2.72	(2%)
利润率	3Q25	3Q24	同比 百分点	2Q25	环比 百分点	实际值	交银预测	差异 百分点
毛利率	40.3%	42.3%	(2.0)	41.3%	(1.0)	40.3%	43.8%	(3.5)
营业费用率	21.7%	19.9%	1.8	22.7%	(1.0)	21.7%	22.5%	(0.8)
营业利润率	18.6%	22.4%	(3.8)	18.5%	0.0	18.6%	21.3%	(2.7)
净利率	17.2%	21.0%	(3.8)	20.5%	(3.3)	17.2%	19.9%	(2.7)

资料来源: Visible Alpha, 交银国际预测

图表 2: 交银国际预测调整

百万人民币	2025E			2026E			2027E		
	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异
营业收入	39,054	37,207	5%	48,842	46,071	6%	58,950	55,331	7%
毛利润	16,259	15,983	2%	21,351	20,384	5%	25,594	24,005	7%
营业利润	7,592	7,643	(1%)	10,383	10,040	3%	13,392	12,552	7%
净利润	7,285	7,353	(1%)	9,754	9,447	3%	12,319	11,577	6%
基本 EPS (人民币)	10.10	10.19	(1%)	13.52	13.09	3%	17.07	16.04	6%
利润率			百分点			百分点			百分点
毛利率	41.6%	43.0%	(1.3)	43.7%	44.2%	(0.5)	43.4%	43.4%	0.0
营业费用率	22.2%	22.4%	(0.2)	22.5%	22.5%	0.0	20.7%	20.7%	(0.0)
营业利润率	19.4%	20.5%	(1.1)	21.3%	21.8%	(0.5)	22.7%	22.7%	0.0
净利率	18.7%	19.8%	(1.1)	20.0%	20.5%	(0.5)	20.9%	20.9%	(0.0)

资料来源: 交银国际预测

图表 3: 北方华创 (002371 CH)评级及目标价



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 北方华创 (002371 CH)评级及目标价

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
1810 HK	小米集团	买入	43.20	60.00	38.9%	2025 年 08 月 21 日	消费电子
TSM US	台积电	买入	300.43	360.00	19.8%	2025 年 10 月 17 日	晶圆代工
1347 HK	华虹半导体	买入	79.75	90.00	12.9%	2025 年 10 月 14 日	晶圆代工
981 HK	中芯国际	买入	75.00	90.00	20.0%	2025 年 10 月 14 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	202.49	240.00	18.5%	2025 年 10 月 31 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	256.12	248.00	-3.2%	2025 年 10 月 08 日	半导体设计
603501 CH	豪威集团	买入	130.71	180.00	37.7%	2025 年 04 月 30 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	74.69	76.00	1.8%	2025 年 10 月 31 日	半导体设计
002371 CH	北方华创	买入	407.05	500.00	22.8%	2025 年 11 月 04 日	半导体设备
688012 CH	中微公司	买入	279.36	325.00	16.3%	2025 年 11 月 03 日	半导体设备

资料来源: FactSet, 交银国际预测 数据截至 2025 年 11 月 3 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	22,079	29,838	39,054	48,842	58,950
主营业务成本	(13,005)	(17,051)	(22,795)	(27,491)	(33,356)
毛利	9,075	12,787	16,259	21,351	25,594
销售及管理费用	(2,836)	(3,196)	(3,925)	(4,912)	(4,893)
研发费用	(2,475)	(3,669)	(4,743)	(6,056)	(7,310)
经营利润	3,763	5,921	7,592	10,383	13,392
财务成本净额	18	(60)	(140)	14	160
应占联营公司利润及亏损	(4)	10	(13)	4	4
其他非经营净收入/费用	689	640	265	470	380
税前利润	4,466	6,511	7,704	10,871	13,936
税费	(433)	(817)	(575)	(1,141)	(1,615)
非控股权益	(134)	(72)	156	24	(2)
净利润	3,899	5,621	7,285	9,754	12,319
作每股收益计算的净利润	3,899	5,621	7,285	9,754	12,319

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	12,229	12,336	14,176	20,579	28,571
应收账款及票据	5,780	7,462	8,790	9,893	10,747
存货	16,992	23,479	28,249	32,365	37,306
其他流动资产	3,225	2,935	3,081	3,235	3,397
总流动资产	38,226	46,211	54,295	66,072	80,021
物业、厂房及设备	3,352	6,205	7,315	8,396	9,393
其他有形资产	2,027	192	1,260	2,328	3,360
无形资产	8,870	10,671	9,905	9,075	8,197
合资企业/联营公司投资	59	120	122	125	127
其他长期资产	1,090	2,310	2,356	2,404	2,452
总长期资产	15,399	19,498	20,959	22,328	23,528
总资产	53,625	65,709	75,254	88,400	103,550
短期贷款	23	3	4	5	6
应付账款	17,594	20,031	21,795	24,531	26,647
其他短期负债	1,466	3,448	3,517	3,587	3,659
总流动负债	19,083	23,482	25,315	28,123	30,312
长期贷款	5,835	3,946	4,132	4,134	3,992
长期应付账款	3,735	5,833	6,107	6,492	7,052
其他长期负债	147	223	227	232	236
总长期负债	9,717	10,002	10,467	10,858	11,280
总负债	28,800	33,484	35,782	38,981	41,592
股本	530	534	534	534	534
储备及其他资本项目	23,837	30,548	37,795	47,742	60,280
股东权益	24,367	31,082	38,328	48,276	60,814
非控股权益	458	1,144	1,144	1,144	1,144
总权益	24,825	32,225	39,472	49,419	61,957

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,899	5,621	7,285	9,754	12,319
合资企业/联营公司收入调整	134	72	(156)	(24)	2
折旧及摊销	730	1,071	1,257	1,351	1,429
营运资本变动	(3,325)	(6,103)	(4,335)	(2,483)	(3,679)
利息调整	151	168	168	168	168
其他经营活动现金流	776	744	197	301	470
经营活动现金流	2,365	1,573	4,416	9,066	10,709
资本开支	(1,980)	(2,039)	(2,669)	(2,671)	(2,579)
投资活动	(70)	(166)	(2)	(2)	(2)
其他投资活动现金流	(8)	(6)	(46)	(47)	(48)
投资活动现金流	(2,058)	(2,212)	(2,718)	(2,720)	(2,629)
负债净变动	1,888	132	187	3	(141)
权益净变动	905	1,459	500	600	600
股息	(388)	(615)	(500)	(500)	(500)
其他融资活动现金流	(758)	(236)	(46)	(45)	(45)
融资活动现金流	1,647	740	141	58	(87)
汇率收益/损失	14	5	0	0	0
年初现金	10,261	12,229	12,336	14,176	20,579
年末现金	12,229	12,336	14,176	20,579	28,571

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	5.454	7.831	10.096	13.517	17.071
每股账面值	34.082	43.303	53.116	66.901	84.276
利润率分析(%)					
毛利率	41.1	42.9	41.6	43.7	43.4
EBITDA利润率	23.4	25.6	23.3	25.0	25.8
EBIT利润率	20.1	22.0	20.1	22.2	23.4
净利率	17.7	18.8	18.7	20.0	20.9
盈利能力(%)					
ROA	8.1	9.4	10.3	11.9	12.8
ROE	17.4	19.7	20.3	21.9	22.1
ROIC	41.3	53.1	57.1	64.1	67.2
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.0	2.0	2.1	2.3	2.6
存货周转天数	415.7	427.2	408.5	396.9	376.0
应收账款周转天数	86.3	79.9	74.9	68.9	63.0
应付账款周转天数	225.7	242.7	222.5	200.6	182.7

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、捷康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司及协创数据技术股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。