

北方华创 (002371 CH)

半导体产业链自主可控趋势下的主要受益者

我们上周举办了北方华创 NDR，维持对公司的积极展望。我们认为在下游客户资本支出扩张、中国半导体产业链推动自主可控的趋势下，公司收入将实现强劲增长。此外，中国国家大基金三期（475 亿美元）于近日成立，有望利好北方华创。北方华创是我们在半导体国产替代主题下的首选标的。我们重申对北方华创的“买入”评级，目标价为人民币 405 元。

- **地缘政治风险的加剧，驱使各主要经济体将产业链发展的首要目标从提升生产效率转向供应链安全、自主可控上。**近日，中国成立了集成电路产业投资基金第三期，注册资本高达 3,440 亿元人民币，是迄今为止规模最大的一期（第一/二期资金规模分别为 1,390 亿元/2,000 亿元人民币）。该基金的设立对推动中国集成电路产业的发展有着重要的意义。参考前两期投资重点主要集中在芯片制造、半导体设备和材料等领域，我们认为第三期的投资方向有可能延续此前的投资范围，同时有望关注其他“卡脖子”等领域（如 AI 方向）。在半导体自主可控的大背景下，我们认为北方华创将是受益者之一。
- **展望未来，在下游客户资本支出扩张、中国半导体产业链推动自主可控的趋势下，我们预计来自 CCP、CVD 和清洗设备的订单有望推动公司收入实现强劲增长。**公司 2023 年新签订单为 300 亿元人民币，其中 70% 以上来自半导体设备，15% 来自新能源/光伏。这些订单有望在 2024 年转化为营收。我们预测公司今年收入有望实现约 40% 的增长。
- **我们重申对北方华创（002371CH）的“买入”评级。**考虑到先进制造设备将会贡献更多的收入，我们将公司 2024 和 2025 年的毛利率预测分别上调 1.9% 和 3.9%。由于公司目前正在扩大其产品覆盖范围，我们同时上调了研发支出的预测，这抵消了毛利率提升对净利润的增益效果。目标价维持 405 元不变，基于 2024 年 39 倍预测市盈率。潜在风险：1) 海外和本土设备公司的竞争加剧；2) 地缘政治风险的升级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	14,688	22,079	30,856	39,030	48,443
同比增长 (%)	51.7	50.3	39.7	26.5	24.1
毛利率 (%)	43.8	41.1	39.8	41.5	42.3
运营利润(百万人民币)	2,867.5	4,447.9	6,306.2	8,944.4	12,026.3
同比增长 (%)	131.9	55.1	41.8	41.8	34.5
净利润(百万人民币)	2,352.7	3,899.1	5,527.3	7,833.0	10,526.2
同比增长 (%)	118.4	65.7	41.8	41.7	34.4
市盈率(倍)	90.8	55.0	38.9	27.5	20.4

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 **405.00 人民币**
潜在升幅 **32.8%**
当前股价 **304.98 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

公司数据

市值(百万人民币)	161,926
3 月平均流通量(百万人民币)	1,644.98
52 周内股价高/低(百万人民币)	349.48/213.42
总股本(百万)	530.9

资料来源：FactSet

股东结构

北京七星华电科技集团	33.6%
北京电子控股有限责任公司	9.4%

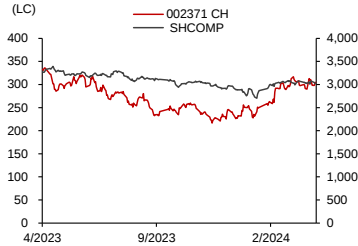
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-3.1%	-9.1%
3 - 月	13.3%	1.1%
6 - 月	26.4%	17.7%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

国家集成电路产业投资基金

国家集成电路产业投资基金（简称“国家大基金”）成立于 2014 年，注册资本为 1,390 亿元人民币。该基金在成立初期专注推动半导体制造能力的发展，主要投资于中国领先的芯片代工企业，如中芯国际（688951 CH）和华虹半导体（1347 HK）。此外，该基金还重点支持半导体材料和设备领域，为半导体产业的自主供应奠定基础。根据咨询机构爱集微的分析，67% 的资金用于投资集成电路的制造，17% 用于芯片设计，10% 用于投资封装领域，剩下 6% 的资金将用来支持半导体设备和材料领域。

第二期投资基金于 2019 年启动，注册资本为 2,000 亿元人民币，并大幅扩大了基金的投资范围和财务方面的灵活性。该阶段的重点将转向上游半导体供应链的强化，尤其是在设备和材料领域。此次投资主要针对生产刻蚀和测试设备等在内的半导体设备制造公司。第二期投资基金还计划将进一步减少中国对海外技术和设备的依赖，并支持半导体产业链自主可控。

第三期投资基金是迄今为止规模最大的一期，注册资本高达 3,440 亿元人民币。该基金的设立对推动中国集成电路产业的发展有着重要的意义。参考前两期投资重点主要集中在芯片制造、半导体设备和材料等领域，我们认为第三期的投资方向有可能延续此前的投资范围，同时有望关注其他“卡脖子”等领域（如 AI 方向）。

图 1: 国家大基金发展历程回顾

基金名称	成立时间	金额	重点投资公司
大基金一期	2014	1,390 亿元人民币	主要投资对象为中芯国际（688981 CH）、长江存储科技股份有限公司（YMTC）和华虹半导体（1347 HK）等公司。
大基金二期	2019	2,000 亿元人民币	继续对中芯国际、长江存储、华虹半导体和其他本地半导体制造商提供资金支持，如北方华创（002371 CH）和中微半导体（688012 CH）。
大基金三期	2024	3,340 亿元人民币	

资料来源：彭博，路透，招银国际环球市场

图 2: 招银国际预测 vs. 彭博一致预测

百万元人民币	招银国际预测			彭博一致预期			对比(%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
收入	30,856	39,030	48,443	30,322	39,607	48,527	2%	-1%	0%
毛利润	12,281	16,203	20,503	12,829	16,781	20,695	-4%	-3%	-1%
净利润	5,525	7,813	10,481	5,556	7,581	9,423	-1%	3%	11%
每股盈利 (人民币)	10.41	14.72	19.74	10.61	14.46	18.17	-2%	2%	9%
毛利率	39.8%	41.5%	42.3%	42.3%	42.4%	42.6%	-2.5 ppt	-0.9 ppt	-0.3 ppt
净利率	17.9%	20.0%	21.6%	18.3%	19.1%	19.4%	-0.4 ppt	0.9 ppt	2.2 ppt

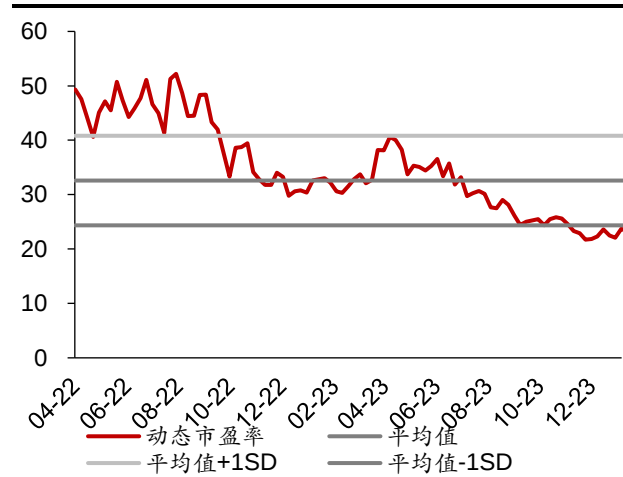
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 3: 招银国际最新预测 vs. 过往预测

百万元人民币	New			Old			对比(%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
收入	30,856	39,030	48,443	30,477	40,625	49,229	1%	-4%	-2%
毛利	12,281	16,203	20,503	11,564	15,274	18,413	6%	6%	11%
净利润	5,525	7,813	10,481	5,499	7,618	9,461	0%	3%	11%
每股盈利 (人民币)	10.41	14.72	19.74	10.37	14.37	17.85	0%	2%	11%
毛利率	39.8%	41.5%	42.3%	37.9%	37.6%	37.4%	1.9 ppt	3.9 ppt	4.9 ppt
净利率	17.9%	20.0%	21.6%	18.0%	18.8%	19.2%	-0.1 ppt	1.3 ppt	2.4 ppt

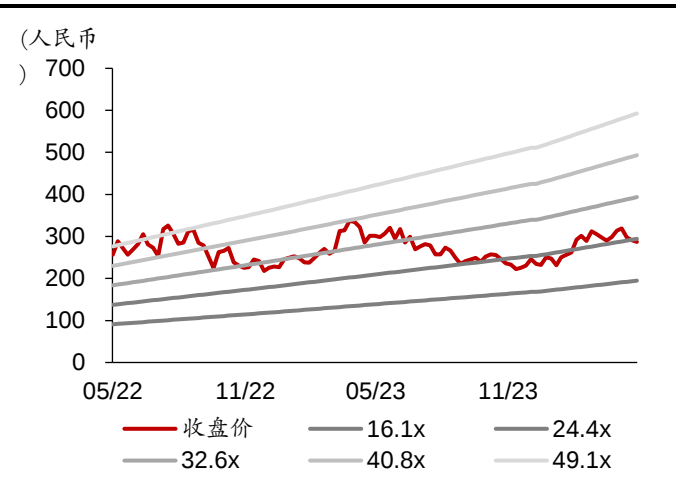
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 4: 北方华创动态市盈率区间



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 5: 北方华创股价变动与动态市盈率



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	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万元人民币)						
营业收入	9,683	14,688	22,079	30,856	39,030	48,443
营业成本	(5,867)	(8,250)	(13,005)	(18,575)	(22,827)	(27,940)
毛利	3,817	6,438	9,075	12,281	16,203	20,503
运营费用	(2,580)	(3,571)	(4,627)	(5,974)	(7,259)	(8,477)
税金及附加	(84)	(135)	(167)	(203)	(217)	(221)
销售及管理费用	(1,705)	(2,224)	(2,836)	(3,393)	(3,921)	(4,455)
研发费用	(1,297)	(1,845)	(2,475)	(3,305)	(4,180)	(5,189)
其他收益	507	633	852	926	1,060	1,389
营业利润	1,236	2,867	4,448	6,306	8,944	12,026
营业外收入	18	14	22	24	27	29
营业外支出	(2)	(27)	(4)	0	0	0
税前利润	1,253	2,854	4,466	6,330	8,971	12,056
所得税费用	(59)	(313)	(433)	(614)	(870)	(1,169)
净利润	1,193	2,541	4,033	5,717	8,102	10,887
非控股权益	116	188	134	189	269	361
归属于母公司股东的净利润	1,077	2,353	3,899	5,527	7,833	10,526

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万元人民币)						
流动资产	22,323	31,117	38,226	50,792	55,409	77,046
现金及现金等价物	9,068	10,435	12,451	16,481	19,703	27,076
应收账款	1,899	2,995	3,767	6,039	6,365	9,030
存货	8,035	13,041	16,992	22,703	22,950	32,930
预付款项	658	1,551	1,480	1,733	1,997	2,237
其他流动资产	2,663	3,096	3,535	3,836	4,394	5,772
非流动资产	8,732	11,434	15,399	19,439	23,278	26,709
固定资产	2,423	2,484	3,352	3,758	4,327	4,977
使用权资产	68	147	215	282	328	353
递延税项	473	363	450	572	641	845
无形资产	2,063	2,003	2,547	3,028	3,363	3,477
商誉	17	18	27	27	27	27
其他非流动资产	3,689	6,419	8,808	11,772	14,592	17,030
总资产	31,054	42,551	53,625	70,231	78,687	103,754
流动负债	11,268	15,770	19,083	28,404	29,192	41,869
短期债务	0	227	23	308	447	605
应付账款	3,499	5,592	6,117	9,150	8,986	13,213
应付税项	110	130	209	238	267	352
其他流动负债	2,096	1,841	3,418	4,212	4,343	6,086
合同负债	5,046	7,198	8,317	13,572	14,116	20,250
应付职工薪酬	517	782	999	923	1,035	1,364
非流动负债	2,588	6,797	9,717	11,651	11,852	14,233
长期借款	0	3,740	5,835	6,820	6,467	7,208
应付公司债	0	0	0	0	0	0
递延收入	0	2	4	4	4	4
其他非流动负债	2,587	3,055	3,877	4,827	5,380	7,021
总负债	13,856	22,567	28,800	40,055	41,044	56,102
股本	526	529	530	531	531	531
未分配利润	2,924	5,159	8,776	13,842	21,041	30,689
其他储备	13,448	14,058	15,061	15,155	15,155	15,155
股东权益总额	16,898	19,746	24,367	29,529	36,728	46,375
少数股东权益	301	238	458	647	916	1,277
总负债和股东权益	31,054	42,551	53,625	70,231	78,687	103,754

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万元人民币)						
经营现金流						
净利润	1,253	2,854	4,466	6,330	8,971	12,056
折旧摊销	460	552	730	894	1,107	1,296
税款	(59)	(313)	(433)	(614)	(870)	(1,169)
营运资金变化	(3,133)	(4,424)	(3,409)	(4,883)	(1,154)	(8,067)
其他	703	603	1,012	6,407	1,096	7,935
净经营现金流	(777)	(728)	2,365	8,135	9,151	12,051
投资现金流						
资本开支	(447)	(1,409)	(1,980)	(4,955)	(5,061)	(4,724)
收购与投资	0	(15)	(81)	na	na	na
处理短期投资所得现金	0	0	3	na	na	na
其他	0	1	0	(157)	143	197
净投资现金流	(447)	(1,423)	(2,058)	(5,112)	(4,917)	(4,527)
筹资现金流						
已支付股息	(114)	(241)	(388)	(620)	(810)	(1,066)
净借贷	(602)	3,453	1,888	1,281	(214)	898
发行股票所得现金	8,497	157	212	95	0	0
其他	(101)	(24)	(66)	(46)	(47)	(47)
净筹资现金流	7,680	3,345	1,647	709	(1,071)	(214)
净现金流变动						
年初现金	2,578	9,031	10,261	12,229	16,017	19,239
汇率变动	(4)	37	14	56	60	63
其他	6,457	1,194	1,954	3,732	3,163	7,311
年末现金	9,031	10,261	12,229	16,017	19,239	26,613

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策。

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。