

半导体设备平台型龙头，深度受益中国半导体自主可控浪潮

——北方华创（002371.SZ）首次覆盖报告

电子

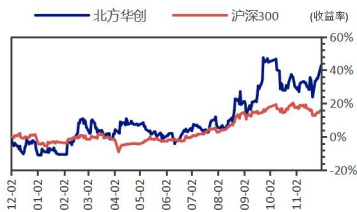
报告原因：

买入（首次评级）

市场数据：2025 年 12 月 01 日
收盘价（元）446.46
一年内最高/最低（元）468.00/314.33
市净率9.0
股息率（分红/股价）0.18
流通 A 股市值（百万元）323,191
上证指数/深证成指3,914/13,147
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日
每股净资产（元）49.8
资产负债率%50.90
总股本/流通 A 股（百万）724/724
流通 B 股/H 股（百万）-/-

一年内股价与沪深 300 指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

《德昌电机控股（0179.HK）中期业绩点评：机器人与液冷泵开启新成长曲线》2025-11-13
《利润增速超预期，产品产能升级确立盈利拐点——金田股份（601609）25Q3 业绩点评》2025-10-20
《金田股份（601609）25H1 点评：新产业新空间，高端产品驱动盈利能级跃迁》2025-08-19

证券分析师

王凯
S0820524120002
021-32229888-25522
wangkai526@ajzq.com

投资要点：

- **投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 72.70 亿元、95.26 亿元、118.66 亿元，对应同比增长 29.3%、31.0%、24.6%，对应 PE 为 41.40x、31.60x、25.37x。公司当前估值低于可比公司平均水平，在国内晶圆厂持续扩产、核心前道设备国产替代推进下，公司具备更高的成长兑现度与中长期配置性价比。
- **行业与公司情况：公司是中国半导体设备龙头厂商**（根据 CINNO Research，2024 年公司全球市占率位列第六、中国市场排名第一），产品布局覆盖刻蚀、薄膜沉积、清洗、氧化/扩散、外延、去胶等核心前道装备，是国内晶圆制造环节最具平台化能力的厂商之一。全球半导体设备市场 2024–2027 年将保持复苏，我们预计市场规模由 2024 年的 1,255 亿美元增至 2027 年的 1,505 亿美元，CAGR=11.3%。中国大陆市场在晶圆厂扩产与国产替代推动下，由 2024 年的 491 亿美元增至 2027 年的 662 亿美元。伴随半导体设备国产化渗透率提升以及大陆晶圆厂持续扩产，公司市占率有望持续提升。
- **关键假设点：1)**在地缘关系复杂化背景下，中国预计将在“十五五”开局阶段加大半导体自主可控投入，各地专项基金有望持续落地，有望为公司提供关键工艺设备国产替代所需政策、资金支持与客户验证环境。**2)**我们假设 2025–2027 年大陆市场设备价值量结构为刻蚀 26%、薄膜沉积 27%、清洗 6%、氧化/扩散 6%、外延 7%、热处理 5%、去胶 4%、其他辅助 2%。刻蚀与薄膜沉积环节价值量占比提升，主要受先进制程与新型封装需求双驱动：①FinFET、GAA 及 3D NAND 层数增加、结构复杂度提升，带动刻蚀工序增多；②AI 芯片与 HBM 封装对薄膜精度和均匀性要求提高，叠加 2.5D/3D 封装与多重图案化普及，共同推升刻蚀与沉积设备的工艺密度与价值量。
- **有别于市场的认识：**市场普遍认为晶圆厂扩产节奏趋缓，短期设备招标进入平缓期，同时认为公司“多点开花”的平台化战略可能分散资源、削弱在先进制程上的突破力。我们认为，公司通过横向扩展设备品类、纵向贯通工艺流程，持续向系统集成平台商转型，在客户集中采购与验证周期缩短的趋势下，具备更高的业绩潜力与成长空间。
- **股价表现的催化剂：**公司先进制程设备国产替代验证；中国主流晶圆厂资本开支上修；AI 驱动算力存力投资上行；公司加码产业整合与外延并购。
- **风险提示：**半导体行业周期波动风险、国产替代推进不及预期风险、技术迭代不确定性风险、并购整合及平台化扩张风险。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	22,079	29,838	39,375.18	48,753.32	59,960.70
同比增长率（%）	50.3%	35.1%	31.96%	23.82%	22.99%
归母净利润（百万元）	3,899	5,621	7,270.28	9,525.87	11,865.90
同比增长（%）	65.7%	44.2%	29.3%	31.0%	24.6%
每股收益（元/股）	5.38	7.76	10.04	13.16	16.39
毛利率（%）	41.1%	42.9%	41.6%	42.3%	42.8%
ROE（%）	16.0%	18.1%	19.0%	19.9%	19.9%
市盈率	60.7	42.4	41.40	31.60	25.37

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

公司是中国目前唯一具备前道全流程核心设备量产能力的平台型厂商，通过“技术整合+产业链协同”持续夯实半导体设备市场竞争力。2016 年七星电子与北方微电子重组以来，公司通过并购不断补强短板：2018 年收购美国 Aktron 强化清洗环节，2023 年收购北京丹普拓展镀膜谱系，2025 年战略控股芯源微切入中高端涂胶显影赛道。

图表 1：北方华创主要发展历程



资料来源：公司官网，爱建证券研究所

北京市国资委通过资本、政策与产业协同有望为公司提供支持，使公司能够在国家战略性新兴产业布局与重大科技专项中保持优先参与地位。北京电控通过直接持股及全资子公司七星华电间接持股合计持有公司 42.53% 的股份，为控股股东；北京市国资委通过北京国有资本运营管理有限公司全资持有北京电控，为公司实际控制人。截至最新披露，公司前十大股东合计持股 63.63%，股权结构集中、治理架构清晰。作为北京市电子信息产业核心平台，北京电控在集成电路装备、元器件及材料等领域产业资源丰富，与北方华创在装备研发、工艺验证及产线导入方面形成协同。

图表 2：北方华创前十大股东及持股比例

	股东名称	持股比例 (%)
1	北京七星华电科技集团有限责任公司	33.22%
2	香港中央结算有限公司	10.15%
3	北京电子控股有限责任公司	9.31%
4	国家集成电路产业投资基金股份有限公司	5.38%
5	国新投资有限公司	1.18%
6	中国工商银行股份有限公司-华泰柏瑞沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金	1.05%
7	中国建设银行股份有限公司-华夏国证半导体芯片交易型开放式指数证券投资基金	0.92%
8	华芯投资管理有限责任公司-国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司	0.92%
9	中国建设银行股份有限公司-易方达沪深 300 交易型开放式指数发起式证券投资基金	0.76%
10	北京京国瑞国企改革基金(有限合伙)	0.74%

资料来源：公司公告，爱建证券研究所（数据截至 2025 年 9 月 15 日）

公司半导体装备业务在刻蚀、薄膜沉积、氧化扩散、清洗等关键前道工艺环节已实现全面布局。1) 刻蚀与沉积设备技术水平均处于国内领先水平，产品已在多家主流晶圆厂完成导入并进入量产验证阶段。除核心前道设备外，公司还积极延伸至真空与锂电装备领域，覆盖晶体生长、热处理、极片涂布等关键环节，形成跨

半导体与新能源制造的协同发展格局。元器件业务方面，公司持续向高精密化与集成化方向升级，产品广泛应用于电力电子、自动控制、航空航天等高端工业领域，实现了从核心装备到关键元件的系统化产业布局。

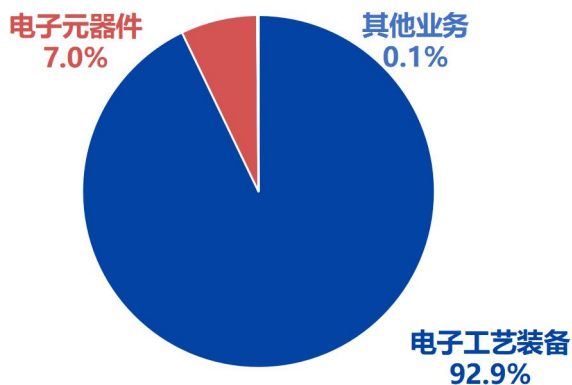
图表 3：北方华创主营产品（仅部分统计）

业务	半导体装备	真空装备	新能源锂电装备	精密元器件
设备种类	等离子刻蚀半导体设备	钎焊工艺半导体设备	制浆系统	负载点电源模块
	物理气相沉积半导体设备	晶体生长半导体设备	极片涂布机	晶体器件
	化学气相沉积半导体设备	热处理工艺半导体设备	强力干膜机	精密电阻器
	氧化扩散半导体设备	烧结工艺半导体设备	极片分切机	微波组件
	清洗半导体设备	磁性材料半导体设备	MES 管理系统	
	紫外固化半导体设备		锂电新半导体设备新工艺	
	移栽传送半导体设备		开发与验证中心	
	辅助半导体设备		锂电池整线方案设计	

资料来源：公司公告，爱建证券研究所

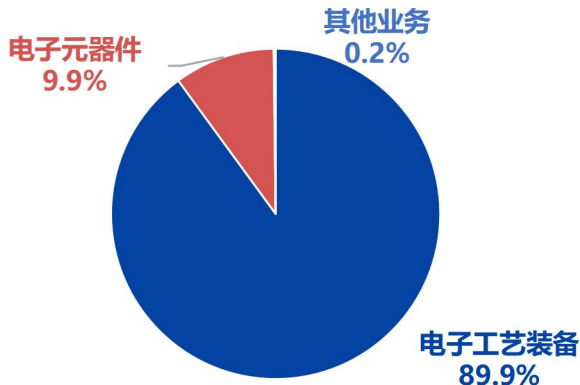
公司业务高度聚焦于半导体电子工艺装备。按产品口径看，2024 年，公司电子工艺装备业务收入占比为 92.9%，电子元器件和其他业务分别为 7.0% 和 0.1%；对应利润结构中，电子工艺装备占比 89.9%，电子元器件占比 9.9%，其他业务占比 0.2%。公司电子元器件更多发挥补充与协同作用。

图表 4：北方华创 2024 年收入结构（分产品）



资料来源：Wind，公司公告，爱建证券研究所

图表 5：北方华创 2024 年利润结构（分产品）

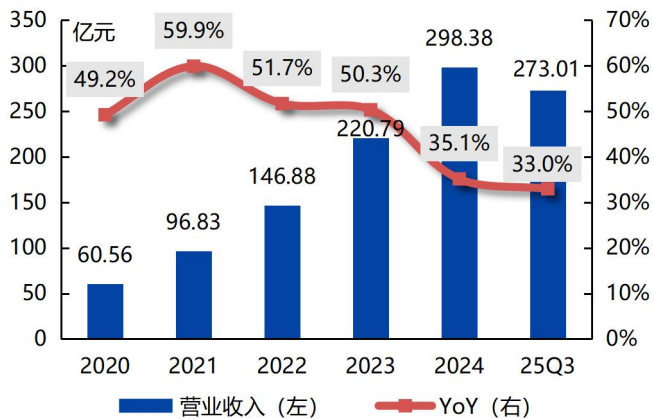


资料来源：Wind，公司公告，爱建证券研究所

公司成长性显著，集成电路装备业务新签订单稳步增长，带来营收与净利持续双增。公司营业收入由 2020 年的 60.56 亿元增至 2024 年的 298.38 亿元，CAGR=49.0%，2025 年前三季度实现收入 273.01 亿元，同比提升 33.0%；归母净利润由 2020 年 5.37 亿元增至 2024 年的 56.21 亿元，CAGR=79.9%，2025 年前三季度实现归母净利润 51.30 亿元，同比增长 14.8%。2021–2022 年公司利润高增主要得益于刻蚀、沉积设备放量及良率提升带来的毛利率改善；2023 年以来增速略放缓但保持双位

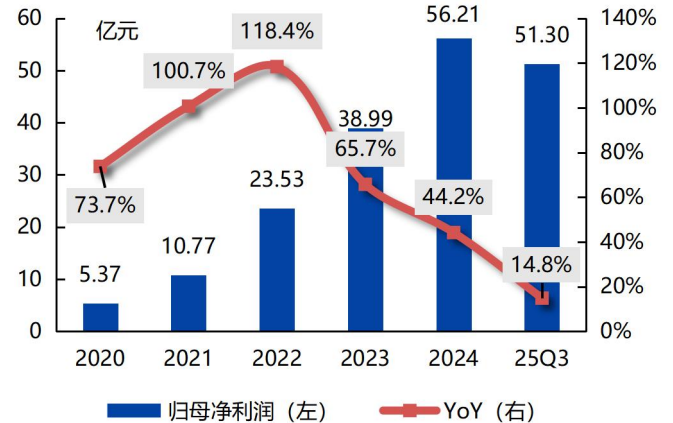
数增长。

图表 6：北方华创 2020-25Q3 营业收入及 YoY



资料来源：Wind，爱建证券研究所

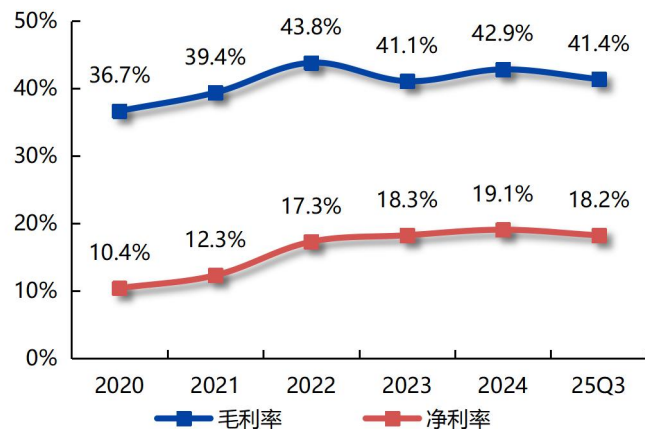
图表 7：北方华创 2020-25Q3 归母净利润及 YoY



资料来源：Wind，爱建证券研究所

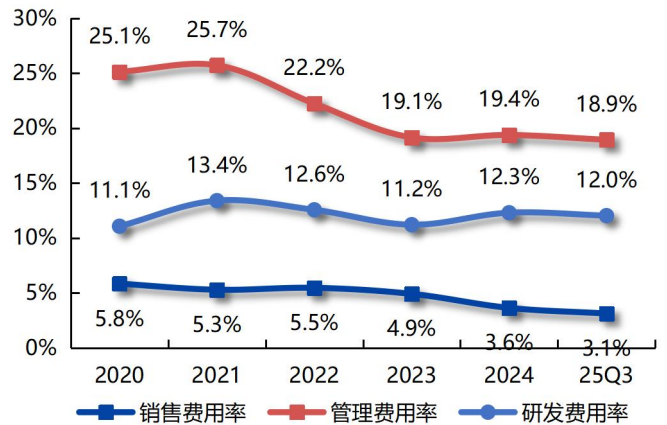
公司盈利能力稳中有升，成本费用结构进一步优化。从盈利能力来看，公司毛利率由 2020 年的 36.7% 提升至 2022 年的阶段高点 43.8%，主要受刻蚀、薄膜沉积等核心设备放量以及产线规模化带来的制造效率改善推动。随后在产品结构切换与部分成本项目阶段性上行的影响下，毛利率自 2023 年略有回落，2025 年前三季度毛利率为 41.4%，毛利水平整体保持稳定。**运营效率持续提升，净利率端表现呈现稳中改善趋势**，由 2020 年的 10.4% 提升至 2024 年的 19.1%，2025 年前三季度净利率为 18.2%，保持稳健。

图表 8：北方华创 2020-25Q3 毛利率、净利率



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 9：北方华创 2020-25Q3 销售、管理及研发费用率

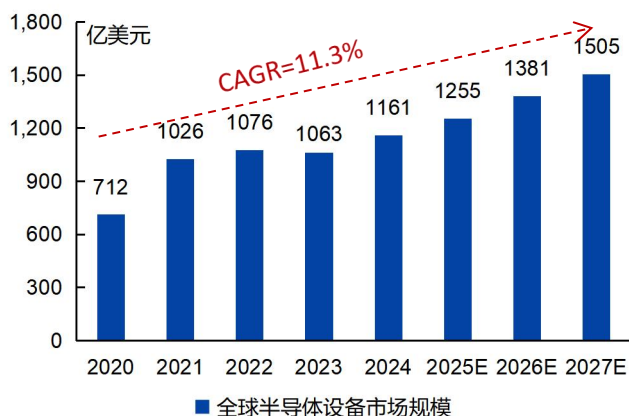


资料来源：Wind，爱建证券研究所

核心假设

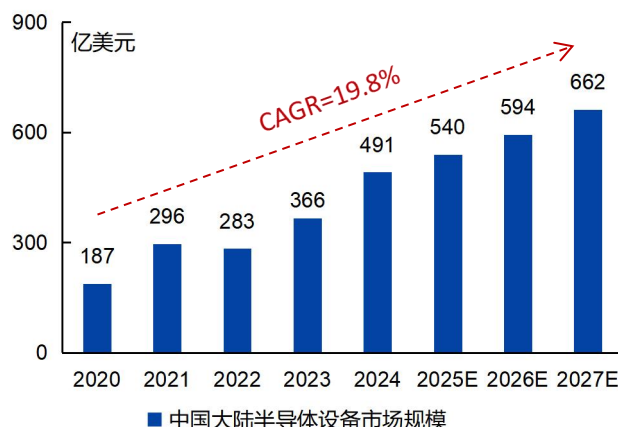
对于全球及中国大陆市场的半导体设备市场规模假设：1) **全球半导体市场：**根据 SEMI，2024–2027 年全球半导体设备市场将延续复苏趋势，行业规模从 2024 年的 1,255 亿美元增长至 2026 年的 1,599 亿美元，对应 CAGR 约 9.1%，我们假设 2027 年维持同比增速 9.0%，对应全球半导体设备市场规模达到 1,505 亿美元。2) **中国大陆市场**预计在全球晶圆厂扩产与国产替代驱动下，半导体设备市场规模由 2024 年的 491 亿美元增至 2027 年的 662 亿美元，汇率数据采用 Traders Union 年终预测值，对应人民币市场规模约 3,526 亿至 3,938 亿元，CAGR 约 4.1%。

图表 10：2020-2027E 全球半导体设备市场规模



资料来源：SEMI，爱建证券研究所预测

图表 11：2020-2027E 中国半导体设备市场规模



资料来源：SEMI，爱建证券研究所预测

对于主要类型半导体设备在整体市场规模中的价值量占比假设：根据屹唐半导体招股书对于集成电路制造领域典型资本开支结构的披露，我们假设 2025–2027 年中国大陆半导体设备市场的各类设备价值量结构如下：刻蚀设备约占 26%，薄膜沉积设备约占 27%，清洗设备约占 6%，氧化/扩散设备约占 6%，外延设备约占 7%，热处理设备约占 5%，去胶设备约占 4%，其他辅助设备约占 2%。

结构变化方面，我们判断刻蚀与薄膜沉积环节价值量占比呈上升趋势。随着晶圆厂在 28nm 及以下制程投资加快，FinFET 与 3D NAND 等先进节点层数显著增加，图形复杂度与结构深度提升推动刻蚀工序密度上升；同时，AI 算力芯片与 HBM 封装带来更高的介质层、阻挡层及导电层沉积精度要求，使 ALD、CVD、PVD 等薄膜沉积设备单线价值量显著提高。先进封装及多重图案化技术的普及进一步强化了刻蚀与沉积设备的使用强度与附加值，而清洗、氧化扩散等环节占比相对稳定，外延与热处理设备则随功率半导体产线扩张而小幅提升。

图表 12：2020-2027E 中国大陆各类半导体设备市场规模核心假设

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
全球半导体设备市场规模（亿美元）	712	1026	1076	1063	1161	1255	1381	1505
YoY	19.1%	44.1%	4.9%	-1.2%	9.2%	8.1%	10.0%	9.0%
中国大陆半导体设备市场规模（亿美元）	187	296	283	366	491	540	594	662
YoY	39.2%	58.3%	-4.4%	29.3%	34.2%	9.9%	30.0%	10.0%
汇率	6.9	6.5	6.7	7.1	7.2	7.1	7.2	6.8
中国大陆半导体设备市场规模（亿元 rmb）	1295	1909	1905	2590	3526	3818	4276	4479
% 中国市场全球占比	26.3%	28.8%	26.3%	34.4%	42.3%	43.0%	43.0%	44.0%
公司中国市占率	4.7%	5.1%	7.7%	8.6%	8.5%	10.1%	11.3%	12.4%
主要半导体设备价值量占比								
外延	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	6%
去胶	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	4%
刻蚀	20%	20%	22%	22%	24%	25%	26%	26%
氧化/扩散	4%	4%	4%	4%	4%	6%	7%	7%
薄膜沉积设备	20%	20%	21%	21%	23%	24%	25%	26%
清洗	4%	4%	4%	4%	5%	6%	7%	7%
热处理设备	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
其他辅助设备	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	4%
中国大陆半导体设备对应市场空间（亿人民币）								
外延	64.7	95.5	95.3	129.5	193.9	229.1	256.5	268.7
去胶	38.8	57.3	57.2	77.7	114.6	166.5	171.0	179.1
刻蚀	258.9	381.9	419.2	569.9	846.2	954.5	1111.7	1164.5
氧化/扩散	51.8	76.4	76.2	103.6	153.4	225.3	299.3	313.5
薄膜沉积设备	258.9	381.9	400.1	544.0	811.0	916.4	1068.9	1164.5
清洗	51.8	76.4	76.2	103.6	158.7	229.1	299.3	313.5
热处理设备	64.7	95.5	95.3	129.5	176.3	190.9	213.8	223.9
其他辅助设备	38.8	57.3	57.2	77.7	105.8	152.7	171.0	179.1

资料来源：北方华创 2024 年报，SEMI，贝恩公司，屹唐股份招股书，Gartner，爱建证券研究所

注：汇率预测数据采用 Traders Union 年终预测值，市占率根据公司营业收入/中国大陆半导体设备市场规模得到，仅供参考

我们对北方华创 2025-2027 年的盈利预测做如下假设：

1) 收入增长主要由国内晶圆厂扩产带动，电子工艺装备持续贡献核心增量。 随着国内 300mm 产线建设进入密集投放期、刻蚀与薄膜沉积设备的国产化渗透率进一步提升，公司电子工艺装备业务保持高增速。我们预计该业务收入分别达到 374.76 亿元、469.63 亿元、581.29 亿元，对应同比增速 35.3%、25.3%、23.8%。电子元器件业务在需求结构调整后趋于稳定，收入预计分别为 18.61 亿元、17.51 亿元、17.92 亿元，同比-11.1%、-5.9%、2.3%。其他业务规模较小但保持平稳增长，2025-2027 年收入分别为 0.38 亿元、0.39 亿元、0.40 亿元。综合来看，公司总体收入预计达到 393.75 亿元、487.53 亿元、599.61 亿元，同比增长 32.0%、23.8%、23.0%。

2) 毛利率预计保持稳健并略有改善。在电子工艺装备产品结构持续向高附加值机

台优化、规模化效应增强的带动下，我们预计其毛利率在 2025–2027 年分别为 40.7%、41.7%、42.3%。电子元器件业务毛利率受竞争格局和成本结构影响，预计分别为 59.1%、57.9%、56.8%；其他业务毛利率预计维持在 64.4%、63.1%、61.9% 的较高水平。公司整体综合毛利率预计保持稳定，分别为 41.6%、42.3%、42.8%。

3) 期间费用率保持稳定。假设公司维持必要的研发投入以支撑先进工艺设备迭代，同时在销售与管理端通过规模扩张实现费用摊薄，我们预计费用率整体保持平稳，盈利能力提升主要由收入增长与毛利率改善共同驱动。

图表 13：北方华创盈利预测核心假设

盈利预测核心假设	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
电子工艺装备								
收入	4,869.22	7,948.57	12,084.49	19,611.47	27,706.65	37,475.67	46,962.85	58,129.29
YoY	52.6%	63.2%	52.0%	62.3%	41.3%	35.3%	25.3%	23.8%
营业成本	3,435.53	5,325.83	7,528.75	12,151.01	16,207.52	22,230.19	27,358.98	33,518.83
毛利率	29.4%	33.0%	37.7%	38.0%	41.5%	40.7%	41.7%	42.3%
电子元器件								
收入	1,164.89	1,715.01	2,574.27	2,432.54	2,094.20	1,861.18	1,751.37	1,791.65
YoY	37.5%	47.2%	50.1%	-5.5%	-13.9%	-11.1%	-5.9%	2.3%
营业成本	394.37	533.43	707.07	835.47	830.91	760.91	736.73	774.43
毛利率	66.1%	68.9%	72.5%	65.7%	60.3%	59.1%	57.9%	56.8%
其他业务								
收入	21.93	19.89	29.35	35.45	37.21	38.33	39.10	39.76
YoY	12.3%	-9.3%	47.6%	20.8%	5.0%	3.0%	2.0%	1.7%
营业成本	4.37	7.69	13.80	18.28	12.74	13.63	14.41	15.15
毛利率	80.1%	61.3%	53.0%	48.4%	65.8%	64.4%	63.1%	61.9%
合计								
收入	6,056.04	9,683.48	14,688.11	22,079.46	29,838.07	39,375.18	48,753.32	59,960.70
YoY	49.2%	59.9%	51.7%	50.3%	35.1%	32.0%	23.8%	23.0%
营业成本	3,834.26	5,866.96	8,249.62	13,004.76	17,051.18	23,004.74	28,110.11	34,308.42
综合毛利率	36.7%	39.4%	43.8%	41.1%	42.9%	41.6%	42.3%	42.8%
归母净利润	536.93	1,077.41	2,352.73	3,899.07	5,621.19	7,270.28	9,525.87	11,865.90
YoY		100.7%	118.4%	65.7%	44.2%	29.3%	31.0%	24.6%

资料来源：公司公告，爱建证券研究所预测

投资建议

公司为中国平台型半导体设备厂商，目前仍处于国内晶圆厂扩产与国产替代加速带来的市场份额提升阶段。我们选取中微公司、盛美上海、华海清科、芯源微作为可比公司，四者均为 A 股半导体设备细分赛道头部企业，在业务结构、下游客户和成长阶段上与公司具有较强可比性。根据 Wind 一致预期，可比公司 2025-2027 年平均市盈率分别为 71.96/46.91/34.28 倍。同期北方华创总市值约 3,234.50 亿元，我们预测其 2025-2027 年归母净利润分别为 72.70 亿元、95.26 亿元和 118.66 亿元，对应市盈率 44.49/33.95/27.26 倍。考虑到公司在刻蚀、薄膜沉积等核心工艺设备上的技术领先优势、国内半导体设备国产替代的广阔空间，我们认为当前估值处于合理偏低区间，具备较高的中长期配置性价比。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

图表 14：可比公司估值表（截至 2025 年 12 月 1 日）

代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
688012	中微公司	1,640.63	16.16	21.90	32.39	43.72	101.54	74.90	50.66	37.53
688082	盛美上海	771.00	11.53	16.01	19.69	22.99	66.86	48.14	39.15	33.54
688120	华海清科	484.57	10.23	12.90	16.45	20.51	47.35	37.57	29.45	23.63
688037	芯源微	255.84	2.03	2.01	3.74	6.03	126.15	127.22	68.36	42.45
	平均值						85.48	71.96	46.91	34.28
002371	北方华创	3,234.50	56.21	72.70	95.26	118.66	57.54	44.49	33.95	27.26

资料来源：北方华创公告，Wind，爱建证券研究所

注：可比公司归母净利润及 PE 采用 Wind 一致预测

风险提示

- 1) 半导体行业周期波动风险：**全球及中国大陆晶圆厂资本开支受宏观经济、下游需求影响较大，如扩产进度放缓或投资计划调整，将影响公司订单落地节奏。
- 2) 国产替代推进不及预期风险：**客户导入节奏受技术成熟度、良率爬坡及供应链协同影响，若关键设备验证迟滞，可能影响公司业绩确认节奏。
- 3) 技术迭代不确定性风险：**AI、高端逻辑与存储技术路线存在演进不确定性，如新工艺结构对设备规格提出更高要求，可能影响半导体设备行业竞争格局。
- 4) 并购整合及平台化扩张风险：**公司积极推进外延布局与平台化发展，新业务整合、资源投入与管理半径扩张存在一定磨合期，若整合成效低于预期，或短期对利润率形成压力。

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	12,451	12,347	13,325	20,054	27,354	净利润	4,033	5,694	7,359	9,642	12,010
应收款项	5,715	7,349	9,731	11,384	14,059	折旧摊销	597	946	941	942	965
存货	16,992	23,479	30,650	35,491	43,379	营运资本变动	1,575	3,670	5,218	2,075	3,857
流动资产	38,226	46,211	57,477	71,489	90,289	经营活动现金流	2,365	1,573	3,192	8,482	8,945
长期股权投资	3	66	88	117	155	资本开支	1,980	2,046	2,161	1,784	1,818
固定资产	3,352	6,205	6,279	6,590	7,014	投资变动	-79	-173	81	108	122
在建工程	2,027	192	812	1,194	1,382	投资活动现金流	-2,058	-2,212	-2,275	-1,922	-1,974
无形资产	2,547	4,703	4,416	4,204	4,020	银行借款	5,858	3,949	3,946	3,946	3,946
非流动资产	15,399	19,498	20,658	21,496	22,349	筹资活动现金流	1,647	740	136	217	359
资产合计	53,625	65,709	78,135	92,985	112,638	现金净增加额	1,968	107	978	6,729	7,300
短期借款	23	3	0	0	0	期初现金	10,435	12,451	12,347	13,325	20,054
应付款项	7,858	12,190	14,072	17,483	21,841	期末现金	12,451	12,347	13,325	20,054	27,354
流动负债	19,083	23,482	28,550	33,758	41,401						
长期借款	5,835	3,946	3,946	3,946	3,946						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	9,717	10,002	10,002	10,002	10,002						
负债合计	28,800	33,484	38,551	43,760	51,403						
股本	530	534	724	724	724						
资本公积	14,971	16,427	16,236	16,236	16,236						
留存收益	8,904	14,111	21,381	30,907	42,773						
归母股东权益	24,367	31,082	38,352	47,878	59,744						
少数股东权益	458	1,144	1,232	1,348	1,492						
负债和权益总计	53,625	65,709	78,135	92,985	112,638						

利润表						财务比率					
单位:百万元											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,079	29,838	39,375	48,753	59,961	成长能力指标					
营业成本	13,005	17,051	23,005	28,110	34,308	营业收入增速	50.3%	35.1%	32.0%	23.8%	23.0%
税金及附加	167	178	276	332	408	营业利润增速	55.1%	46.7%	27.5%	28.8%	24.6%
销售费用	1,084	1,085	1,418	1,706	2,099	归母净利润增速	65.7%	44.2%	29.3%	31.0%	24.6%
管理费用	1,752	2,111	2,756	3,413	4,197	盈利能力指标					
研发费用	2,475	3,669	4,804	5,850	7,195	毛利率	41.1%	42.9%	41.6%	42.3%	42.8%
财务费用	-18	60	-59	-162	-321	净利率	18.3%	19.1%	18.7%	19.8%	20.0%
资产减值损失	-21	-75	86	51	52	ROE	16.2%	17.7%	18.6%	19.6%	19.6%
公允价值变动	-6	6	-1	0	2	ROIC	13.1%	14.8%	16.1%	17.4%	17.8%
投资净收益	1	3	4	6	8	偿债能力					
营业利润	4,448	6,527	8,319	10,714	13,351	资产负债率	53.7%	51.0%	49.3%	47.1%	45.6%
营业外收支	18	-16	-4	-1	-7	净负债比率	1.16	1.04	0.97	0.89	0.84
利润总额	4,466	6,511	8,315	10,713	13,344	流动比率	2.00	1.97	2.01	2.12	2.18
所得税	433	817	956	1,071	1,334	速动比率	0.97	0.86	0.83	0.95	1.02
净利润	4,033	5,694	7,359	9,642	12,010	营运能力					
少数股东损益	134	72	88	116	144	总资产周转率	0.41	0.45	0.50	0.52	0.53
归母净利润	3,899	5,621	7,270	9,526	11,866	应收账款周转率	3.86	4.06	4.05	4.28	4.26
EBITDA	5,212	7,630	9,637	12,112	14,907	存货周转率	1.30	1.27	1.28	1.37	1.38
						每股指标					
						每股收益	7.35	10.53	10.04	13.16	16.39
						每股经营性现金流	4.46	2.95	4.41	11.71	12.35
						每股净资产	46.82	60.39	54.67	67.98	84.57
						估值比率					
						市盈率	56.53	39.46	41.40	31.60	25.37
						市销率	9.98	7.43	7.64	6.17	5.02
						市净率	8.88	6.88	7.60	6.11	4.92
						EV/EBIT	51.30	36.35	37.52	29.07	23.31
						EV/EBITDA	45.42	31.84	33.85	26.81	21.81

资料来源: 公司公告, 聚源数据, 爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。