

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	192.88
总股本/流通股本(亿股)	1.88 / 1.04
总市值/流通市值(亿元)	363 / 201
52周内最高/最低价	437.47 / 156.00
资产负债率(%)	53.9%
市盈率	54.49
第一大股东	国家集成电路产业投资基金股份有限公司

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

拓荆科技(688072)

创新开拓, “荆”诚前行

● 事件

4月29日, 公司披露2023年年度以及2024年第一季度报告。23年公司实现营收27.05亿元, 同比+58.60%; 实现归母净利润6.63亿元, 同比+79.82%; 实现扣非归母净利润3.12亿元, 同比+75.29%。

24Q1公司实现营收4.72亿元, 同比+17.25%; 实现归母净利润-0.10亿元, 同比-80.51%; 实现扣非归母净利润-0.44亿元, 同比-325.07%。

● 投资要点

23年业绩高增, 年末64.23亿元在手订单支撑未来业绩。公司营业收入持续高速增长, 2018年至2023年复合增长率达到107.31%。受益于公司持续高强度的研发投入, 在推进产业化和迭代升级各产品系列的过程中取得了重要成果, 23年公司实现营收27.05亿元, 同比+58.60%, 再创历史新高, 其中薄膜沉积设备实现产品营收25.70亿元, 其中PECVD系列产品作为主打产品, 已实现全系列PECVD薄膜材料的覆盖, 并持续保持竞争优势, 23年实现产品营收23.21亿元, 同比+48.46%。同时公司在客户拓展方面卓有成效, 随着产品及工艺覆盖度的持续提升, 市场渗透不断加强, 客户群体进一步扩大, 销售订单持续增长, 23年报告期末在手销售订单金额64.23亿元(不含Demo订单), 为后续业绩的增长提供保障。23年公司实现归母净利润6.63亿元, 同比+79.82%; 实现扣非归母净利润3.12亿元, 同比+75.29%, 主要系公司不断优化产品结构, 经营规模快速增长, 规模效应逐步凸显, 23年研发投入5.76亿元, 同比+52.07%, 持续的高强度研发投入, 促进公司整体营业收入、盈利能力大幅提升。剔除股份支付费用影响后, 23年公司实现归母净利润/扣非归母净利润8.90/5.36亿元, 同比+125.86%/+167.88%。

新产品验收周期较长等因素导致24Q1业绩表现较弱。24Q1公司实现营收4.72亿元, 同比+17.25%; 实现归母净利润-0.10亿元, 同比-80.51%, 主要系: 1) 24Q1验收机台主要为新产品, 新产品验收周期长于成熟产品, 因此, 24年季度性收入确认的分布将有一定程度延后; 2) 24Q1出货金额同比增长超过130%, 业务规模的增长带来相关费用较大幅度的增加; 3) 24Q1不断拓展新产品和新工艺, 仍然保持较高的研发投入, 研发费用达1.53亿元, 同比+78.09%; 综上所述, 费用增幅远大于收入增幅, 致使公司扣非前、后归母净利润同比下降。24Q1公司实现扣非归母净利润-0.44

亿元，同比-325.07%，主要系政府补助对应的其他收益同比增加2,026.78万元，同比+52.8%。

新工艺应用、新产品开发成效显著。23年，公司进一步扩大以PECVD、ALD、SACVD及HDPCVD为主的薄膜工艺覆盖面。截至23年报告期末，公司推出的PECVD、ALD、SACVD及HDPCVD等薄膜设备可以支撑逻辑芯片、存储芯片中所需的全部介质薄膜材料和约100多种工艺应用。随着公司业务规模逐步扩大和先进产品陆续推出，公司设备出货量逐年大幅增加。23年，公司出货超过460个反应腔。截至23年报告期末，公司累计出货超过1,510个反应腔，进入60多条生产线。预计24年全年出货超过1,000个反应腔，将创历史新高。

1) PECVD: 23年报告期内，公司推出了两款新型设备平台(PF-300T Plus和PF-300M)和两款新型反应腔(pX和Supra-D)，新型设备平台的设计进一步提升了设备产能，机械产能可提高约20%至60%，新型反应腔进一步提升了薄膜沉积的性能指标，包括薄膜均匀性、颗粒度等指标，可以满足客户在技术节点更新迭代的过程中对高产能及更严格的薄膜性能指标的需求，新型设备平台及反应腔均已出货至不同客户端验证。23年，超过130个新型反应腔(pX和Supra-D)获得客户订单，超过40个新型反应腔(pX和Supra-D)出货至客户端验证。

2) ALD等其他产品: 23年公司ALD系列产品收入大幅度增加，其中Thermal-ALD设备通过客户端验证，实现首台的产业化应用，取得了突破性进展；SACVD系列产品持续拓展应用领域，产品销售收入增加；HDPCVD设备通过客户端验证，实现首台的产业化应用，并获得批量重复订单。混合键合设备表现出色，突破核心技术，首台晶圆对晶圆键合产品顺利通过客户端验证，复购设备再次通过验证，为国产首台应用于量产的键合设备，该设备的性能和产能指标达到国际领先水平，此外，公司推出的芯片对晶圆混合键合前表面预处理产品通过客户端验证，实现了产业化应用，为国产首台应用于量产的同类型产品。

● 投资建议

我们预计公司2024/2025/2026年分别实现收入41/54/70亿元，分别实现归母净利润8.6/11.1/14.6亿元，当前股价对应2024-2026年PE分别为40倍、31倍、23倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观环境风险；行业风险；核心竞争力风险；晶圆厂扩产不及预期的风险；供应链安全风险；市场竞争风险；政府补助政策变动风险；税收优惠风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2705	4067	5395	7016
增长率(%)	58.60	50.34	32.66	30.05
EBITDA(百万元)	672.21	1002.73	1270.77	1664.33
归属母公司净利润(百万元)	662.58	855.56	1105.00	1457.87
增长率(%)	79.82	29.13	29.16	31.93
EPS(元/股)	3.52	4.55	5.87	7.75
市盈率(P/E)	51.60	39.96	30.94	23.45
市净率(P/B)	7.44	6.21	5.18	4.24
EV/EBITDA	63.42	32.55	25.88	19.80

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	2705	4067	5395	7016	营业收入	58.6%	50.3%	32.7%	30.1%
营业成本	1325	1980	2581	3340	营业利润	104.5%	22.1%	30.4%	32.5%
税金及附加	18	26	35	46	归属于母公司净利润	79.8%	29.1%	29.2%	31.9%
销售费用	281	386	491	596	获利能力				
管理费用	189	277	324	386	毛利率	51.0%	51.3%	52.1%	52.4%
研发费用	576	813	1079	1403	净利率	24.5%	21.0%	20.5%	20.8%
财务费用	-12	24	-1	-5	ROE	14.4%	15.6%	16.7%	18.1%
资产减值损失	-17	0	0	0	ROIC	8.6%	11.7%	12.8%	14.4%
营业利润	729	890	1161	1538	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	53.9%	57.0%	56.8%	56.2%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	2.84	2.21	2.07	1.98
利润总额	729	890	1161	1538	营运能力				
所得税	65	41	61	87	应收账款周转率	6.83	6.62	6.53	6.37
净利润	664	850	1100	1452	存货周转率	0.79	0.78	0.78	0.77
归母净利润	663	856	1105	1458	总资产周转率	0.31	0.36	0.39	0.42
每股收益(元)	3.52	4.55	5.87	7.75	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	3.52	4.55	5.87	7.75
货币资金	2676	3541	3292	3232	每股净资产	24.41	29.23	35.10	42.85
交易性金融资产	29	29	29	29	估值比率				
应收票据及应收账款	530	716	976	1275	PE	51.60	39.96	30.94	23.45
预付款项	192	258	340	446	PB	7.44	6.21	5.18	4.24
存货	4556	5897	7944	10368	现金流量表				
流动资产合计	8457	10933	13081	15860	净利润	664	850	1100	1452
固定资产	613	741	865	971	折旧和摊销	52	89	111	131
在建工程	117	161	208	264	营运资本变动	-2346	369	-1013	-1174
无形资产	92	117	145	176	其他	-28	72	72	70
非流动资产合计	1512	1829	2165	2503	经营活动现金流净额	-1657	1380	269	479
资产总计	9969	12762	15246	18363	资本开支	-481	-289	-313	-326
短期借款	70	70	70	70	其他	-355	-112	-128	-136
应付票据及应付账款	1070	1780	2289	2931	投资活动现金流净额	-836	-401	-441	-462
其他流动负债	1841	3094	3969	4993	股权融资	71	53	0	0
流动负债合计	2982	4944	6328	7993	债务融资	1333	-17	0	0
其他	2396	2325	2325	2325	其他	-64	-148	-77	-77
非流动负债合计	2396	2325	2325	2325	筹资活动现金流净额	1339	-113	-77	-77
负债合计	5378	7269	8653	10319	现金及现金等价物净增加额	-1157	865	-249	-60
股本	188	189	189	189					
资本公积金	3313	3364	3364	3364					
未分配利润	1014	1740	2680	3919					
少数股东权益	-2	-8	-13	-20					
其他	79	207	373	592					
所有者权益合计	4592	5493	6593	8044					
负债和所有者权益总计	9969	12762	15246	18363					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048