

2025 年 01 月 20 日

拓荆科技 2024 年度业绩预告点评:收入端超预期, 薄膜沉积/先进封装设备成长逻辑稳固

拓荆科技(688072)

评级:	增持	股票代码:	688072
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	222.22/101.4
目标价格:		总市值(亿)	427.78
最新收盘价:	153.7	自由流通市值(亿)	236.45
		自由流通股数(百万)	153.84

事件概述

1 月 20 日, 公司公告 2024 年度业绩预告。

► 新产品快速突破, 24Q4 营收超市场预期

2024 年公司预计实现营收 40-42 亿元, 同比+47.88~+55.27%, 其中 Q4 营收 17.22-19.22 亿元, 同比+72~+92%, 环比+70~+90%, 单季度营收同环比加速提升, 好于市场预期, 主要系 PECVD、ALD、SACVD、HDPCVD、Flowable CVD 及混合键合设备等系列产品量产规模不断扩大, 持续获得客户订单, 2024 年相关出货超过 1,000 个设备反应腔, 同比高速增长, 相关订单加速确认; 公司多款基于新型设备平台 (PF-300M 和 PF-300T Plus) 及新型反应腔 (Supra-D) 开发的工艺设备实现收入确认。分产品看, 我们推测公司主打产品 PECVD 仍是主要收入来源, 随着 SACVD、HDPCVD、ALD 等新品逐步放量, 收入占比同比有望大幅提升。截至 24Q3, 公司存货和合同负债分别为 70.77 和 25.12 亿元, 分别环比+9.64%和+23.26%, 持续创新高, 同时考虑到 Flowable CVD、PECVD Bianca、PE-ALD SiN、HDPCVD FSG、HDPCVD STI、键合套准精度量测设备等一系列新产品及新工艺经下游用户验证导入, 我们预计 2024 年公司新接订单高速增长。随着订单陆续确认收入, 2025 年我们预计公司营收端有望延续高速增长势头。

► 新品验证影响毛利率减弱, 看好 2025 年净利润端兑现

2024Q1-3 公司整体毛利率为 43.59%, 同比-6.75pct, 其中 Q3 毛利率 39.27%, 环比-7.62pct, 明显下降, 主要系新产品及新工艺在客户验证过程成本相对较高, 而 2024 年新机台的出货占比我们预计超过 60%, 导致毛利率阶段性下降。随着新品以及新工艺验证影响逐步减弱, 我们推测 2024Q4 的毛利率较 Q3 有明显改善, 同时考虑到营收高速增长下的规模效应, 我们预计 2024Q4 公司净利润端有一定修复, 盈利拐点已经出现。展望 2025 年, 随着营收端持续高增+规模效应, 看好公司净利润端兑现。

► 持续完善薄膜沉积设备覆盖度, 先进封装设备构筑第二成长曲线

2024 年 12 月 BIS 新规三大核心内容: 美系半导体设备出口管制升级+大陆晶圆厂受限加强 (注脚 5)+规避白手套 (red flag), 此外 2025 年 1 月美宣布对 AI 芯片、先进封装实施新的管控, 美对华科技制裁升级无疑会加速半导体设备国产替代。①前道: 公司作为本土薄膜沉积设备龙头, 充分受益进口替代, PECVD、ALD、SACVD、HDPCVD、Flowable CVD 等系列产品持续放量, 我们预计 2024 年发出设备中新品 (包括 Flowable CVD 设备、PECVD Bianca 工艺设备、PE-ALD SiN 工艺设备、HDPCVD FSG、HDPCVD STI 工艺设备等) 占比超过 60%, 为后续新接订单持续高增提供重要支撑, 尤其我们注意到应用存储 ONO Stack 核心高难度工艺设备验证通过凸显公司竞争力, 薄膜沉积设备主业成长空间广阔。②先进封装: AI 等驱动下先进封装行业加速发展, 是景气度最高的细分赛道, 以台积电为例, 24 年 Cowos 产能 3.6 万片每月, 2025 年台积电资本开支预计 380-420 亿美元, 其中 10-20%用于先进封装测试等, AI 需求叠加国产替代, 中国大陆先进封装同样具备很强的产业逻辑。公司积极布局先进封装设备, 其中晶圆对晶圆键合产品 Dione 300 及芯片对晶圆混合键合前表面预处理产品 Propus 均实现产业化, 均获得客户量产重复订单, 新品键合套准精度量测设备同样实现了产业化, 朝着先进封装设备一体化供应商发展, 是先进封装行业核心设备供应商, 构筑第二成长曲线。

投资建议

考虑到公司先进制程设备收入确认加速，新品持续突破，我们上调 2024-2026 年营业收入预测分别为 41.04、57.96 和 75.74 亿元（原值为 39.96、56.49 和 73.87 亿元），受新品验证费用较大影响，我们略微下调 2024-2026 年归母净利润分别为 6.56、11.51 和 15.82 亿元（原值为 6.85、12.21 和 16.78 亿元），对应调整 2024-2026 年 EPS 分别为 2.36、4.13 和 5.68 元（原值为 3.64、6.49 和 8.91 元）。2025/1/20 日股价 153.7 元对应 PE 分别为 65、37 和 27 倍。基于公司较强的市场竞争力和良好成长性，维持“增持”评级。

风险提示

新品产业化不及预期，下游晶圆厂扩产不及预期，政府补助政策波动风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,706	2,705	4,104	5,796	7,574
YoY (%)	125.0%	58.6%	51.7%	41.2%	30.7%
归母净利润(百万元)	368	663	656	1,151	1,582
YoY (%)	438.0%	79.8%	-1.0%	75.4%	37.5%
毛利率 (%)	49.3%	51.0%	44.7%	45.8%	46.9%
每股收益 (元)	2.15	3.54	2.36	4.13	5.68
ROE	9.9%	14.4%	12.1%	17.5%	19.4%
市盈率	71.49	43.42	65.19	37.17	27.04

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：黄瑞连

邮箱：huangrli@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524030001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,705	4,104	5,796	7,574	净利润	664	658	1,153	1,585
YoY (%)	58.6%	51.7%	41.2%	30.7%	折旧和摊销	52	67	72	76
营业成本	1,325	2,271	3,141	4,026	营运资金变动	-2,346	-280	-1,095	-1,069
营业税金及附加	18	33	46	61	经营活动现金流	-1,657	635	329	792
销售费用	281	328	406	530	资本开支	-481	-97	-77	-57
管理费用	189	246	319	379	投资	-360	0	0	0
财务费用	-12	137	127	126	投资活动现金流	-836	-147	-72	-50
研发费用	576	833	985	1,212	股权募资	71	157	0	0
资产减值损失	-17	-25	-28	-30	债务募资	1,333	138	0	0
投资收益	3	4	6	8	筹资活动现金流	1,339	-3	-190	-190
营业利润	729	692	1,219	1,679	现金净流量	-1,157	483	67	551
营业外收支	0	8	8	8	主要财务指标				
利润总额	729	699	1,227	1,686	成长能力				
所得税	65	42	74	101	营业收入增长率	58.6%	51.7%	41.2%	30.7%
净利润	664	658	1,153	1,585	净利润增长率	79.8%	-1.0%	75.4%	37.5%
归属于母公司净利润	663	656	1,151	1,582	盈利能力				
YoY (%)	79.8%	-1.0%	75.4%	37.5%	毛利率	51.0%	44.7%	45.8%	46.9%
每股收益	3.54	2.36	4.13	5.68	净利率	24.5%	16.0%	19.9%	20.9%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	6.6%	5.5%	7.9%	8.9%
货币资金	2,676	3,158	3,225	3,776	净资产收益率 ROE	14.4%	12.1%	17.5%	19.4%
预付款项	192	227	314	403	偿债能力				
存货	4,556	5,657	7,812	10,004	流动比率	2.84	2.44	2.26	2.21
其他流动资产	1,033	1,264	1,624	1,947	速动比率	1.09	0.90	0.72	0.68
流动资产合计	8,457	10,306	12,974	16,130	现金比率	0.90	0.75	0.56	0.52
长期股权投资	228	228	228	228	资产负债率	53.9%	54.6%	55.0%	54.0%
固定资产	613	651	664	653	经营效率				
无形资产	92	93	94	95	总资产周转率	0.31	0.37	0.44	0.47
非流动资产合计	1,512	1,615	1,629	1,619	每股指标 (元)				
资产合计	9,969	11,922	14,603	17,749	每股收益	3.54	2.36	4.13	5.68
短期借款	70	70	70	70	每股净资产	24.54	19.44	23.60	29.32
应付账款及票据	1,070	1,766	2,443	3,131	每股经营现金流	-8.85	2.28	1.18	2.84
其他流动负债	1,841	2,385	3,229	4,091	每股股利	0.35	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,982	4,221	5,742	7,293	估值分析				
长期借款	1,871	1,871	1,871	1,871	PE	43.42	65.19	37.17	27.04
其他长期负债	525	420	420	420	PB	9.42	7.91	6.51	5.24
非流动负债合计	2,396	2,291	2,291	2,291					
负债合计	5,378	6,512	8,033	9,584					
股本	188	278	278	278					
少数股东权益	-2	-1	1	5					
股东权益合计	4,592	5,410	6,570	8,165					
负债和股东权益合计	9,969	11,922	14,603	17,749					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。