

2025 年 02 月 17 日

投资评级： 买入（首次）

证券分析师

葛星甫
SAC: S1350524120001
gexingfu@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 02 月 14 日
收盘价（元）	157.28
一年内最高/最低（元）	222.22/101.40
总市值（百万元）	43,995.80
流通市值（百万元）	24,417.50
总股本（百万股）	279.73
资产负债率（%）	63.95
每股净资产（元/股）	16.39

资料来源：聚源数据

拓荆科技 (688072. SH)

——业绩高增长，新机台/新工艺持续突破，大陆需求旺盛奠定发展基础

投资要点：

- **拓荆科技是国内集成电路薄膜沉积设备国产替代的龙头，深耕于薄膜沉积设备和混合键合设备的研发和产业化应用。**公司产品线形成 PECVD、ALD、SACVD、HDPCVD、超高深宽比沟槽填充 CVD 等薄膜产品系列以及混合键合系列产品的全面布局。
- **业务持续扩张，收入高速增长。**公司凭借其先进的技术储备和研发、丰富的客户资源以及高效售后服务的优势不断拓宽在薄膜沉积设备和混合键合设备的量产和业务规模，持续获得客户订单并建立与下游客户的稳定合作关系，公司产品销量大幅增长，实现业务规模和营收的高速增长。公司营收自 2018 年呈现高速增长态势，从 0.71 亿元增长至 2023 年 27.05 亿元营收，CAGR 约为 107.1%。2024 年前三季度达到 22.78 亿元营收，同时根据公司业绩预告，全年公司营收预计实现 40–42 亿元，由此推算公司 2024 年 Q4 预计营收为 17–19 亿元，同比实现 70%–90%增长，增长动能强劲。公司设备出货量实现逐年大幅增长，2024 年出货超过 1000 个设备反应腔，突破历史新高。
- **产品研发场景持续迭代，产业化应用不断深化。**公司不断突破核心技术发展，保持高水平的研发投入持续推进产品产业化和各产品系列迭代，2024 年前三季度公司研发费用增至 4.81 亿元实现同比增长 36%。2024 年公司取得 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、键合套准精度量测设备等一系列新产品及新工艺的客户端导入验证，完成产业化应用，新型设备平台 PF-300M、PF-300T Plus 及新型反应腔 Supra-D ACHM、ONO Stack 等工艺设备收获客户重复订单和大批量出货，公司不断扩大以 PECVD、ALD、SACVD、HDPCVD 为主的薄膜工艺覆盖面，产品核心竞争力不断增加。
- **全球半导体产业持续扩张，大陆需求显著增长，利好公司需求端拓展。**根据 SEMI 预测，未来半导体受惠于 AI 先进算力需求和成熟制程 AIOT 需求，2025 年产能预计年增长率达 6.6%，至每月 3360 万片晶圆。2025–2027 年全球 300mm 晶圆厂设备投资预计达 4000 亿美元，其中 Logic 与 Micro 投资额展望 1730 亿美元，存储行业投资额达到 1200 亿美元以上。2024 年全球半导体设备总销售额预计达 1130 亿美元，2025 年和 2026 年预计可增长至 1210 亿美元和 1390 亿美元。中国大陆设备出货金额持续高增长，2018 年预估 131.1 亿美元，约占全球 645 亿美元出货额的 20.3%。到 2023 年，中国大陆设备出货额已经增至 366 亿美元，全球占比提升至 34.4%。按照 SEMI 预计，2024 中国大陆占全球出货额比重将拔高至 43.4%，至 490 亿美元。2018–2024 年，预计大陆出货金额 CAGR 达到 24.6%，显著高于全球设备出货金额增长速度（9.8%）。受益于下游晶圆制造厂对半导体设备需求的快速增长以及国内半导体设备的国产替代需求，国内的半导体设备厂商有较大空间推动业务规模扩大和营收增长。拓荆科技作为国内薄膜沉积设备以及混合键合设备的领军者，

有望持续提升产品性能，紧跟客户研发节奏，完善公司产品在薄膜沉积设备的覆盖面和混合键合设备布局。公司持续推动 PECVD、ALD、沟槽填充薄膜和混合键合系列产品及工艺的产业化应用，进一步提高产品先进性，服务客户需求优化升级，促进自身业务的持续高速增长。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 5.56/10.29/14.87 亿元，同比增速分别为 –16.02%/84.99%/44.47%，当前股价对应的 PE 分别为 79.06/42.74/29.58 倍。我们选取北方华创/中微公司/盛美上海/华海清科/中科飞测为可比公司，可比公司 2024 年平均估值为 121.9 倍，鉴于公司在集成电路制造薄膜沉积领域的龙头地位，卓越的产品开发能力和收入的持续成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**下游客户扩产不及预期；行业竞争加剧；新品研制及客户推广不及预期；地缘因素不确定性；

盈利预测与估值（人民币）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,706	2,705	4,021	5,780	7,680
同比增长率（%）	125.02%	58.60%	48.65%	43.75%	32.87%
归母净利润（百万元）	369	663	556	1,029	1,487
同比增长率（%）	438.09%	79.80%	–16.02%	84.99%	44.47%
每股收益（元/股）	1.32	2.37	1.99	3.68	5.32
ROE（%）	9.93%	14.42%	10.88%	16.93%	19.89%
市盈率（P/E）	119.39	66.40	79.06	42.74	29.58

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,676	3,309	3,006	3,152
应收票据及账款	536	695	999	1,327
预付账款	192	264	379	504
其他应收款	8	12	17	22
存货	4,556	5,979	8,354	10,780
其他流动资产	490	616	873	1,150
流动资产总计	8,457	10,875	13,628	16,936
长期股权投资	228	228	227	227
固定资产	619	663	715	711
在建工程	117	133	88	65
无形资产	92	90	95	108
长期待摊费用	6	8	8	10
其他非流动资产	451	461	469	474
非流动资产合计	1,512	1,583	1,601	1,594
资产总计	9,969	12,458	15,229	18,530
短期借款	70	0	0	0
应付票据及账款	1,070	1,987	2,777	3,583
其他流动负债	1,841	3,297	4,698	6,207
流动负债合计	2,982	5,284	7,475	9,791
长期借款	1,873	1,544	1,170	776
其他非流动负债	523	523	523	523
非流动负债合计	2,396	2,067	1,693	1,299
负债合计	5,378	7,351	9,168	11,089
股本	188	280	280	280
资本公积	3,313	3,221	3,222	3,224
留存收益	1,093	1,615	2,579	3,973
归属母公司权益	4,594	5,115	6,081	7,477
少数股东权益	-2	-8	-20	-36
股东权益合计	4,592	5,107	6,061	7,441
负债和股东权益合计	9,969	12,458	15,229	18,530

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	664	290	759	1,215
折旧与摊销	52	54	66	71
财务费用	-12	74	55	36
投资损失	-3	-6	-6	-6
营运资金变动	-2,528	587	-865	-846
其他经营现金流	169	262	262	262
经营性现金净流量	-1,657	1,261	271	733
投资性现金净流量	-836	-120	-81	-63
筹资性现金净流量	1,339	-508	-494	-524
现金流量净额	-1,157	633	-303	146

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,705	4,021	5,780	7,680
营业成本	1,325	2,151	3,006	3,878
税金及附加	18	34	49	65
销售费用	281	382	520	691
管理费用	189	221	260	346
研发费用	576	844	1,098	1,382
财务费用	-12	74	55	36
资产减值损失	-17	-20	-17	-23
信用减值损失	-8	-3	-4	-5
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	3	6	6	6
公允价值变动损益	94	0	1	2
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	329	250	250	250
营业利润	729	547	1,027	1,510
营业外收入	0	6	6	6
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	729	553	1,034	1,516
所得税	65	3	16	45
净利润	664	550	1,018	1,471
少数股东损益	1	-6	-11	-16
归属母公司股东净利润	663	556	1,029	1,487
EPS(元)	2.37	1.99	3.68	5.32

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	58.60%	48.65%	43.75%	32.87%
营业利润增长率	104.49%	-24.98%	87.85%	46.99%
归母净利润增长率	79.80%	-16.02%	84.99%	44.47%
经营现金流增长率	-769.29%	176.10%	-78.48%	169.96%
盈利能力				
毛利率	51.01%	46.50%	48.00%	49.50%
净利率	24.54%	13.69%	17.61%	19.15%
ROE	14.42%	10.88%	16.93%	19.89%
ROA	6.65%	4.47%	6.76%	8.03%
估值倍数				
P/E	66.40	79.06	42.74	29.58
P/S	16.26	10.94	7.61	5.73
P/B	9.58	8.60	7.23	5.88
股息率	0.15%	0.08%	0.15%	0.21%
EV/EBITDA	56	62	37	26

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。