


公司评级 **增持（首次）**

报告日期 2025 年 03 月 09 日

基础数据

03 月 07 日收盘价（元）	194.99
总市值（亿元）	545.44
总股本（亿股）	2.80

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究
分析师：姚康

S0190520080007

yaokang@xyzq.com.cn

分析师：胡园园

S0190525010001

huyuan1@xyzq.com.cn

拓荆科技(688072.SH)

拓荆科技：“薄膜沉积+混合键合”龙头，股权激励锁定人才

投资要点：

- 公司发布 2025 年限制性股权激励草案，拟向激励对象授予不超过 126.7894 万股限制性股票，授予价格 90 元/股，激励对象总人数不超过 1072 人，约占公司 2024 年 12 月 31 日员工总数的 69.97%。
- 发布 2025 年股权激励草案，锁定核心团队和人才。本次激励涉及的股票来自公司从二级市场回购的公司 A 股股票，授予价格低，授予人员范围广，将有利于充分激发核心团队的主观能动性，增强公司的竞争实力。激励计划考核年度 2025-2026 年，以公司 2023 年营收和归母净利润为基数设置增长率目标，要求：2025 年营收触发值/目标值 46/50 亿元，净利润触发值/目标值 9.9/10.6 亿元；2026 年营收触发值/目标值 54/60 亿元，净利润触发值/目标值 11.9/12.6 亿元。假设 2025 年 3 月末授予，预计 2025-2027 年分别产生摊销费用约 6372/4321/732 万元。
- 2024 年营收继续高速增长，高研发投入和新品验证一定程度影响利润。公司发布 2024 年业绩预告，预计 2024 年全年营收 41 亿元，同比增长 51.7%，扣非后归母净利润 3.56 亿元，同比增长 14.2%，归母净利润 6.9 亿元，同比增长 3.9%。营收持续高速增长主要得益于行业持续高景气，公司凭借其在薄膜沉积设备领域的领先地位各系列产品量产规模不断扩大，前序订单稳步交付；利润增速相对承压，主要因报告期内公司持续保持高研发投入、同时交付的机台中新设备新工艺较多致成本费用有所增加。
- 布局“薄膜沉积+混合键合”，继续受益国内先进晶圆产线扩产和国产替代。薄膜沉积设备领域，公司继续推进工艺拓展和产品迭代升级，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经下游用户验证导入，已实现产业化；新型设备平台 PF-300M、PF-300T Plus 及新型反应腔 Supra-D ACHM、ONO Stack 等工艺设备也持续获得客户重复订单。此外，公司布局混合键合设备，且也已实现产业化，进一步瞄准晶圆级三维集成应用场景。
- 盈利预测：我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 41.03、53.83、69.91 亿元，同比增长 51.7%、31.2%、29.9%，归母净利润为 6.88、11.26、14.71 亿元，同比增长 3.9%、63.6%、30.6%，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：下游晶圆厂扩产不及预期、新设备和新工艺验证不及预期、行业竞争加剧、中美科技博弈风险。

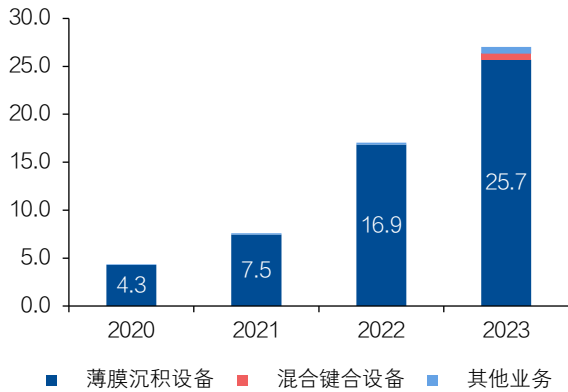
主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	2705	4103	5383	6991
同比增长	58.6%	51.7%	31.2%	29.9%
归母净利润（百万元）	663	688	1126	1471
同比增长	79.8%	3.9%	63.6%	30.6%
毛利率	51.0%	44.7%	48.3%	48.4%
ROE	14.4%	13.3%	18.2%	19.6%
每股收益（元）	2.37	2.46	4.03	5.26
市盈率	82.3	79.2	48.4	37.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

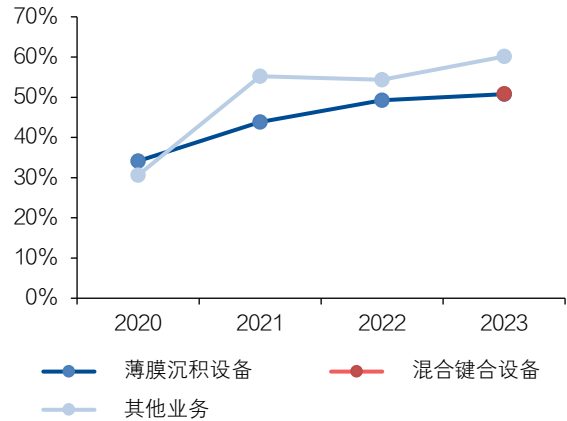
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

图1、2020-2023 年公司营收结构（亿元）



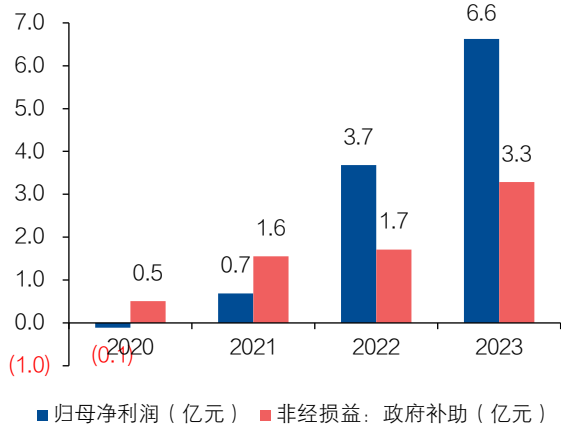
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2020-2023 年公司各业务毛利率



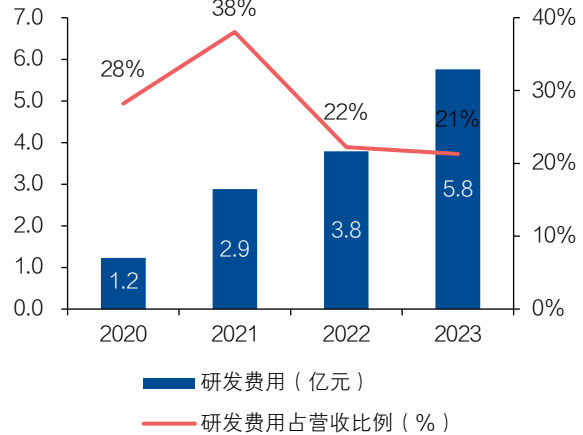
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、2020-2023 年公司利润情况



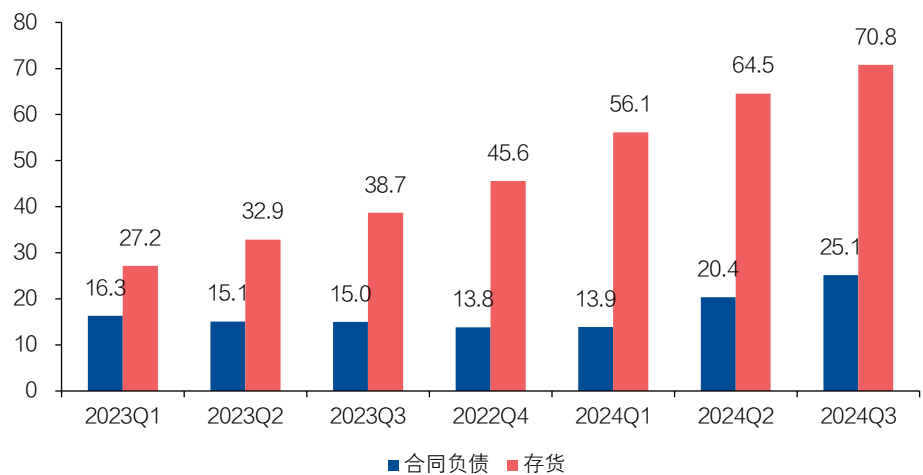
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2020-2023 年公司研发费用情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、2023Q1-2024Q3 公司合同负债和存货（亿元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8457	11316	12956	16157
货币资金	2676	2876	2065	2562
交易性金融资产	29	29	29	29
应收票据及应收账款	530	742	1014	1290
预付款项	192	290	379	477
存货	4556	6890	8976	11293
其他	474	489	493	506
非流动资产	1512	1614	1859	2099
长期股权投资	228	228	228	228
固定资产	613	732	890	1018
在建工程	117	195	265	329
无形资产	92	104	122	171
商誉	0	0	0	0
其他	463	355	354	353
资产总计	9969	12929	14816	18256
流动负债	2982	5540	6410	8525
短期借款	70	70	70	70
应付票据及应付账款	1070	2058	2385	3186
其他	1841	3411	3955	5269
非流动负债	2396	2291	2291	2291
长期借款	1871	1871	1871	1871
其他	525	420	420	420
负债合计	5378	7831	8701	10816
股本	188	278	280	280
未分配利润	1014	1529	2375	3479
少数股东权益	-2	-74	-74	-74
股东权益合计	4592	5099	6114	7439
负债及权益合计	9969	12929	14816	18256

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润	663	688	1126	1471
折旧和摊销	52	89	115	143
营运资金的变动	-2346	-258	-1601	-608
经营活动产生现金流量	-1657	514	-286	1077
资本支出	-481	-298	-361	-383
长期投资	-360	0	0	0
投资活动产生现金流量	-836	-175	-356	-376
债权融资	1333	138	0	0
股权融资	71	157	1	0
融资活动产生现金流量	1339	-137	-169	-204
现金净变动	-1157	200	-811	497

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2705	4103	5383	6991
营业成本	1325	2268	2781	3611
税金及附加	18	27	32	42
销售费用	281	398	485	594
管理费用	189	246	323	419
研发费用	576	759	861	1049
财务费用	-12	-22	-28	-4
投资收益	3	4	5	7
公允价值变动收益	94	0	0	0
信用减值损失	-8	0	0	0
资产减值损失	-17	-20	-20	-20
营业利润	729	678	1238	1616
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	729	678	1238	1616
所得税	65	61	111	145
净利润	664	617	1126	1471
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司净利润	663	688	1126	1471
EPS(元)	2.37	2.46	4.03	5.26

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业总收入增长率	58.6%	51.7%	31.2%	29.9%
营业利润增长率	104.5%	-7.0%	82.6%	30.6%
归母净利润增长率	79.8%	3.9%	63.6%	30.6%
盈利能力				
毛利率	51.0%	44.7%	48.3%	48.4%
归母净利率	24.5%	16.8%	20.9%	21.0%
ROE	14.4%	13.3%	18.2%	19.6%
偿债能力				
资产负债率	53.9%	60.6%	58.7%	59.2%
流动比率	2.84	2.04	2.02	1.90
速动比率	1.09	0.66	0.49	0.46
营运能力				
资产周转率	31.3%	35.8%	38.8%	42.3%
每股资料(元)				
每股收益	2.37	2.46	4.03	5.26
每股经营现金	-5.92	1.84	-1.02	3.85
估值比率(倍)				
PE	82.3	79.2	48.4	37.1
PB	11.9	10.5	8.8	7.3

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
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的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	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
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

本公司为拓荆科技(688072)做市商。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn