

营收/在手订单大幅提升，新产品/新工艺持续突破

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: | 216.52/101.4 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 449.80 |
| 最新收盘价: | 160.8 | 自由流通市值(亿) | 449.80 |
| | | 自由流通股数(百万) | 279.73 |

事件概述

公司发布 2024 年报。

► 收入端同比大幅提升，在手订单超过 90 亿

2024 年公司实现营收 41.03 亿元，同比+51.70%，其中 Q4 营收 18.26 亿元，同比+82.11%，环比+80.59%，持续加速提升，主要系随着公司先进产品不断迭代升级，设备出货量实现了大幅攀升，2024 年设备反应腔出货超 1000 腔。分产品来看：1) 薄膜沉积设备实现收入 38.63 亿元，同比+50.29%，我们推测公司主打产品 PECVD 仍是主要收入来源，SACVD、HDPCVD 等设备逐步放量，收入占比同比大幅提升；2) 先进封装键合设备等实现产品收入 0.96 亿元，同比+48.78%。截至 2024 末，公司存货和合同负债分别为 72.16 和 29.83 亿元，分别同比+58.37%和+115.90%，持续创新高。公司在手订单金额约 94 亿元，同比+46%，我们推算出 2024 年公司新接订单实现快速增长。展望 2025 年，充足在手订单将支撑营收端快速增长。

► 新品验证影响毛利率，规模效应驱动费用率下降

2024 年公司归母净利润和扣非归母净利润分别为 6.88 和 3.56 亿元，分别同比+3.86%和-14.10%，其中 Q4 归母净利润和扣非归母净利润分别为 4.17 和 2.91 亿元，分别同比+6.46%和+113%。2024 销售净利率和扣非后归母净利率分别为 16.75%和 8.68%，分别同比-7.7/-2.86pct；其中 Q4 销售净利率和扣非后归母净利率分别为 23.42%/15.94%，单季度改善明显：1) 毛利端：2024 年公司整体毛利率为 41.69%，同比-5.43pct（剔除质保金调整影响），主要由于新产品及新工艺的收入占比大幅度增加，新产品及新工艺在客户验证过程成本相对较高；2) 费用端：2024 年公司期间费用率为 32.19%，同比-2.15pct（剔除质保金调整影响），其中销售、管理、研发和财务费用率同比+0.55/-1.86/-2.87/+2.03pct，费用率整体下降主要系规模效应。3) 2024 年公司计入非经常性损益的政府补助收益为 1.43 亿元，同比有所下降，叠加公允价值变动收益 2.03 亿元，一定程度上增厚了公司利润端表现。

► 新产品/新工艺持续突破，深度受益先进制程/先进封装扩产

公司不断完善薄膜沉积设备相关产品，并积极拓展先进封装设备。1) PECVD：已实现全系列 PECVD 介质薄膜材料的覆盖，研发并推出了 PECVD Bianca 工艺设备取得产业化应用，累计获得 40 个反应腔订单，尤其基于新型设备平台 PECVD Stack (ONO 叠层) 等通过设备验证；2) ALD：本土工艺覆盖率第一，PE-ALD 设备高温、低温、高质量 SiO₂、SiN、SiCO 等介质薄膜工艺设备

均已实现产业化应用；Thermal-ALD Al2O3、AlN 等工艺设备持续出货至客户端，持续拓展 Thermal-ALD 其他薄膜工艺，整体进展顺利；3) SACVD：SA TEOS、BPSG、SAF 等介质薄膜工艺沉积设备保持竞争优势，进一步扩大量产应用规模；4) HDPCVD：USG、FSG、STI 薄膜工艺设备均已实现产业化，相关反应腔累计出货量达到 100 个；5) 超高深宽比沟槽填充 CVD：实现了产业化应用，相关反应腔累计出货超过 15 个；6) 先进封装：晶圆对晶圆、芯片对晶圆键合前表面预处理设备获得重复订单并扩大产业化应用，同时，公司自主研发并推出了新产品晶圆对晶圆熔融键合、芯片对晶圆混合键合设备、键合套准精度量测设备及键合强度检测设备，致力于为三维集成领域提供全面的技术解决方案。

投资建议

我们略微调整 2025-2026 年公司营收预测为 57.93、75.69 亿元（原值为 57.96、75.74 亿元），分别同比+41.2%、+30.7%；归母净利润为 10.73、15.42 亿元（原值为 11.51、15.82 亿元），分别同比+55.9%、+43.7%；对应 EPS 为 3.84、5.51 元（原值为 4.13、5.68 元）。新增 2027 年营收预测 98.94 亿元，同比+30.7%；归母净利润为 21.91 亿元，同比+42.1%；对应 EPS 为 7.83 元。2025/4/24 日股价 153.55 元对应 PE 分别为 40、28 和 20 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 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,705 | 4,103 | 5,793 | 7,569 | 9,894 |
| YoY (%) | 58.6% | 51.7% | 41.2% | 30.7% | 30.7% |
| 归母净利润(百万元) | 663 | 688 | 1,073 | 1,542 | 2,191 |
| YoY (%) | 79.8% | 3.9% | 55.9% | 43.7% | 42.1% |
| 毛利率 (%) | 47.1% | 41.7% | 41.9% | 42.9% | 42.9% |
| 每股收益 (元) | 2.39 | 2.48 | 3.84 | 5.51 | 7.83 |
| ROE | 14.4% | 13.0% | 16.9% | 19.5% | 21.7% |
| 市盈率 | 64.25 | 61.92 | 40.03 | 27.85 | 19.60 |

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：

华西机械&电子联合覆盖

分析师：单慧伟

邮箱：shanhw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业总收入 | 4,103 | 5,793 | 7,569 | 9,894 | 净利润 | 687 | 1,075 | 1,545 | 2,191 |
| YoY (%) | 51.7% | 41.2% | 30.7% | 30.7% | 折旧和摊销 | 86 | 90 | 93 | 92 |
| 营业成本 | 2,393 | 3,368 | 4,325 | 5,648 | 营运资金变动 | -980 | -954 | -1,194 | -1,679 |
| 营业税金及附加 | 11 | 12 | 15 | 20 | 经营活动现金流 | -283 | 505 | 747 | 914 |
| 销售费用 | 290 | 261 | 303 | 396 | 资本开支 | -686 | -77 | -57 | -60 |
| 管理费用 | 210 | 232 | 303 | 396 | 投资 | -205 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 65 | 225 | 222 | 214 | 投资活动现金流 | -892 | -74 | -53 | -54 |
| 研发费用 | 756 | 869 | 1,135 | 1,385 | 股权募资 | 68 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -15 | -10 | -20 | -20 | 债务募资 | 1,637 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1 | 3 | 4 | 6 | 筹资活动现金流 | 1,361 | -285 | -285 | -285 |
| 营业利润 | 679 | 1,101 | 1,619 | 2,307 | 现金净流量 | 184 | 143 | 409 | 575 |
| 营业外收支 | 0 | 8 | 8 | 0 | | | | | |
| 利润总额 | 679 | 1,108 | 1,627 | 2,307 | 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 所得税 | -9 | 33 | 81 | 115 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 687 | 1,075 | 1,545 | 2,191 | 营业收入增长率 | 51.7% | 41.2% | 30.7% | 30.7% |
| 归属于母公司净利润 | 688 | 1,073 | 1,542 | 2,191 | 净利润增长率 | 3.9% | 55.9% | 43.7% | 42.1% |
| YoY (%) | 3.9% | 55.9% | 43.7% | 42.1% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 2.48 | 3.84 | 5.51 | 7.83 | 毛利率 | 41.7% | 41.9% | 42.9% | 42.9% |
| | | | | | 净利率 | 16.8% | 18.5% | 20.4% | 22.1% |
| | | | | | 总资产收益率 ROA | 4.5% | 6.6% | 7.9% | 9.2% |
| | | | | | 净资产收益率 ROE | 13.0% | 16.9% | 19.5% | 21.7% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 流动比率 | 1.86 | 2.02 | 2.01 | 2.02 |
| | | | | | 速动比率 | 0.69 | 0.62 | 0.58 | 0.55 |
| | | | | | 现金比率 | 0.44 | 0.46 | 0.42 | 0.39 |
| | | | | | 资产负债率 | 65.4% | 61.0% | 59.4% | 57.6% |
| | | | | | 经营效率 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.32 | 0.37 | 0.42 | 0.46 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 2.48 | 3.84 | 5.51 | 7.83 |
| | | | | | 每股净资产 | 18.97 | 22.70 | 28.22 | 36.05 |
| | | | | | 每股经营现金流 | -1.02 | 1.80 | 2.67 | 3.27 |
| | | | | | 每股股利 | 0.27 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | | | | | 估值分析 | | | | |
| | | | | | PE | 61.92 | 40.03 | 27.85 | 19.60 |
| | | | | | PB | 8.10 | 6.76 | 5.44 | 4.26 |

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。