2025 年 04 月 30 日

2025 年一季报点评：收入端延续高速增长，新品确认影响短期毛利水平

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)	458.20
最新收盘价：	163.8	自由流通市值(亿)	458.20
		自由流通股数(百万)	279.73

事件概述

公司发布 2025 年一季报。

▶ 订单持续快速确认，Q1 收入延续高速增长势头

2025Q1 公司实现营收 7.09 亿元，同比+50.22%，延续高速增长势头，主要系客户认可度不断提升，核心竞争力进一步增强，新产品实现批量验证，进一步拆分：我们推测除成熟制程产品持续增长外，PECVD、ALD、SACVD 等先进制程产品收入占比大幅提升，已经成为公司营收主要构成。我们注意到，2025Q1 公司经营性现金流净额同比大幅转正，同比增长 7.32 亿元，回款加快，经营指标持续向好。截至 2024 末，公司披露在手订单金额约 94 亿元，同比+35%，截至 2025Q1 末，公司存货/合同负债为 78.12/37.52 亿元，分别同比+39%/+171%，均指引公司在手订单饱满，我们认为随着后续产品持续确认，2025 年公司收入端将持续保持快速增长势头。

▶ 新品验收影响短期毛利率，看好后续盈利水平修复

2025Q1 公司实现归母净利润/扣非归母净利润分别为-1.47/-1.80 亿元，净利润出现大额亏损/扣非归母净利润亏损额增大，利润端下滑明显，低于市场预期。2025Q1 公司销售净利率/扣非净利率为-21.41%/-25.43%，同比-23.06pct/-16.06pct，盈利水平大幅下滑：1）毛利端：2025Q1 公司整体毛利率为 19.89%，同比-27.42pct，主要系新品收入占比近 70%，新品在客户验证成本过程较高，产品确认结构是毛利率短期承压的最主要因素，同时质保金会计调整也有一定影响。随着新品验收影响逐步消除，看好后续毛利率水平大幅修复；2）费用端：2025Q1 公司期间费用率为 42.18%，同比-12.32pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.94/+0.88/-11.88/+1.62pct，主要系规模效应；3）2025Q1 计提减值损失合计达 0.35 亿元，2024 年同期仅 0.09 亿元，影响利润表现；4）此外，2025Q1 非经损益同比减少 2139 万元，其中政府补助较同期减少 3649 万元，一定程度影响利润端表现。

▶ 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，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；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；5）超高深宽比沟槽填充 CVD：实现了产业化应用；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

我们维持 2025-2027 年公司营收预测为 57.93、75.69 和 98.94 亿元，分别同比+41.2%、+30.7%和+30.7%；略微调整归母净利润预测为 10.73、15.46、21.96 亿元（原值为 10.73、15.42、21.96 亿元），分别同比+55.9%、+44.1%和+42%；对应 EPS 为 3.84、5.53 和 7.85 元（原值为 3.84、5.51 和 7.83 元）。2025/4/29 日股价 163.8 元对应 PE 分别为 43、30 和 21 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	1,546	2,196
YoY（%）	79.8%	3.9%	55.9%	44.1%	42.0%
毛利率（%）	47.1%	41.7%	41.9%	42.9%	42.9%
每股收益（元）	2.39	2.48	3.84	5.53	7.85
ROE	14.4%	13.0%	16.8%	19.5%	21.6%
市盈率	68.54	66.05	42.70	29.63	20.87

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：黄瑞连
邮箱：huangrl@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）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,103	5,793	7,569	9,894
YoY(%)	51.7%	41.2%	30.7%	30.7%
营业成本	2,393	3,368	4,325	5,648
营业税金及附加	11	12	15	20
销售费用	290	261	303	396
管理费用	210	232	303	396
财务费用	65	225	217	209
研发费用	756	869	1,135	1,385
资产减值损失	-15	-10	-20	-20
投资收益	1	3	4	6
营业利润	679	1,101	1,623	2,311
营业外收支	0	8	8	0
利润总额	679	1,108	1,631	2,311
所得税	-9	33	82	116
净利润	687	1,075	1,549	2,196
归属于母公司净利润	688	1,073	1,546	2,196
YoY(%)	3.9%	55.9%	44.1%	42.0%
每股收益	2.48	3.84	5.53	7.85

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,003	3,365	3,778	4,357
预付款项	108	337	433	565
存货	7,216	8,409	10,783	14,069
其他流动资产	2,361	1,819	2,127	2,518
流动资产合计	12,687	13,930	17,121	21,509
长期股权投资	249	249	249	249
固定资产	893	889	860	828
无形资产	176	177	178	178
非流动资产合计	2,627	2,685	2,658	2,625
资产合计	15,314	16,616	19,779	24,134
短期借款	119	119	119	119
应付账款及票据	2,245	2,619	3,364	4,393
其他流动负债	4,467	4,209	5,077	6,209
流动负债合计	6,831	6,947	8,560	10,720
长期借款	2,794	2,794	2,794	2,794
其他长期负债	391	453	453	453
非流动负债合计	3,185	3,247	3,247	3,247
负债合计	10,015	10,194	11,808	13,967
股本	280	280	280	280
少数股东权益	19	21	24	24
股东权益合计	5,299	6,422	7,971	10,167
负债和股东权益合计	15,314	16,616	19,779	24,134

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	687	1,075	1,549	2,196
折旧和摊销	86	90	93	92
营运资金变动	-980	-954	-1,194	-1,679
经营活动现金流	-283	514	751	918
资本开支	-686	-90	-57	-60
投资	-205	0	0	0
投资活动现金流	-892	-145	-53	-54
股权募资	68	47	0	0
债务募资	1,637	169	0	0
筹资活动现金流	1,361	-6	-285	-285
现金净流量	184	362	413	579

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	51.7%	41.2%	30.7%	30.7%
净利润增长率	3.9%	55.9%	44.1%	42.0%
盈利能力				
毛利率	41.7%	41.9%	42.9%	42.9%
净利润率	16.8%	18.5%	20.4%	22.2%
总资产收益率 ROA	4.5%	6.5%	7.8%	9.1%
净资产收益率 ROE	13.0%	16.8%	19.5%	21.6%
偿债能力				
流动比率	1.86	2.01	2.00	2.01
速动比率	**0.69**	**0.64**	**0.59**	**0.56**
现金比率	0.44	0.48	0.44	0.41
资产负债率	65.4%	61.4%	59.7%	57.9%
经营效率				
总资产周转率	0.32	0.36	0.42	0.45
每股指标（元）				
每股收益	2.48	3.84	5.53	7.85
每股净资产	18.97	22.88	28.41	36.26
每股经营现金流	-1.02	1.84	2.68	3.28
每股股利	0.27	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	66.05	42.70	29.63	20.87
PB	8.10	7.16	5.77	4.52

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。