

2025 年 6 月 23 日

朱吉翔

C0044@capital.com.tw

目标价

180 元

拓荆科技-U(688072)

BUY 买进

核心设备企业估值具备吸引力

结论与建议:

伴随中美贸易摩擦升级,美国对华高阶算力芯片及 HBM 等产品的限制进一步趋严。中国对于高阶算力芯片及 HBM 的需求缺口或存在扩大的风险。因此预计 2H25 开始,中国半导体产业有望迎来先进工艺扩张的结构性契机,公司作为国内稀缺的薄膜设备企业,同时也是国内领先的混合键和设备企业,有望受益。公司目前股价对应 2025-27 年 PE42 倍、33 倍和 24 倍,估值有一定安全边际,给予买进评级。

■ **混合键合领先企业,有望受益于国产 HBM 需求增长。**随着中美贸易摩擦的升级,美国对中国高阶算力芯片及 HBM 等产品的出口限制不断加强,因此预计 2H25 开始,中国半导体设备产业有望迎来先进工艺扩张的结构性契机。拓荆科技凭借其在薄膜沉积设备领域的领先地位,有望在这一过程中获得更多的市场份额。同时,公司作为国内领先的混合键合设备企业,相关设备率先通过本土大厂认证,填补了国内高阶 HBM 关键封装工艺的空白,有望在 HBM 国产化过程中受益。

■ **股权激励行权目标高:**公司发布股权激励计划,行权条件为 2025 年营收目标 49.9 亿元,同比增长 21.7%,净利润 10.6 亿元,同比增长 54%;2026 年营收目标 60 亿元较 2024 年增长 46%,净利润 12.6 亿元,较 2024 年增长 83%,整体增速预期较快,体现管理层对于公司快速发展的信心。

■ **24 年营收增长 5 成,1Q25 营收继续高速增长:**。2024 年公司实现营收 41 亿元,同比增 52%,实现净利润 6.9 亿元,同比增 4%。1Q25 公司实现营收 7.1 亿元,同比增加 50.2%;惟亏损 1.5 亿元,主要系部分在研商品发到客户端验证,所产生的费用计入成本,导致毛利率阶段性的滑落,预计随着公司新品验收结束,毛利率有望逐步恢复。

■ **盈利预测:**预计公司 2025-2027 年净利润 10 亿元、13 亿元和 17.4 亿元,同比增长 46%、30%和 33%,EPS 分别为 3.59 元、4.67 元和 6.21 元,目前股价对应 2025-27 年 PE42 倍、33 倍和 24 倍,给予买进评级。

■ **风险提示:**中国半导体制造投资需求急速下降。

..... 接续下页

公司基本资讯

产业别	电子
A 股价(2025/6/23)	151.70
上证指数(2025/6/23)	3381.58
股价 12 个月高/低	216.12/101.21
总发行股数(百万)	279.73
A 股数(百万)	279.73
A 市值(亿元)	424.35
主要股东	国家集成电路 产业投资基金 股份有限公司 (19.67%)
每股净值(元)	18.25
股价/账面净值	8.31
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	2.3 -11.7 9.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-03-5	175.73	买进

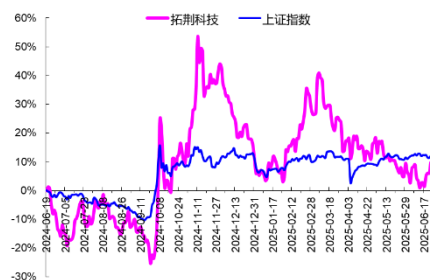
产品组合

半导体设备	86.2%
配套材料及服务	13.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金
一般法人

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	664	688	1003	1306	1736
同比增减	%	80.2	3.6	45.8	30.2	32.9
每股盈余(EPS)	RMB 元	2.37	2.46	3.59	4.67	6.21
同比增减	%	80.2	3.6	45.8	30.2	32.9
市盈率(P/E)	X	63.9	61.7	42.3	32.5	24.4
股利(DPS)	RMB 元	0.35	0.35	0.45	0.50	0.95
股息率(Yield)	%	0.23	0.23	0.30	0.33	0.63

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (StrongBuy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (TradingBuy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业收入	664	688	1003	1306	1736
经营成本	80.2	3.6	45.8	30.2	32.9
营业税金及附加	2.37	2.46	3.59	4.67	6.21
销售费用	80.2	3.6	45.8	30.2	32.9
管理费用	63.9	61.7	42.3	32.5	24.4
财务费用	0.35	0.35	0.45	0.50	0.95
资产减值损失	0.23	0.23	0.30	0.33	0.63
投资收益	664	688	1003	1306	1736
营业利润	80.2	3.6	45.8	30.2	32.9
营业外收入	2.37	2.46	3.59	4.67	6.21
营业外支出	80.2	3.6	45.8	30.2	32.9
利润总额	63.9	61.7	42.3	32.5	24.4
所得税	0.35	0.35	0.45	0.50	0.95
少数股东损益	0.23	0.23	0.30	0.33	0.63
归属于母公司所有者的净利润	664	688	1003	1306	1736

附二：合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	2676	3003	3607	3629	3469
应收账款	530	1473	1282	1051	809
存货	4556	7216	6855	6169	5244
流动资产合计	8457	12687	14400	16301	18404
长期股权投资	228	249	262	275	289
固定资产	613	893	1519	2688	4946
在建工程	117	729	401	160	40
非流动资产合计	1512	2627	3257	4039	5008
资产总计	9969	15314	17657	20340	23412
流动负债合计	2982	6831	17759	48838	141631
非流动负债合计	2396	3185	7325	17725	45022
负债合计	5378	10015	11374	12751	14087
少数股东权益	-2	19	19	19	19
股东权益合计	4594	5280	6283	7589	9325
负债及股东权益合计	9969	15314	17657	20340	23412

附三：合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	-1657	-283	862	1037	1412
投资活动产生的现金流量净额	-836	-892	-434	-986	-1538
筹资活动产生的现金流量净额	1339	1361	176	-29	-34
现金及现金等价物净增加额	-1154	187	604	22	-160

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。