

中报业绩点评：25Q2 业绩高增，受益先进制程/先进封装扩产

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)	511.51
最新收盘价：	182.86	自由流通市值(亿)	511.51
		自由流通股数(百万)	279.73

事件概述

公司发布 2025 年半年度报告。

► 受益先进制程设备放量，Q2 收入端延续加速势头

2025H1 公司实现营收 19.54 亿元，同比+54.25%，其中 Q2 为 12.45 亿元，同比+56.64%，符合预告中值，呈现加速增长势头，领跑板块。1) 整体来看，主要系薄膜沉积设备和 3D 封装的先进键合设备技术优势明显，先进制程新品获得广泛认可，市占率不断提升；2) 进一步拆分看，除成熟产品外，基于新型设备平台和新型反应腔的 PECVD Stack、ACHEM、Biana 等先进设备陆续通过验收，量产规模不断扩大；其中 ALD 新品快速放量，Q2 单季度收入超过去年全年，2025 年发布的 PE/Thermal-ALD 均为先进制程核心设备，ALD 设备已成为公司重要增长点。截至 25H1 末，公司存货/合同负债为 83.23/45.36 亿元，分别同比+29%/+122%，充足在手订单为后续收入持续高增奠定基础。此外，25Q2 公司经营性现金流净额 15.55 亿元，同比+971%，主要由于预收款及回款大幅增加，创历史新高，我们判断与产品发货和新接订单维持较高水平有关。

► 毛利率大幅改善+费用率下降，Q2 利润端兑现高增

2025H1 公司实现归母净利润/扣非归母净利润为 0.94/0.38 亿元，其中 Q2 为 2.41/2.18 亿元，分别同比+103%/+240%，符合预告中值，同环比大幅改善，且扣非端增速高于总体水平，盈利实质性提升明显。2025H1 公司净利率/扣非净利率为 4.21%/1.95%，其中 Q2 为 18.79%/17.54%，分别同比+4.39pct/+9.47pct，环比+40.20pct/+42.97pct。具体来看：

- 1) 毛利端：25H1 毛利率为 31.95%，其中 Q2 为 38.82%，环比+18.93%，Q1 的低毛利率主要系新机台验证成本较高，随着新品技术导入并实现量产突破，Q2 毛利率环比大幅改善，我们预计逐步回到正常水平；
- 2) 费用端：25H1 期间费用率为 31.87%，同比-12.96%，其中销售/管理/财务/研发分别同比-3.89%、+0.07%、+0.28%、-9.42pct，系运营效率提升，规模效应快速释放；
- 3) 25Q2 非经常损益仅 2200 万元左右，出色业绩核心还是源于自身盈利能力大幅改善。

► 聚焦先进制程+先进封装，中长期成长逻辑清晰

1) 先进制程：公司核心产品 PECVD、ALD、SACVD、HDPCVD、Flowable CVD 等均实现先进制程工艺覆盖，ALD 设备本土工艺覆盖率第一；我们注意到公司本次新增了对 PECVD ACHM、a-Si、SiB、高温 SiN 等多款硬掩模工艺的全面覆盖（先进制程），公司也是国内最全面的设备厂商。订单结构方面，我们预计公司先进制程客户占比较高，为板块先进制程敞口最大标的之一。

2) 先进封装：公司 W2W 键合产品及 W2D 混合键合前表面预处理产品等已获得客户订单，2025 年公司集中发布了低应力熔融键合、D2W 混合键合、键合强度检测等多款产品，2025 中报新增永久键合后晶圆激光剥离设备，主要用于垂直结构 DRAM 和先进逻辑中，公司先进封装设备综合供应商逻辑持续强化，目前国产键合领域公司设备技术优势领先，部分产品为国内唯一应用在产线上的同类型设备。

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%；归母净利润预测为 10.73、15.52、22.01 亿元，分别同比+55.9%、+44.7%和+41.8%；对应 EPS 为 3.84、5.55 和 7.87 元。2025/8/25 日股价 182.86 元对应 PE 分别为 48、33 和 23 倍，基于公司较强的市场竞争力和出色成长性，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	1,552	2,201
YoY (%)	79.8%	3.9%	55.9%	44.7%	41.8%
毛利率 (%)	47.1%	41.7%	41.9%	42.9%	42.9%
每股收益 (元)	2.39	2.48	3.84	5.55	7.87
ROE	14.4%	13.0%	16.6%	19.4%	21.5%
市盈率	76.51	73.73	47.67	32.95	23.24

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：黄瑞连

邮箱：huangr1@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)					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	1,555	2,201
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	510	757	924
销售费用	290	261	303	396	资本开支	-686	-126	-57	-60
管理费用	210	232	303	396	投资	-205	0	0	0
财务费用	65	225	211	203	投资活动现金流	-892	-179	-53	-54
研发费用	756	869	1,135	1,385	股权募资	68	112	0	0
资产减值损失	-15	-10	-20	-20	债务募资	1,637	434	0	0
投资收益	1	3	4	6	筹资活动现金流	1,361	338	-285	-285
营业利润	679	1,101	1,629	2,317	现金净流量	184	668	419	585
营业外收支	0	8	8	0					
利润总额	679	1,108	1,637	2,317	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	-9	33	82	116	成长能力				
净利润	687	1,075	1,555	2,201	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	1,552	2,201	净利润增长率	3.9%	55.9%	44.7%	41.8%
YoY (%)	3.9%	55.9%	44.7%	41.8%	盈利能力				
每股收益	2.48	3.84	5.55	7.87	毛利率	41.7%	41.9%	42.9%	42.9%
					净利率	16.8%	18.5%	20.5%	22.3%
					总资产收益率 ROA	4.5%	6.3%	7.7%	9.0%
					净资产收益率 ROE	13.0%	16.6%	19.4%	21.5%
					偿债能力				
					流动比率	1.86	1.98	1.98	1.99
					速动比率	0.69	0.66	0.61	0.58
					现金比率	0.44	0.51	0.46	0.43
					资产负债率	65.4%	61.8%	60.0%	58.2%
					经营效率				
					总资产周转率	0.32	0.36	0.41	0.44
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.48	3.84	5.55	7.87
					每股净资产	18.97	23.11	28.66	36.53
					每股经营现金流	-1.02	1.82	2.71	3.30
					每股股利	0.27	0.00	0.00	0.00
					估值分析				
					PE	73.73	47.67	32.95	23.24
					PB	8.10	7.91	6.38	5.01

资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,003	3,671	4,090	4,675
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	14,236	17,433	21,826
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	2,723	2,695	2,662
资产合计	15,314	16,959	20,127	24,489
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	4,449	5,317	6,448
流动负债合计	6,831	7,187	8,800	10,960
长期借款	2,794	2,794	2,794	2,794
其他长期负债	391	492	492	492
非流动负债合计	3,185	3,286	3,286	3,286
负债合计	10,015	10,472	12,086	14,245
股本	280	280	280	280
少数股东权益	19	21	24	24
股东权益合计	5,299	6,487	8,042	10,243
负债和股东权益合计	15,314	16,959	20,127	24,489

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。