

2025 年 10 月 31 日

Q3 业绩大超市场预期，存储+先进封装核心标的

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:	341.8/138.63
目标价格:		总市值(亿)	918.70
最新收盘价:	326.75	自由流通市值(亿)	918.70
		自由流通股数(百万)	281.16

事件概述

公司发布 2025 年三季报。

► 先进制程设备通过验证确认，25Q3 收入同比翻倍以上高增

1) 2025Q1-3 公司实现营收 42.20 亿元，同比+85.27%，其中 Q3 实现营收 22.66 亿元，同比+124.15%，持续加速增长，创单季度历史新高，大超市场预期，主要系产品竞争力持续提升，基于新型设备平台和新型反应腔的 PECVD Stack、ACHM、Bianca、ALD SiCO 等先进制程的验证机台顺利通过，进入规模化量产阶段，并实现收入转化。2) 截至 25Q3 末，公司存货/合同负债为 80.69/48.94 亿元，同比+14.01%/+94.84%，推测在手订单持续新高，支撑后续营收端增长。3) 我们注意到 25Q3 经营性现金流净额 12.66 亿元，较 24Q3 的-0.99 亿元大幅改善，主要系产品加速交付，销售回款大幅提升。

► 规模效应提升盈利水平，25Q3 利润端大超预期

2025Q1-3 公司归母净利润/扣非归母净利润为 5.57/4.58 亿元，同比+105.14%/+599.67%，其中 Q3 归母净利润/扣非归母净利润为 4.62/4.20 亿元，同比+225.07%/+822.50%，大超市场预期。2025Q3 为销售净利率/扣非净利率 20%/18.53%，同比+6.39/+14.03pct，盈利水平大幅提升：1) 毛利端：25Q3 毛利率为 34.42%，同比-4.85pct，推测毛利率波动与先进制程新品验证有关，后续影响逐步消除；2) 费用端：25Q3 期间费用率为 17.76%，同比-16.48pct，2024 年末公司总员工 1531 人，25H1 公司总员工 1569 人，随着大客户完成突破，人员增长有望趋于平稳，构成净利率大幅提升的核心原因。3) 25Q3 信用&资产减值损失同比增加 3468 万元，非经损益同比减少 5444 万元，总计约 9000 万元，一定程度上压制净利润进一步表现。

► 存储扩产最受益核心标的，先进封装平台化布局持续推进

1) 全球存储超级周期已经确立，长存三期成立、长鑫 IPO 等，26 年大陆存储扩产有望实现高增；公司核心产品 PECVD、ALD、SACVD、HDPCVD、Flowable CVD 等工艺覆盖面不断扩大，最受益存储扩产。2) 先进封装平台化布局持续推进：键科子公司先进封装产品涵盖 W2W、D2W、芯片对晶圆混合键合前表面预处理、低形变熔融键合、键合套准精度量测产品等产品，主要用于垂直结构 DRAM 和先进逻辑中，目前国产键合领域公司设备装机量第一；近期公司投资芯丰精密成为二股东，其产品覆盖 12 英寸减薄机、环切机及激光切割设备等；此外，参股稷以科技，布局电镀设备，后续将继续围绕先进封装去做布局，先进封装最核心标的。

投资建议

考虑公司在手订单持续新高、人员数量趋于平稳等因素，我们调整 2025-2027 年公司营收预测为 63.72、89.21、116.52 亿元（原值为 57.93、75.69 和 98.94 亿元），分别同比+55.3%、+40.0%、+30.6%；归母净利润预测为 10.05、18.61、27.28 亿元（原值为 10.73、15.52、22.01 亿元），分别同比+46.1%、+85.1%、+46.6%；对应 EPS 为 3.58、6.62、9.70 元（原值为 3.84、5.55 和 7.87 元）。2025/10/30 日股价 326.75 元对应 PE 分别为 91.39、49.37、33.68 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	6,372	8,921	11,652
YoY (%)	58.6%	51.7%	55.3%	40.0%	30.6%
归母净利润(百万元)	663	688	1,005	1,861	2,728
YoY (%)	79.8%	3.9%	46.1%	85.1%	46.6%
毛利率 (%)	47.1%	41.7%	36.2%	39.9%	40.9%
每股收益 (元)	2.39	2.48	3.58	6.62	9.70
ROE	14.4%	13.0%	15.2%	21.9%	24.3%
市盈率	136.72	131.75	91.39	49.37	33.68

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)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,103	6,372	8,921	11,652	净利润	687	1,007	1,865	2,728
YoY (%)	51.7%	55.3%	40.0%	30.6%	折旧和摊销	86	90	93	92
营业成本	2,393	4,069	5,361	6,885	营运资金变动	-980	-2,009	-1,568	-1,920
营业税金及附加	11	13	18	23	经营活动现金流	-283	-651	691	1,208
销售费用	290	287	357	466	资本开支	-686	-131	-57	-60
管理费用	210	255	357	466	投资	-205	0	0	0
财务费用	65	225	225	218	投资活动现金流	-892	-178	-52	-53
研发费用	756	797	1,071	1,282	股权募资	68	335	0	0
资产减值损失	-15	-10	-20	-20	债务募资	1,637	701	0	0
投资收益	1	4	5	7	筹资活动现金流	1,361	824	-285	-285
营业利润	679	1,031	1,955	2,871	现金净流量	184	-6	354	870
营业外收支	0	8	8	0	主要财务指标				
利润总额	679	1,038	1,963	2,871	成长能力				
所得税	-9	31	98	144	营业收入增长率	51.7%	55.3%	40.0%	30.6%
净利润	687	1,007	1,865	2,728	净利润增长率	3.9%	46.1%	85.1%	46.6%
归属于母公司净利润	688	1,005	1,861	2,728	盈利能力				
YoY (%)	3.9%	46.1%	85.1%	46.6%	毛利率	41.7%	36.2%	39.9%	40.9%
每股收益	2.48	3.58	6.62	9.70	净利率	16.8%	15.8%	20.9%	23.4%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	4.5%	5.5%	8.3%	9.9%
货币资金	3,003	2,997	3,351	4,221	净资产收益率 ROE	13.0%	15.2%	21.9%	24.3%
预付款项	108	407	536	689	偿债能力				
存货	7,216	10,162	13,372	17,163	流动比率	1.86	1.86	1.86	1.91
其他流动资产	2,361	1,907	2,331	2,783	速动比率	0.69	0.50	0.46	0.47
流动资产合计	12,687	15,472	19,590	24,855	现金比率	0.44	0.36	0.32	0.32
长期股权投资	249	249	249	249	资产负债率	65.4%	63.6%	61.9%	59.2%
固定资产	893	889	860	828	经营效率				
无形资产	176	177	178	178	总资产周转率	0.32	0.38	0.44	0.47
非流动资产合计	2,627	2,764	2,736	2,704	每股指标 (元)				
资产合计	15,314	18,237	22,327	27,559	每股收益	2.48	3.58	6.62	9.70
短期借款	119	119	119	119	每股净资产	18.97	23.55	30.16	39.87
应付账款及票据	2,245	3,165	4,170	5,355	每股经营现金流	-1.02	-2.32	2.46	4.30
其他流动负债	4,467	5,024	6,245	7,564	每股股利	0.27	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	6,831	8,308	10,533	13,038	估值分析				
长期借款	2,794	2,794	2,794	2,794	PE	131.75	91.39	49.37	33.68
其他长期负债	391	494	494	494	PB	8.10	13.88	10.83	8.20
非流动负债合计	3,185	3,288	3,288	3,288					
负债合计	10,015	11,595	13,821	16,325					
股本	280	281	281	281					
少数股东权益	19	21	25	25					
股东权益合计	5,299	6,641	8,506	11,234					
负债和股东权益合计	15,314	18,237	22,327	27,559					

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。