

2026年04月28日

收入/订单延续高增，26Q1 盈利水平大幅提升

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:	420.0/138.63
目标价格:		总市值(亿)	1,166.76
最新收盘价:	412.73	自由流通市值(亿)	1,166.76
		自由流通股数(百万)	282.69

事件概述

公司发布 2025 年报与 2026 年一季报。

▶ 先进制程新品加入确认，26Q1 收入端延续高增长势头

2025 年公司实现营收 65.19 亿元，同比+58.87%，26Q1 实现营收 11.12 亿元，同比+56.97%，延续高速增长势头，领跑板块，分产品看：1) 25 年 PECVD 设备收入 51.42 亿元，同比+75.27%，基于新型设备平台和新型反应腔 PECVD Stack (ONO 叠层)、ACHM 以及 PECVD Bianca 等先进产品批量通过客户验证，规模化量产转化为收入；2) 25 年 ALD 设备收入 3.01 亿元，同比+191.82%，公司 PE-ALD 等多款设备量产规模快速提升，首台 TiN 产品通过客户验证；3) 25 年混合键合设备实现收入 1.36 亿元，同比+41.92%，多台 W2W 设备验收。截至 25 年末，公司在手订单 110 亿元，考虑到先进制程的验证机台顺利通过，我们认为公司未来将是板块里增速最快的标的之一。

▶ 26Q1 毛利率改善明显，盈利水平大幅提升

2025 年公司归母净利润/扣非归母净利润为 9.27/7.23 亿元，同比+34.67%/+103.05%；销售净利率/扣非净利率为 14.03%/11.09%，同比-2.72/+2.41pct。具体来看：1) 毛利端：25 年公司毛利率为 34.95%，同比-6.73pct，推测与先进制程新品验证有关。2) 费用端：25 年公司期间费用率为 24.17%，同比-8.02pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.81/-0.31/-6.62/-0.28pct，主要系规模效应持续显现。25 年末公司员工总数 1696 人，24 末为 1531 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) 2025 年公司非经损益 2.04 亿元，同比减少 1.28 亿元，一定程度上压制利润表现。26Q1 公司归母净利润/扣非归母净利润分别为 5.71/1.02 亿元，同比均大幅转盈；销售净利率/扣非净利率为 50.54%/9.18%，同比+71.95/+34.61pct；26Q1 毛利率 41.69%，同比+21.80pct，推测受益于先进制程产品验收通过；期间费用率 29.44%，同比-12.74pct。26Q1 公司非经损益同比增加 4.35 亿元，主要系对外投资的公允价值变动损益 4.73 亿元，显著增厚公司利润。

▶ 薄膜沉积设备巩固竞争优势，先进封装构筑第二成长曲线

1) 薄膜沉积设备：公司以 PECVD、ALD、SACVD、HDPCVD 以及 Flowable CVD 为主的薄膜沉积技术深耕拓展和迭代升级，积极覆盖先进制程领域对先进薄膜工艺的需求，定制化开发不同类型的高产能平台和反应腔，目前在先进存储、先进逻辑领域应用的量产规模不断扩大，可以支撑逻辑芯片、存储芯片等领域中所需的约 100 多种工艺应用，充分受益先进逻辑、先进存储扩产。2) 三维集成设备：涵盖 W2W、D2W、熔融键合等先进键合及配套的量检测等七类产品，多台 W2W 获得批量订单、首台晶圆对晶圆熔融键合设备通过客户验证等，产品已覆盖先进存储、先进逻辑、图像传感器等多个领域应用，我们预计 26 年先进封装订单有望大幅提升。

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 2026-2027 年公司营收预测为 91.27、128.91 亿元（原值为 89.21、116.52 亿元），分别同比+40.0%、41.3%；归母净利润预测为 19.44、29.97 亿元（原值为 18.61、27.28 亿元），分别同比+109.8%、+54.2%；EPS 为 6.88、10.60 元（原值为 6.62、9.70 元）。新增 2028 年营收预测为 177.43 亿元，同比+37.6%，归母净利润为 44.01 亿元，同比+46.8%，对应 EPS 为

15.57 元。2026/4/27 股价 412.73 元对应 PE 分别为 60.02、38.93、26.51 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,103	6,519	9,127	12,891	17,743
YoY (%)	51.7%	58.9%	40.0%	41.3%	37.6%
归母净利润(百万元)	688	927	1,944	2,997	4,401
YoY (%)	3.9%	34.7%	109.8%	54.2%	46.8%
毛利率 (%)	41.7%	35.0%	41.2%	42.9%	43.7%
每股收益 (元)	2.48	3.32	6.88	10.60	15.57
ROE	13.0%	14.0%	22.6%	25.8%	27.5%
市盈率	166.42	124.32	60.02	38.93	26.51

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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	6,519	9,127	12,891	17,743	净利润	915	1,948	2,997	4,401
YoY (%)	58.9%	40.0%	41.3%	37.6%	折旧和摊销	148	151	150	154
营业成本	4,241	5,365	7,366	9,986	营运资金变动	2,479	-5,838	-2,471	-3,252
营业税金及附加	32	18	26	35	经营活动现金流	3,633	-3,612	792	1,417
销售费用	407	548	709	887	资本开支	-575	-89	-60	-60
管理费用	314	411	580	710	投资	-783	0	0	0
财务费用	85	-13	65	53	投资活动现金流	-1,329	-274	-53	-50
研发费用	770	1,095	1,418	1,952	股权募资	689	67	0	0
资产减值损失	-154	-20	-20	-20	债务募资	-608	-106	0	0
投资收益	50	5	7	10	筹资活动现金流	-64	-19	-93	-93
营业利润	875	2,043	3,155	4,633	现金净流量	2,239	-3,905	646	1,274
营业外收支	0	8	0	0					
利润总额	876	2,050	3,155	4,633	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	-39	103	158	232	成长能力				
净利润	915	1,948	2,997	4,401	营业收入增长率	58.9%	40.0%	41.3%	37.6%
归属于母公司净利润	927	1,944	2,997	4,401	净利润增长率	34.7%	109.8%	54.2%	46.8%
YoY (%)	34.7%	109.8%	54.2%	46.8%	盈利能力				
每股收益	3.32	6.88	10.60	15.57	毛利率	35.0%	41.2%	42.9%	43.7%
					净利率	14.2%	21.3%	23.3%	24.8%
					总资产收益率 ROA	4.7%	8.8%	10.5%	11.8%
					净资产收益率 ROE	14.0%	22.6%	25.8%	27.5%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	偿债能力				
货币资金	5,300	1,395	2,042	3,316	流动比率	1.43	1.60	1.67	1.75
预付款项	16	537	737	999	速动比率	0.67	0.32	0.33	0.36
存货	7,826	13,393	18,376	24,905	现金比率	0.47	0.12	0.14	0.17
其他流动资产	3,138	3,128	3,736	4,508					
流动资产合计	16,279	18,453	24,890	33,727	总资产周转率	0.37	0.44	0.51	0.54
长期股权投资	300				每股指标 (元)				
固定资产	1,691				每股收益	3.32	6.88	10.60	15.57
无形资产	185	186	186	186	每股净资产	23.51	30.49	41.10	56.67
非流动资产合计	3,544	3,672	3,581	3,487	每股经营现金流	12.92	-12.78	2.80	5.01
资产合计	19,824	22,124	28,472	37,214	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	186	186	186	186	估值分析				
应付账款及票据	3,056	4,173	5,729	7,767	PE	124.32	60.02	38.93	26.51
其他流动负债	8,124	7,171	8,964	11,268	PB	14.04	13.53	10.04	7.28
流动负债合计	11,366	11,530	14,880	19,221					
长期借款	850	850	850	850					
其他长期负债	492	615	615	615					
非流动负债合计	1,342	1,464	1,464	1,464					
负债合计	12,708	12,994	16,344	20,685					
股本	282	283	283	283					
少数股东权益	506	509	509	509					
股东权益合计	7,115	9,130	12,127	16,529					
负债和股东权益合计	19,824	22,124	28,472	37,214					

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。