

公司毛利率呈逐步改善趋势，订单充足夯实增长基础

——拓荆科技 25 年年报及 26Q1 季报点评

买入|维持

当前价：445.00 元

● 报告要点：

公司 25 年营收 65.19 亿元 (YoY+58.87%)，归母净利 9.27 亿元 (YoY+34.67%)，毛利率和净利率分别为 34.95%和 14.03%。26Q1，公司营收 11.12 亿元 (YoY+56.97%，QoQ-51.61%)，归母净利 5.71 亿元 (YoY+488.29%，QoQ+54.13%)，毛利率和扣非净利率分别为 41.69%和 9.18%。25Q4 到 26Q1，公司毛利率呈现逐步改善趋势。

公司 PECVD 设备销售保持快速增长态势。2025 年 PECVD 设备实现营收 51.42 亿元，同比增加 75.27%，公司应用于先进存储、先进逻辑领域的新设备平台批量通过客户验证，进入规模化量产并实现收入转化。展望 2026 年，随着国内存储和逻辑晶圆厂扩产、先进制程推进和国产替代仍将支撑 PECVD 设备需求，我们预计 2026 年 PECVD 仍将是公司收入增长的主要驱动力，收入有望接近 67 亿元，同比增加约 30%。

ALD 有望成为公司 2026 年增速弹性较高的方向。公司 2025 年 ALD 设备收入约 3.01 亿元，同比增加 191.82%，PE-ALD SiO₂/SiN/SiCO 等产品量产规模提升，Thermal-ALD TiN 通过客户验证。我们预计随着先进存储、先进逻辑对高深宽比结构、精确膜厚控制需求提升，公司在客户导入验证范围持续扩大及先进工艺导入进一步推进，2026 年公司 ALD 设备收入有望超过 6 亿元，实现翻倍增长，ALD 收入比重有望持续提升。

订单方面，公司后续收入具备较强可见度。截至 2025 年末，公司合同负债达 48.52 亿元，较 2024 年末增长 62.66%；在手订单金额约 110 亿元，为后续收入增长奠定基础。总体来看，公司 2026 年成长主线仍在于 PECVD 稳健放量、ALD 加速导入及订单持续转化。

我们预测公司 26-27 年营收 86.39/111.56 亿元，归属母公司净利润为 16.88/22.72 亿元，对应 PE 分别为 71/53 倍，维持“买入”评级。

财务数据和估值

	2025A	2026E		2027E	
		国元预测	市场预期	国元预测	市场预期
营业收入 (百万元)	6519	8639	8526	11156	10984
增长率 (%)	58.9%	32.5%	30.8%	29.1%	28.8%
归母净利 (百万元)	927	1688	1671	2272	2401
增长率 (%)	34.7%	82.0%	80.3%	34.6%	43.7%
EPS (元/股)	3.32	5.97	5.94	8.04	8.53
市盈率 (P/E)	99	71	72	53	50
市净率 (P/B)	14.04	14.32	14.71	11.26	11.14

资料来源：iFind，国元证券研究所

注：市场预期为 iFind 一致预期，股价为 2026 年 4 月 29 日收盘价

● 风险提示

上行风险：下游晶圆厂扩产超预期；国产替代进程加速；产品加速导入客户
下行风险：下游扩产节奏不及预期；客户验收不及预期；其他系统性风险

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：445.0 / 139.7

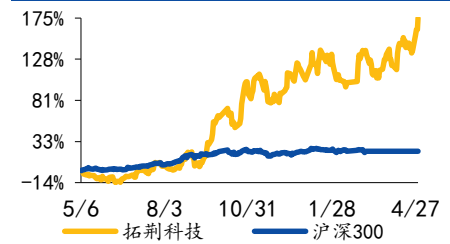
A 股流通股 (百万股)：282.69

A 股总股本 (百万股)：282.69

流通市值 (百万元)：125798.39

总市值 (百万元)：125798.39

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-2026 年电子行业策略报告：AI 主导的上行景气周期，寻找结构性投资机会》2026.02.02

报告作者

分析师 彭琦

执业证书编号 S0020523120001

电话 021-51097188

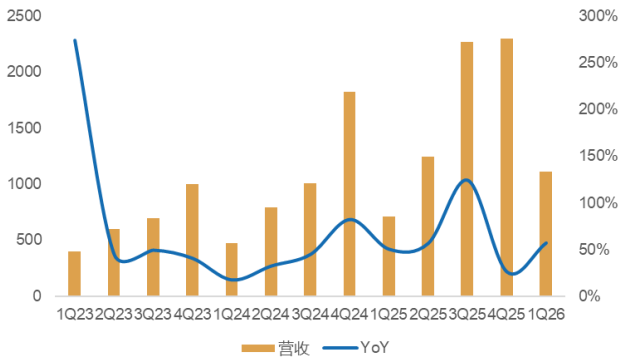
邮箱 pengqi@gyzq.com.cn

联系人 李聪

电话 021-51097188

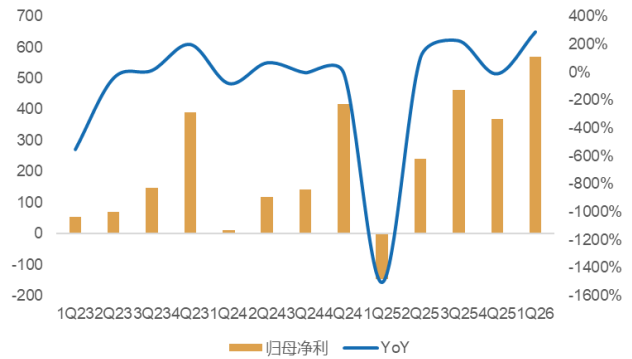
邮箱 licong@gyzq.com.cn

图 1：公司各季度营收及增速（百万元）



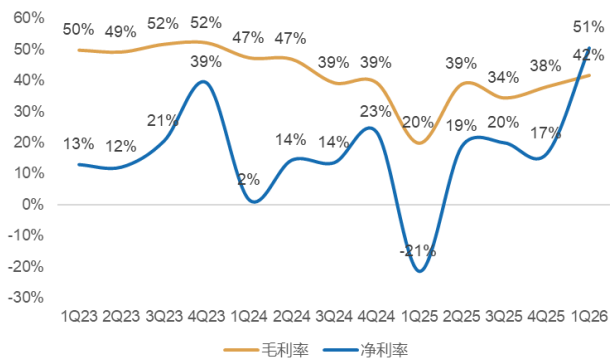
资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及增速（百万元）



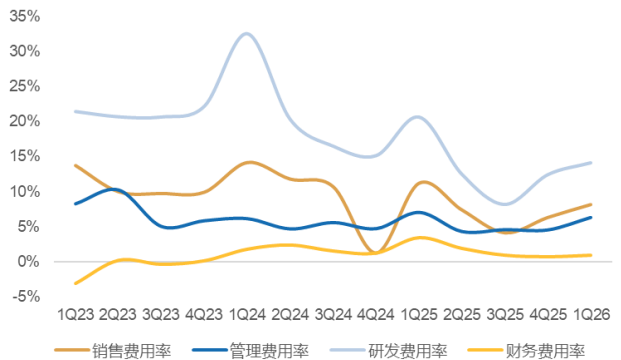
资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

图 3：公司各季度毛利率及净利率



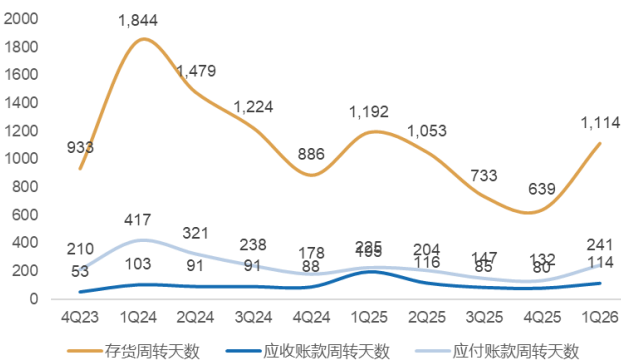
资料来源：iFind，国元证券研究所

图 4：公司费用情况



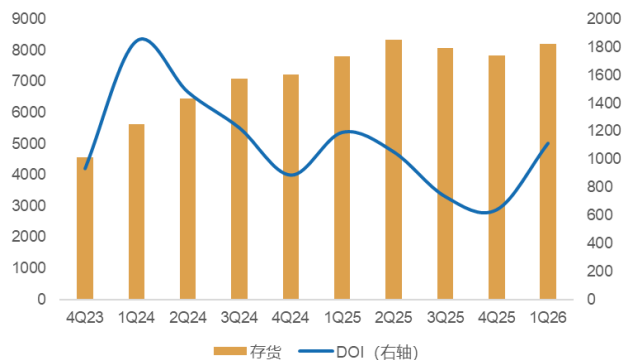
资料来源：iFind，国元证券研究所

图 5：公司经营情况



资料来源：iFind，国元证券研究所

图 6：公司存货及 DOI（百万元&天）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

风险提示

上行风险：

下游晶圆厂扩产超预期：若国内存储、逻辑及先进封装产线扩产节奏快于预期，公司 PECVD、ALD、SACVD 及混合键合设备订单和验收规模有望超预期，带动收入增长加速。

国产替代进程加速：若外部供应链不确定性增强，或国内晶圆厂对本土设备导入比例提升，公司作为国内薄膜沉积设备头部厂商，有望获得更大市场份额。

设备产品加速导入客户：若 PECVD Stack、ACHM、Thermal-ALD TiN 等产品在客户端复购及批量验收进度快于预期，公司营收和毛利率有望进一步提升。

下行风险：

下游扩产节奏不及预期：半导体设备需求与晶圆厂资本开支高度相关，若存储、逻辑或先进封装产线扩产放缓，公司订单获取和收入确认可能低于预期。

客户验证不及预期：公司设备通常需经过客户端安装调试、工艺验证和验收后确认收入，若新产品验证进度、客户验收或产线导入节奏慢于预期，可能导致收入确认延后。

其他系统性风险：中美贸易摩擦、边缘地域摩擦等

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
货币资金	5,300	7,137	11,289	17,355	
交易性金融资产	890	990	1,090	1,190	
应收账款及应收票据	1,416	2,418	3,091	3,896	
存货	7,826	8,499	8,814	8,712	
预付账款	16	51	65	81	
其他流动资产	832	1,088	1,272	1,286	
流动资产合计	16,279	20,183	25,621	32,519	
长期股权投资	300	350	400	450	
投资性房地产	78	78	78	78	
固定资产合计	1,691	2,016	2,066	1,964	
无形资产	185	195	205	215	
商誉	0	0	0	0	
递延所得税资产	168	160	160	160	
其他非流动资产	1,121	1,235	1,158	1,103	
资产总计	19,824	24,218	29,688	36,490	
短期借款	186	236	286	336	
应付票据及应付账款	3,056	3,718	4,677	5,858	
预收账款	0	0	0	0	
应付职工薪酬	283	360	453	568	
应交税费	44	60	78	99	
其他流动负债	7,797	9,218	11,009	13,175	
流动负债合计	11,366	13,593	16,503	20,037	
长期借款	850	1,150	1,450	1,750	
应付债券	0	0	0	0	
递延所得税负债	42	50	50	50	
其他非流动负债	451	563	562	561	
负债合计	12,708	15,356	18,565	22,397	
归属于母公司的所有者权益	6,610	8,365	10,637	13,622	
少数股东权益	506	497	486	471	
股东权益	7,115	8,862	11,123	14,092	
负债及股东权益	19,824	24,218	29,688	36,490	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流净额	3,633	2,307	4,299	6,131	
投资	-783	-150	-150	-150	
资本性支出	-575	-555	-324	-224	
其他	29	-142	38	33	
投资活动现金流净额	-1,329	-847	-436	-341	
债权融资	-608	242	349	349	
股权融资	689	67	0	0	
支付股利及利息	-158	-47	-60	-73	
其他	13	114	0	0	
筹资活动现金流净额	-64	377	289	276	
现金净流量	2,239	1,837	4,152	6,065	

资料来源: iFind, 国元证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	6,519	8,639	11,156	14,174	
%同比增速	59%	33%	29%	27%	
营业成本	4,241	5,147	6,476	8,111	
毛利	2,279	3,492	4,680	6,063	
%营业收入	35%	40%	42%	43%	
税金及附加	32	39	50	64	
%营业收入	0%	0%	0%	0%	
销售费用	407	527	681	850	
%营业收入	6%	6%	6%	6%	
管理费用	314	397	513	638	
%营业收入	5%	5%	5%	5%	
研发费用	770	985	1,261	1,573	
%营业收入	12%	11%	11%	11%	
财务费用	85	40	54	67	
%营业收入	1%	0%	0%	0%	
资产减值损失	-154	-80	-100	-120	
信用减值损失	-51	-30	-40	-50	
其他收益	313	259	268	269	
投资收益	50	43	33	28	
净敞口套期收益	0	0	0	0	
公允价值变动收益	55	0	0	0	
资产处置收益	-8	0	0	0	
营业利润	875	1,696	2,283	2,999	
%营业收入	13%	20%	20%	21%	
营业外收支	0	1	1	1	
利润总额	876	1,697	2,284	3,000	
%营业收入	13%	20%	20%	21%	
所得税费用	-39	17	23	30	
净利润	915	1,680	2,261	2,970	
%营业收入	14%	19%	20%	21%	
归属于母公司的净利润	927	1,688	2,272	2,984	
%同比增速	35%	82%	35%	31%	
少数股东损益	-12	-8	-11	-15	
EPS (元/股)	3.32	5.97	8.04	10.56	

主要财务比率					
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
EPS	3.32	5.97	8.04	10.56	
BVPS	23.51	29.59	37.63	48.18	
PE	99.40	70.94	52.71	40.13	
PEG	2.87	0.86	1.52	1.28	
PB	14.04	14.32	11.26	8.79	
EV/EBITDA	89.38	57.11	41.91	30.99	
ROE	14%	20%	21%	22%	
ROIC	9%	14%	16%	17%	

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 邮编：230000	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 邮编：200135	地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼中建财富国际中心 5 层 邮编：100029