

拓荆科技（688072.SH）

优于大市

三季度业绩大幅增长，全面受益存储与先进封装扩产

核心观点

3Q25 营收同比增长 124.15%，归母净利润同比增长 225.07%。公司发布 2025 年三季报，前三季度实现营收 42.20 亿元 (YoY +85.27%)，实现归母净利润 5.57 亿元 (YoY +105.14%)。其中，公司第三季度实现营收 22.66 亿元 (YoY +124.15%，QoQ +81.94%)，实现归母净利润 4.62 亿元 (YoY +225.07%，QoQ +91.60%)。公司第三季度收入利润大幅增长，主要得益于公司先进制程的验证机台进入规模化量产阶段。

设备在手订单饱满，现金流大幅改善。三季度公司 PECVD Stack (ONO 叠层)、ACHM、Bianca; ALD SiO₂、SiCO 等先进设备陆续通过客户验收，量产规模持续扩大。由于新机台毛利率相对较低，集中确收影响短期毛利率，单三季度综合毛利率为 34.42%，后续伴随新机台转入大规模量产，毛利率有望逐步改善提升。三季度公司合同负债达 48.94 亿元，较二季度末的 45.36 亿元环比增长 3.58 亿元，在手订单饱满。三季度公司存货为 80.69 亿元，其中发出商品占比超过一半。此外，公司经营性现金流状况显著改善，前三季度经营活动产生的现金流量净额达 28.32 亿元，销售回款大幅增长至 71.66 亿元。

存储涨价周期下全面受益扩产，键合设备赋能先进封装。随着全球存储进入涨价周期，国内外存储晶圆厂有望迎来超预期扩产，而国内长存长鑫的 IPO 逐渐临近，公司存储订单及收入超 2/3 与存储相关，未来存储晶圆厂的三期扩产将为公司新签订单提供显著弹性。此外，在先进逻辑、HBM、先进 DRAM、3D Nand 等先进封装领域中，公司布局 W2W、D2W、熔融键合、键合套准精度量测、键合强度检测等 8 大类产品，有望受益于 AI 算力驱动的先进封装市场需求爆发。公司 9 月向拓荆键科增资 4.5 亿元，增资完成后，拓荆科技对拓荆键科的持股比例达到 53.5719%。此外，公司计划定增募资 46 亿元，其中高端半导体设备产业化基地建设项目 15 亿元，前沿技术研发中心建设项目 20 亿元，补充流动资金 11 亿元。

投资建议：国产半导体薄膜沉积设备龙头，维持“优于大市”评级。公司作为国内半导体薄膜沉积设备龙头之一，薄膜设备新工艺机台有望逐步量产出货，用于三维集成领域的键合设备也在获得客户重复订单。我们预计 2025-2027 年营业收入 62.68/83.72/109.01 亿元（25-27 年前值 53.27/68.59/88.15 亿元），归母净利润 10.41/16.31/23.60 亿元（25-27 年前值 9.42/13.01/17.81 亿元），当前股价对应 PE 分别为 89/57/39 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游晶圆制造产能扩充不及预期风险，新产品开发不及预期风险，国际关系波动和地缘政治风险等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,705	4,103	6,268	8,372	10,901
(+/-%)	58.6%	51.7%	52.8%	33.6%	30.2%
净利润(百万元)	663	688	1041	1631	2370
(+/-%)	79.8%	3.9%	51.3%	56.7%	45.3%
每股收益(元)	3.52	2.46	3.71	5.81	8.44
EBIT Margin	11.7%	10.8%	12.4%	16.8%	19.9%
净资产收益率 (ROE)	14.4%	13.0%	17.0%	22.0%	25.5%
市盈率 (PE)	93.7	134.1	89.0	56.8	39.1
EV/EBITDA	185.3	196.0	118.8	69.9	48.3
市净率 (PB)	13.52	17.48	15.16	12.49	9.95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

证券分析师：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn
S0980525080004

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

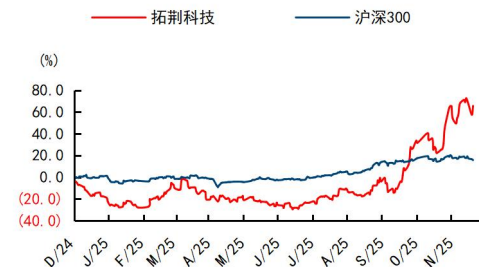
证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

证券分析师：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn
S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	327.19 元
总市值/流通市值	91994/91994 百万元
52 周最高价/最低价	354.65/138.63 元
近 3 个月日均成交额	2089.49 百万元

市场走势

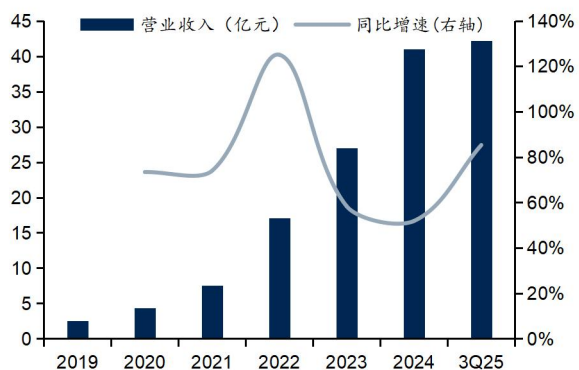


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

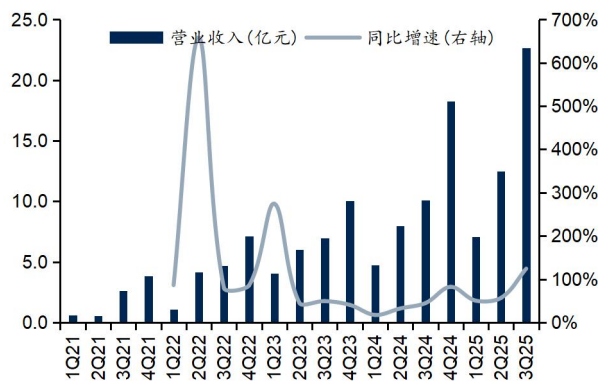
- 《拓荆科技 (688072.SH) - 在手订单饱满充裕，新工艺产品获重复订单》——2025-05-05
- 《拓荆科技 (688072.SH) - 新产品与工艺加速验证，毛利率阶段性承压》——2024-11-04
- 《拓荆科技 (688072.SH) - 在手订单饱满，全年出货量有望创新高》——2024-05-07
- 《拓荆科技 (688072.SH) - 规模化效应逐步显现，在手订单饱满》——2024-03-04

图1：公司营业收入及增速（亿元，%）



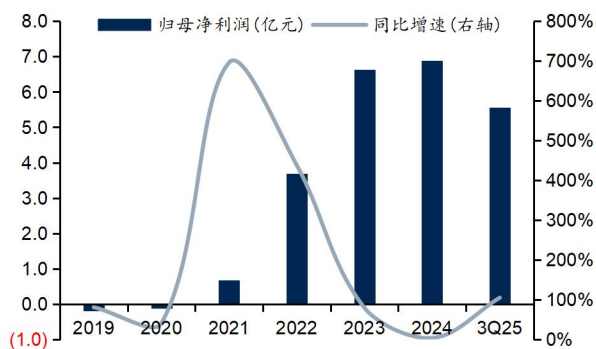
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司分季度营业收入及增速（亿元，%）



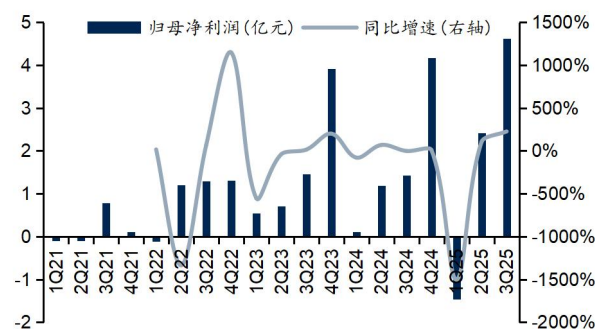
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元，%）



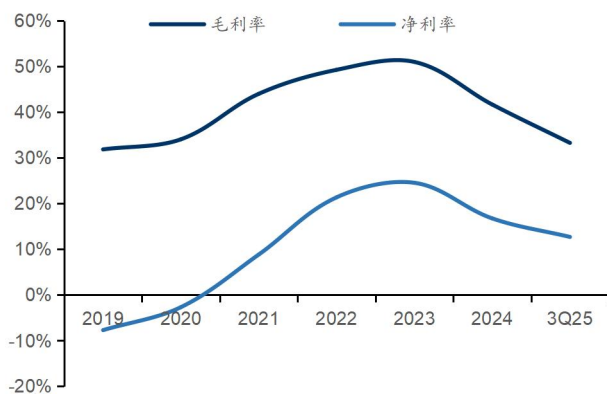
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司分季度归母净利润及增速（亿元，%）



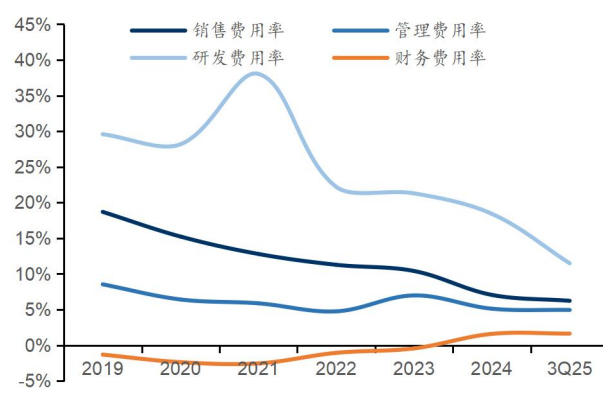
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率和净利率（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司期间费用率（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2676	3003	3169	2949	3040	营业收入	2705	4103	6268	8372	10901
应收款项	538	1498	2287	3055	3978	营业成本	1325	2393	3646	4819	6206
存货净额	4556	7216	11023	14505	18713	营业税金及附加	18	11	40	44	52
其他流动资产	687	971	1487	2020	2647	销售费用	281	290	359	419	545
流动资产合计	8457	12687	17966	22529	28378	管理费用	189	210	320	426	508
固定资产	729	1623	1927	2285	2626	研发费用	576	756	1128	1256	1417
无形资产及其他	92	176	169	162	155	财务费用	(12)	65	167	223	263
其他长期资产	463	579	579	579	579	投资收益	3	1	6	3	4
长期股权投资	228	249	249	249	249	资产减值及公允价值变动	77	189	79	87	99
资产总计	9969	15314	20890	25805	31987	其他	321	109	331	330	325
短期借款及交易性金融负债	137	854	2523	3338	4278	营业利润	729	679	1024	1608	2336
应付款项	1070	2245	3429	4512	5821	营业外净收支	(0)	(0)	2	1	1
其他流动负债	1774	3732	5595	7300	9374	利润总额	729	679	1027	1608	2337
流动负债合计	2982	6831	11548	15150	19473	所得税费用	65	(9)	(13)	(21)	(30)
长期借款及应付债券	1871	2794	2794	2794	2794	少数股东损益	1	(1)	(1)	(2)	(3)
其他长期负债	525	391	418	428	395	归属于母公司净利润	663	688	1041	1631	2370
长期负债合计	2396	3185	3212	3222	3189	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	5378	10015	14759	18372	22662	净利润	664	687	1040	1629	2367
少数股东权益	(2)	19	18	16	14	资产减值准备	17	15	25	47	49
股东权益	4594	5280	6112	7416	9311	折旧摊销	48	78	129	179	215
负债和股东权益总计	9969	15314	20890	25805	31987	公允价值变动损失	(94)	(204)	(105)	(134)	(148)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	49	96	167	223	263
每股收益	3.52	2.46	3.71	5.81	8.44	营运资本变动	(2782)	(859)	(1933)	(1850)	(2260)
每股红利	0.33	0.49	0.74	1.16	1.69	其它	440	(95)	(192)	(270)	(313)
每股净资产	24.41	18.88	21.77	26.42	33.17	经营活动现金流	(1657)	(283)	(869)	(176)	174
ROIC	5%	6%	8%	12%	16%	资本开支	(481)	(686)	(426)	(531)	(548)
ROE	14%	13%	17%	22%	25%	其它投资现金流	(355)	(206)	0	0	0
毛利率	51%	42%	42%	42%	43%	投资活动现金流	(836)	(892)	(426)	(531)	(548)
EBIT Margin	12%	11%	12%	17%	20%	权益性融资	71	68	0	0	0
EBITDA Margin	13%	13%	14%	19%	22%	负债净变化	1601	923	0	0	0
收入增长	59%	52%	53%	34%	30%	支付股利、利息	(63)	(138)	(209)	(327)	(475)
净利润增长率	80%	4%	51%	57%	45%	其它融资现金流	(270)	508	1669	815	940
资产负债率	54%	66%	71%	71%	71%	融资活动现金流	1339	1361	1461	488	465
息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	现金净变动	(1157)	184	166	(220)	91
P/E	93.7	134.1	89.0	56.8	39.1	货币资金的期初余额	3825	2668	2852	3017	2798
P/B	13.5	17.5	15.2	12.5	9.9	货币资金的期末余额	2668	2852	3017	2798	2889
EV/EBITDA	185.3	196.0	118.8	69.9	48.3	企业自由现金流	(2927)	(1018)	(1445)	(774)	(393)
						权益自由现金流	(1596)	413	55	(185)	280

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032