

拓荆科技 (688072.SH)

规模化效应逐步显现，在手订单饱满

买入

核心观点

2023年规模化效应逐步显现，业绩呈现高增长。公司发布业绩快报：2023年实现营收27.05亿元（YoY +58.6%），主因公司持续高强度的研发投入，突破核心技术，在推进产业化和迭代升级各产品系列的过程中取得了重要成果，产品竞争力持续增强；归母净利润6.65亿元（YoY +80.4%），扣非归母净利润3.13亿元（YoY 76.0%），主因经营规模快速增长，规模效应逐步显现。

新工艺和设备开发成效显著，在手订单超64亿元。根据此前业绩预告，公司在新工艺应用及新产品开发方面取得显著成效，PECVD设备、ALD设备、SACVD设备持续拓展工艺，量产规模不断扩大，销售收入大幅度提升；HDPCVD设备、混合键合设备表现出色，顺利通过客户端产业化验证，实现了产业化应用。公司在新客户拓展方面卓有成效，客户群体覆盖度进一步扩大，销售订单持续增长，2023年年末在手销售订单金额超过64亿元（不含Demo订单），为后续业绩的增长提供保障。

乘国内芯片制造扩产东风，公司业绩有望维持快速增长。SEMI预计2024年中国（不含中国台湾）开始运营18个新项目，月产能将增长100万片至860万片（YoY +13%）；随着新的晶圆厂项目、产能扩张和技术迁移，SEMI预计2025年全球晶圆厂设备投资将提升至1100亿美元（2023年906亿美元，2024年933亿美元），中国（不含台湾）、中国台湾和韩国设备支出名列前三。公司作为国内薄膜沉积设备龙头公司，已形成PECVD、ALD、SACVD、HDPCVD等薄膜设备产品系列，广泛应用于国内集成电路逻辑芯片、存储芯片等制造产线，此外，推出混合键合设备，业绩有望维持快速增长。

投资建议：国产半导体薄膜沉积设备龙头，维持“买入”评级。

根据业绩快报，我们下调2023年营收至27.05亿元（前值28.97亿元），上调归母净利润至6.65亿元（前值5.70亿元）；我们预计2024-2025年营收41.25、53.44亿元（前值42.3、54.4亿元），归母净利润8.64、11.94亿元（前值8.2、11.0亿元），当前股价对应2024-2025年45.7、33.1倍PE，维持“买入”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的风险，国际关系波动风险等。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	758	1,706	2,705	4,125	5,344
(+/-%)	74.0%	125.0%	58.6%	52.5%	29.5%
净利润(百万元)	68	369	665	864	1194
(+/-%)	696.1%	438.1%	80.5%	29.9%	38.2%
每股收益(元)	0.72	2.91	3.53	4.59	6.34
EBIT Margin	-13.6%	10.0%	11.2%	16.1%	18.2%
净资产收益率(ROE)	5.7%	9.9%	15.2%	16.5%	18.6%
市盈率(PE)	290.6	72.0	59.4	45.7	33.1
EV/EBITDA	-248.7	152.4	128.4	65.1	47.1
市净率(PB)	16.69	7.15	9.03	7.54	6.15

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：胡慧 021-60871321 huhui2@guosen.com.cn S0980521080002
证券分析师：周靖翔 021-60375402 zhoujingxiang@guosen.com.cn S0980522100001	证券分析师：叶子 0755-81982153 yezhi3@guosen.com.cn S0980522100003
联系人：詹浏洋 010-88005307 zhanliuyang@guosen.com.cn	联系人：李书颖 0755-81982362 lishuying@guosen.com.cn
联系人：连欣然 010-88005482 lianxinran@guosen.com.cn	

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	209.79元
总市值/流通市值	39480/21540百万元
52周最高价/最低价	490.00/146.50元
近3个月日均成交额	411.43百万元

市场走势

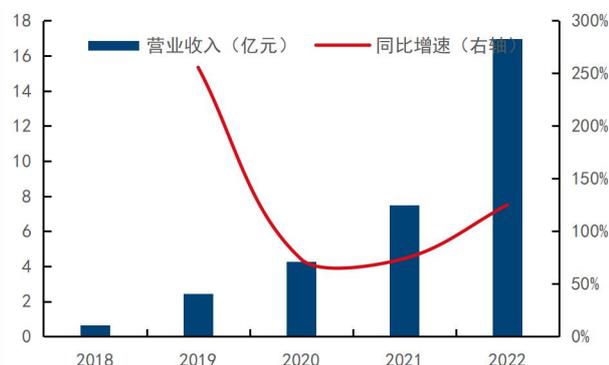


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

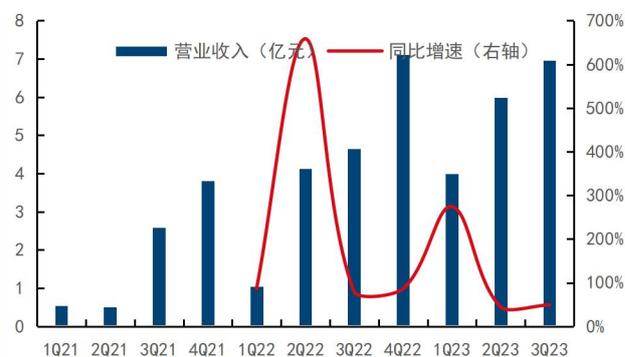
《拓荆科技(688072.SH)-新签订单饱满，合同负债增至16.3亿元》——2023-04-24

图1：公司营业收入及增速



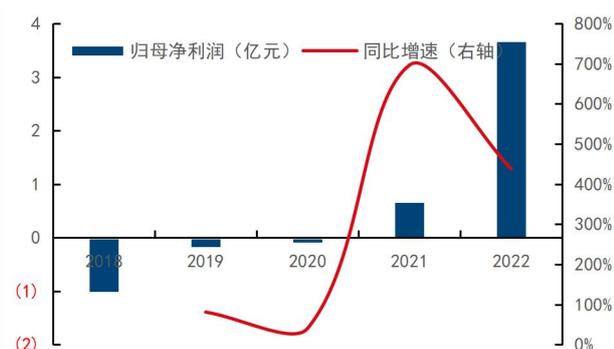
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



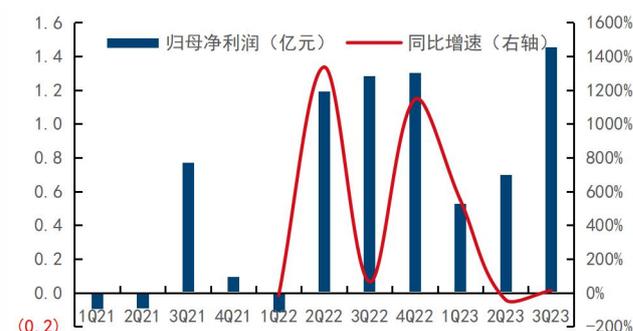
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



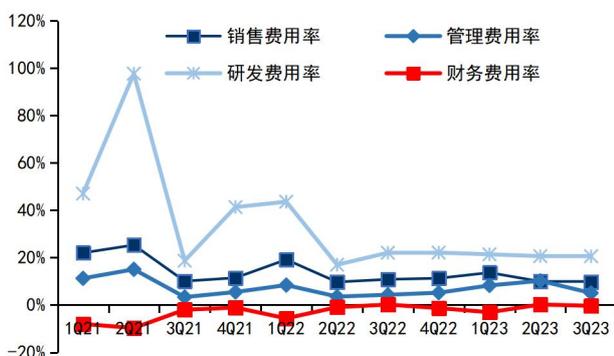
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



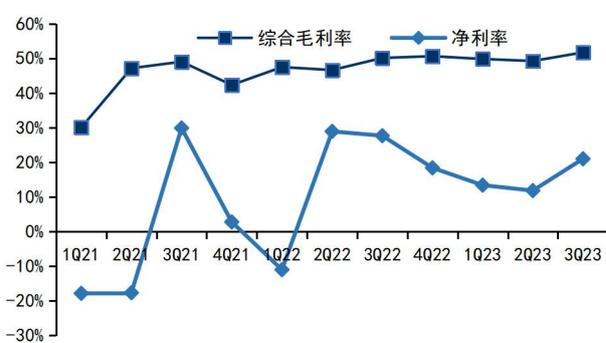
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告、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：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	965	3827	4117	4555	5425	营业收入	758	1706	2705	4125	5344
应收款项	104	289	458	698	905	营业成本	424	865	1382	2071	2666
存货净额	953	2297	3641	5507	7107	营业税金及附加	7	17	22	37	48
其他流动资产	153	408	625	933	1201	销售费用	97	192	281	388	460
流动资产合计	2175	6820	8841	11694	14638	管理费用	45	81	202	241	290
固定资产	289	393	441	510	562	研发费用	288	379	514	722	908
无形资产及其他	43	44	42	40	39	财务费用	(19)	(18)	(34)	(45)	(52)
其他长期资产	11	56	56	56	56	投资收益	0	14	5	6	8
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(6)	(7)	(31)	(42)	(60)
资产总计	2518	7313	9380	12301	15295	其他	146	160	339	170	200
短期借款及交易性金融负债	1	402	134	179	238	营业利润	56	357	650	845	1172
应付款项	406	871	1382	2090	2697	营业外净收支	11	8	7	9	8
其他流动负债	609	1674	2734	3985	5052	利润总额	67	364	657	853	1180
流动负债合计	1016	2947	4249	6253	7987	所得税费用	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	270	270	270	270	少数股东损益	(2)	(4)	(8)	(10)	(14)
其他长期负债	309	389	498	565	651	归属于母公司净利润	68	369	665	864	1194
长期负债合计	309	659	768	835	921	现金流量表（百万元）					
负债合计	1324	3605	5018	7088	8908	净利润	67	364	657	853	1180
少数股东权益	1	(4)	(12)	(22)	(36)	资产减值准备	5	23	37	49	69
股东权益	1193	3712	4374	5234	6423	折旧摊销	18	27	43	49	56
负债和股东权益总计	2518	7313	9380	12301	15295	公允价值变动损失	0	(16)	(5)	(7)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	0	(1)	(34)	(45)	(52)
每股收益	0.72	2.91	3.53	4.59	6.34	营运资本变动	16	(173)	(45)	(382)	(305)
每股红利	0.00	0.01	0.01	0.02	0.03	其它	32	24	(3)	(5)	(17)
每股净资产	12.57	29.35	23.24	27.81	34.13	经营活动现金流	137	248	649	513	921
ROIC	-9%	6%	9%	23%	26%	资本开支	(150)	(111)	(89)	(117)	(106)
ROE	6%	10%	15%	16%	19%	其它投资现金流	0	(40)	0	0	0
毛利率	44%	49%	49%	50%	50%	投资活动现金流	(150)	(151)	(89)	(117)	(106)
EBIT Margin	-14%	10%	11%	16%	18%	权益性融资	2	2153	0	0	0
EBITDA Margin	-11%	12%	13%	17%	19%	负债净变化	0	270	0	0	0
收入增长	74%	125%	59%	53%	30%	支付股利、利息	0	(1)	(3)	(3)	(5)
净利润增长率	696%	438%	80%	30%	38%	其它融资现金流	(5)	368	(268)	45	59
资产负债率	53%	49%	53%	57%	58%	融资活动现金流	(3)	2790	(270)	41	55
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	(15)	2890	290	438	870
P/E	290.6	72.0	59.4	45.7	33.1	货币资金的期初余额	950	935	3825	4114	4552
P/B	16.7	7.1	9.0	7.5	6.1	货币资金的期末余额	935	3825	4114	4552	5422
EV/EBITDA	(248.7)	152.4	128.4	65.1	47.1	企业自由现金流	(218)	(86)	212	217	617
						权益自由现金流	(223)	552	(21)	306	728

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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提及的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