

拓荆科技 (688072.SH)

新产品与工艺加速验证，毛利率阶段性承压

优于大市

核心观点

前三季度营收同比增长 33.79%，归母净利润同比增长 0.1%。公司发布 2024 年三季度报告，前三季度实现营收 22.78 亿元 (YoY +33.79%)，归母净利润 2.71 亿元 (YoY +0.10%)。其中，第三季度实现营收 10.11 亿元 (YoY +44.67%，QoQ +27.14%)，归母净利润 1.42 亿元 (YoY -2.74%，QoQ +19.87%)。第三季度公司多款基于新型设备平台 (PF-300M 和 PF-300T Plus) 及新型反应腔 (Supra-D) 开发的工艺设备实现收入确认，推动公司第三季度收入环比高增。

新产品与新工艺加速验证，毛利率阶段性下滑。前三季度公司毛利率为 43.59% (YoY -6.75pp)，净利率为 11.41% (YoY -4.42pp)。其中，第三季度公司毛利率达到 39.27% (QoQ -7.62pp)，净利率为 13.61% (QoQ -0.8pp)。公司前三季度毛利率降幅较大，主要因新产品与新工艺的收入占比大幅增加，而新产品与新工艺的客户验证需要投入较高成本，因此导致前三季度毛利率阶段性下滑。非经常性损益方面，前三季度政府补助收益为 1.25 亿元 (YoY +23.22%)，第三季度受益于公司持有的珂玛科技股票价格上涨，形成公允价值变动收益 0.72 亿元。截止 9 月末，公司合同负债余额约 25.12 亿元 (QoQ +23.26%)，存货约 70.77 亿元，主要系发出商品增加，前三季度公司出货金额同比增长超 160%。

持续增加研发投入，新工艺机台取得突破性进展。公司在 1-9 月投入研发费用 4.81 亿元 (YoY +35.75%)，新产品及新工艺机台，如超高深宽比沟槽填充 CVD 设备、PECVD Bianca 工艺设备、键合套准精度量测设备等，在客户端验证取得突破性进展。同时，在 ALD 领域，公司集中研发氧化硅、氮化硅、氧化铝、氮化铝、氧化钛、氮化钛等六类薄膜设备。此外，公司原有 PECVD、ALD、SACVD、HDPCVD、超高深宽比沟槽填充 CVD 等设备，伴随客户持续下单，量产规模持续增长。

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，新产品与新工艺机台有望逐步量产出货，而新机台的加速验证将增加成本与费用，导致短期盈利能力承压，我们下调公司盈利预测，预计 2024-2026 年营业收入 38.09/51.70/66.35 亿元 (前值 41.97/54.57/68.76 亿元)，归母净利润 5.52/9.16/12.30 亿元 (前值 8.63/11.94/15.73 亿元)，当前股价对应 PE 分别为 78.2/47.1/35.1 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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,706	2,705	3,809	5,170	6,635
(+/-%)	125.0%	58.6%	40.8%	35.7%	28.3%
净利润(百万元)	369	663	552	916	1230
(+/-%)	438.1%	79.8%	-16.7%	66.1%	34.2%
每股收益(元)	2.91	3.52	1.98	3.29	4.42
EBIT Margin	10.0%	11.7%	10.0%	14.5%	16.6%
净资产收益率 (ROE)	9.9%	14.4%	10.8%	15.5%	17.5%
市盈率 (PE)	53.2	44.1	78.2	47.1	35.1
EV/EBITDA	117.4	94.9	109.0	60.9	44.1
市净率 (PB)	5.29	6.35	8.48	7.29	6.13

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: 胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师: 张大为

021-61761072

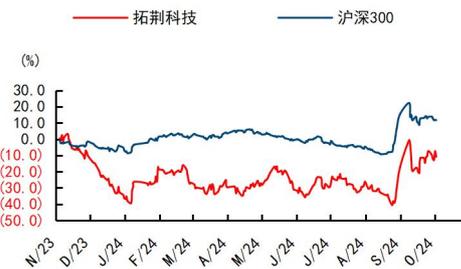
zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	155.11 元
总市值/流通市值	43170/23862 百万元
52 周最高价/最低价	269.76/101.40 元
近 3 个月日均成交额	498.49 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

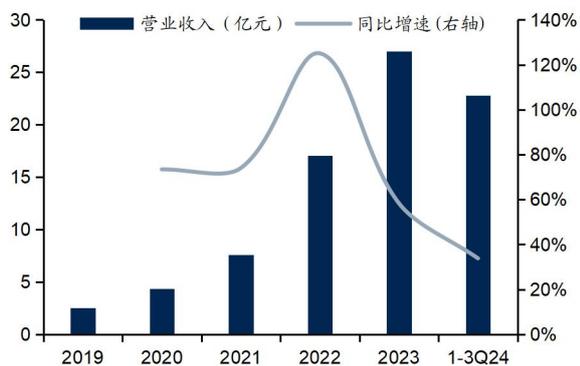
相关研究报告

《拓荆科技 (688072.SH) - 在手订单饱满, 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

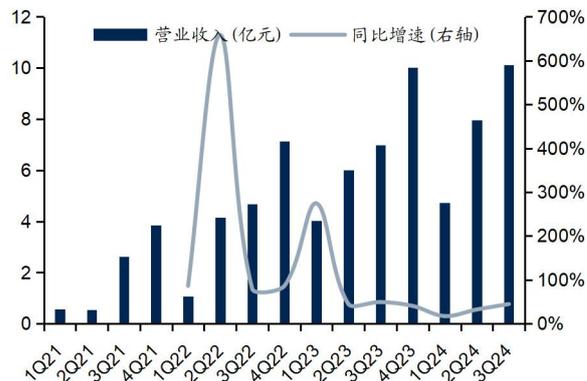
《拓荆科技 (688072.SH) - 新签订单饱满, 合同负债增至 16.3 亿元》——2023-04-24

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



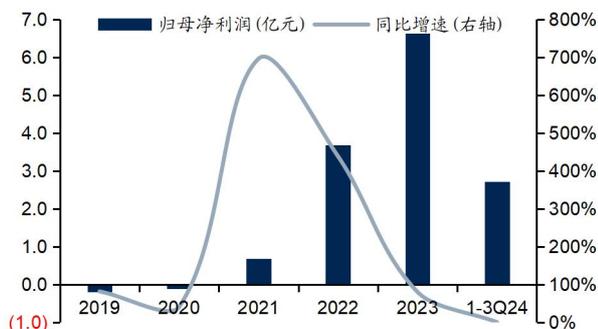
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司分季度营业收入及增速 (亿元, %)



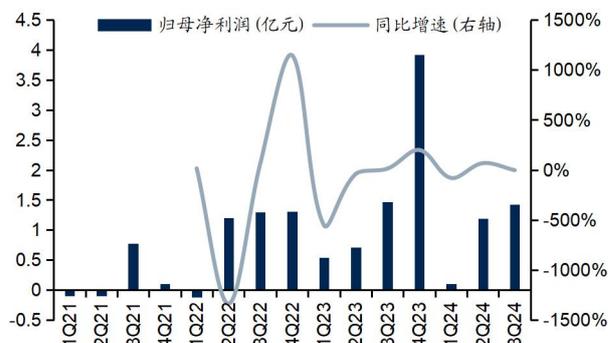
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



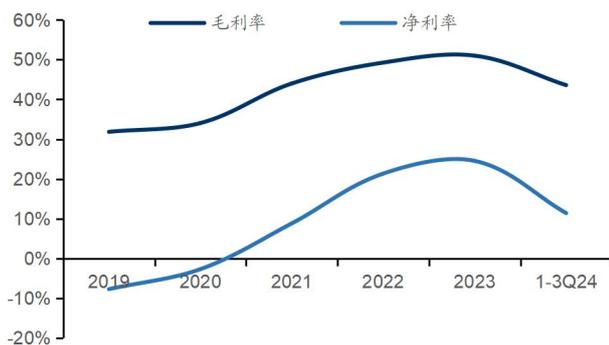
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司分季度归母净利润及增速 (亿元, %)



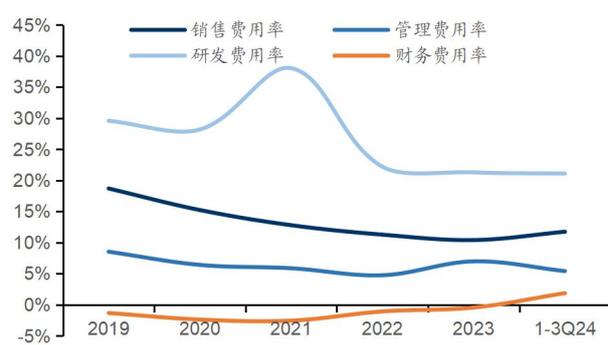
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3827	2676	3076	2637	2762	营业收入	1706	2705	3809	5170	6635
应收款项	289	538	641	924	1207	营业成本	865	1325	2142	2775	3447
存货净额	2297	4556	5910	8112	10418	营业税金及附加	17	18	32	43	52
其他流动资产	362	658	834	1162	1519	销售费用	192	281	400	529	688
流动资产合计	6820	8457	10491	12866	15937	管理费用	81	189	180	227	286
固定资产	393	729	1176	1639	2109	研发费用	379	576	676	849	1061
无形资产及其他	44	92	88	84	81	财务费用	(18)	(12)	15	12	54
其他长期资产	56	463	463	463	463	投资收益	14	3	6	7	5
长期股权投资	0	228	304	406	541	资产减值及公允价值变动	(7)	77	21	30	43
资产总计	7313	9969	12523	15458	19131	其他收入	160	321	209	230	254
短期借款及交易性金融负债	402	137	180	1045	2620	营业利润	357	729	601	1004	1349
应付款项	871	1070	1963	2501	3000	营业外净收支	8	(0)	6	5	4
其他流动负债	1674	1774	3190	4242	4936	利润总额	364	729	607	1008	1353
流动负债合计	2947	2982	5333	7788	10556	所得税费用	0	65	54	90	121
长期借款及应付债券	270	1871	1497	1048	733	少数股东损益	(4)	1	1	2	2
其他长期负债	389	525	601	698	802	归属于母公司净利润	369	663	552	916	1230
长期负债合计	659	2396	2098	1746	1535	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3605	5378	7431	9534	12091	净利润	364	664	553	918	1232
少数股东权益	(4)	(2)	(1)	0	3	资产减值准备	19	(6)	13	10	12
股东权益	3712	4594	5094	5924	7037	折旧摊销	27	48	85	119	153
负债和股东权益总计	7313	9969	12523	15458	19131	公允价值变动损失	7	(77)	(21)	(30)	(43)
关键财务与估值指标						财务费用	(18)	(12)	15	12	54
每股收益	2.91	3.52	1.98	3.29	4.42	营运资本变动	(154)	(2782)	763	(1115)	(1637)
每股红利	0.01	0.33	0.19	0.31	0.42	其它	3	508	(28)	(22)	(66)
每股净资产	29.35	24.41	18.30	21.28	25.28	经营活动现金流	248	(1657)	1380	(109)	(295)
ROIC	20%	15%	16%	22%	23%	资本开支	(111)	(481)	(520)	(557)	(589)
ROE	10%	14%	11%	15%	17%	其它投资现金流	(40)	(355)	(76)	(102)	(136)
毛利率	49%	51%	44%	46%	48%	投资活动现金流	(151)	(836)	(596)	(659)	(724)
EBIT Margin	10%	12%	10%	14%	17%	权益性融资	4	71	0	0	0
EBITDA Margin	12%	13%	12%	17%	19%	负债净变化	270	1601	(374)	(449)	(314)
收入增长	125%	59%	41%	36%	28%	支付股利、利息	(1)	(63)	(52)	(87)	(116)
净利润增长率	438%	80%	-17%	66%	34%	其它融资现金流	2518	(270)	43	865	1575
资产负债率	49%	54%	59%	62%	63%	融资活动现金流	2790	1339	(383)	330	1144
息率	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	现金净变动	2890	(1157)	400	(438)	125
P/E	53.2	44.1	78.2	47.1	35.1	货币资金的期初余额	935	3825	2668	3068	2630
P/B	5.3	6.4	8.5	7.3	6.1	货币资金的期末余额	3825	2668	3068	2630	2754
EV/EBITDA	117.4	94.9	109.0	60.9	44.1	企业自由现金流	0	(2927)	674	(874)	(1070)
						权益自由现金流	0	(1596)	329	(468)	141

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（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