

评级变动报告

拓荆科技 688072.SH



鉴于国内存储扩产节奏超预期、先进制程扩产占比提升以及混合键合技术渗透速度明显快于此前判断，我们全面上调了拓荆科技未来三年及远期收入预期。同时，公司规模效应逐步释放、费用率预测有所优化，带动盈利预测同步提升，核心原因如下：

国内晶圆厂扩产超预期：近三年国内存储厂商扩产力度明显超出此前预期，我们将未来三年每年的新增晶圆产能预测上调约3万片，对应带动薄膜沉积设备需求持续增长。

先进制程扩产占比提升：我们将国内14nm及以下先进制程扩产占比由6%上调至7%，先进制程对PECVD、ALD等薄膜沉积设备需求强度更高，推动2040年薄膜沉积设备市场空间较此前上调约5%。

混合键合产业化进程超预期：AI、高性能计算及先进封装需求快速增长，混合键合技术导入速度明显快于此前预测，我们将2040年全球混合键合设备市场空间由423亿元上调至816亿元。

公司在PECVD、ALD及SACVD等核心设备领域已建立领先优势，同时积极布局混合键合等先进封装设备。随着先进制程和先进封装持续推进，公司成长逻辑正由“国产替代”逐步升级为“技术升级+产业扩容”双轮驱动。经综合评估，我们对公司DDM估值上调28.24%，目前公司长期估值处于高估状态。

公司基本信息



拓荆科技成立于2010年，主要从事半导体薄膜沉积设备的研发、生产与销售。核心产品包括PECVD、ALD、SACVD、HDPCVD及混合键合设备，广泛应用于逻辑芯片、存储芯片、MEMS、Micro-LED 与封装环节。

公司无实际控制人，前三大股东为国家大基金、国投（上海）与中微公司。2024年大基金三期对子公司拓荆键科投资，估值高达25亿元，显示资本市场对混合键合设备业务的高度认可。

公司深度评级

所属行业	TMT	成长空间	★★★★★	DDM估值：价值	1193亿(较上期+28.24%)
当前股价	655.27元	盈利趋势	★★★★☆	状态	高估(上行空间-36%)
总市值	1852.40亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	112.66	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	1189亿(较上期+29.84%)
PB-MRQ	25.56			状态	高估(上行空间-36%)

公司盈利预测

拓荆科技	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	27.0	41.0	65.2	92.7	124.9	150.9	198.6	263.7
归母净利润(亿)	6.6	6.9	9.3	11.1	18.4	27.9	45.1	58.9
归母净利润增速(%)	79.7	3.9	34.7	19.3	66.4	51.8	61.3	30.7
经营性净利润(亿)	5.5	5.2	8.7	11.2	18.7	28.4	46.5	61.8
经营性净利润增速(%)	71.1	-4.1	66.1	28.5	66.7	52.4	63.5	33.1
经营性归母净利润(亿)	5.5	5.2	8.8	11.1	18.4	27.9	45.1	58.9
经营性归母净利润增速(%)	68.7	-3.8	68.0	25.4	66.4	51.8	61.3	30.7

资料来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

估值评级

DDM估值上升+28.24%；上期 929.97亿，本期 1192.60亿。动态估值上升+29.84%；上期 915.48亿，本期 1188.69亿。

DDM估值较上期上升28.24%（由929.97亿元上升至1192.60亿元），动态估值较上期上升29.84%（由915.48亿元上升至1188.69亿元）。主要是我们对公司近期和远期收入进行了上修。

1. 我们对公司近五年收入预测小幅上调，核心驱动来自国内晶圆厂扩产提速及混合键合业务成长空间扩大：

行业扩产节奏调整：经过评估，我们将未来三年国内新增晶圆产能预测每年上调约3万片，主要原因在于存储厂商资本开支恢复力度超出此前预期。随着AI服务器、高带宽存储（HBM）以及企业级SSD需求增长，存储扩产周期明显提前，从而带动薄膜沉积设备需求同步提升。

先进制程扩产占比提升：经过评估，我们将14nm及以下先进制程扩产占比由此前6%上调至7%。先进制程对于薄膜沉积设备的需求强度显著高于成熟制程，因此推动薄膜沉积设备远期市场空间上修约5%，对应公司长期收入空间增加约50亿元。

混合键合产业化进程超预期：随着先进封装技术加速导入，混合键合正逐步成为HBM、3D IC以及Chiplet封装的重要技术路线。经过重新评估，我们将国内混合键合设备市场空间由423亿元上调至816亿元。

2. 我们对公司近归母净利润小幅上调，主要源于收入规模扩大及费用率预测优化：

未来几年，公司研发、销售及管理费用率预测均进行了小幅优化。一方面，公司收入规模快速增长带来规模效应释放；另一方面，核心产品已进入批量验证和放量阶段，费用增长速度低于收入增长速度。

3. 我们对公司远期收入预测进行上调，主要基于远期薄膜沉积设备市场空间及混合键合市场空间两项长期假设调整：

远期薄膜沉积设备市场空间：我们认为在目前的远期扩产规模不变的情况下，新建产能中先进制程扩产占比提升速度加快，由于先进制程对于薄膜沉积设备的需求强度显著高于成熟制程，我们预计远期薄膜沉积设备市场空间将扩大5%。

混合键合成长空间重估：随着先进封装技术加速导入，混合键合正逐步成为HBM、3D IC以及Chiplet封装的重要技术路线。经过重新评估，我们将国内混合键合设备市场空间由423亿元上调至816亿元。公司作为国内领先厂商，有望充分受益于产业发展红利。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司的业务包括：薄膜沉积设备、混合键合设备和其他，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

薄膜沉积设备：

收入假设：

1) 市场规模：受益于下游晶圆厂持续扩产带来的设备新增需求和远期原有产线的更新换代需求，到半显性期末，国内薄膜沉积市场规模达到666亿美元（目前规模为123亿美元），其中公司所覆盖的PECVD/ALD/Gap-fill设备市场规模达到188/63/34亿美元（目前规模为41/14/7亿美元）。

2) 市占率：公司增长主要来自国内晶圆厂扩产需求叠加国产替代驱动的市占率提升，我们认为到2040年薄膜沉积设备国产替代基本完成（国产化率将达到80%）。其中，PECVD目前国产化率15%，壁垒高，假设未来国产化率70%，拓荆具备领先优势，到半显性期末预计市占率达到35%；ALD目前国产化率20%，壁垒较高，假设未来国产化率80%，拓荆不具备领先优势，预计市占率达到20%；GAPFILL：目前国产化率30%，薄膜沉积里的小众赛道，假设未来国产化率80%，拓荆具备领先优势，到半显性期末预计市占率达到35%。

盈利能力假设：

考虑到行业壁垒和公司自身技术优势，我们认为拓荆科技薄膜沉积设备业务随着新品放量在五年内持续提升至50%，远期小幅下滑后稳定在45%。

混合键合设备：

收入假设：

1) 市场规模：未来混合键合在先进逻辑、先进存储等领域应用广泛，同时参考我们此前做的国内先进产能预测，预计到半显性期末国内混合键合设备市场规模达到251亿元。

2) 市占率：受益于国产替代需求，我们认为随着公司产品自身实力的增强，预计到半显性期末市占率达到30%（当前不足10%）。

盈利能力假设：

考虑到行业壁垒和公司自身技术优势，我们认为拓荆科技混合键合设备业务随着新品放量在五年内持续提升至50%，远期小幅下滑后稳定在45%。

其他：

收入假设：

由于这部分收入主要来自于设备销售后的运维服务，假设这部分收入随公司主营业务增长而增长，给予显性期20%、半显性期末期下滑至3%的增速假设。

盈利能力假设：

按照历史均值，假设未来其他收入毛利率为50%，后续小幅下降后稳定在48%。

公司整体业绩预测

拓荆科技	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	27.0	41.0	65.2	92.7	124.9	150.9	198.6	263.7
归母净利润(亿)	6.6	6.9	9.3	11.1	18.4	27.9	45.1	58.9
归母净利润增速(%)	79.7	3.9	34.7	19.3	66.4	51.8	61.3	30.7
经营性净利润(亿)	5.5	5.2	8.7	11.2	18.7	28.4	46.5	61.8
经营性净利润增速(%)	71.1	-4.1	66.1	28.5	66.7	52.4	63.5	33.1
经营性归母净利润(亿)	5.5	5.2	8.8	11.1	18.4	27.9	45.1	58.9
经营性归母净利润增速(%)	68.7	-3.8	68.0	25.4	66.4	51.8	61.3	30.7

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

薄膜沉积设备	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	25.7	38.6	60.8	82.4	110.8	134.1	176.0	234.1
收入增速(%)	52.5	50.3	57.4	35.5	34.4	21.1	31.2	33.0
经营性净利润(亿)	5.5	4.9	8.1	10.2	17.3	26.6	42.8	55.3
经营性净利率(%)	21.2	12.8	13.4	12.3	15.7	19.8	24.3	23.6
经营性净利润增速(%)	70.0	-9.4	64.2	25.1	70.8	53.2	61.0	29.3
混合键合设备	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.6	1.0	2.1	7.6	10.8	12.8	17.9	24.1
收入增速(%)	0.0	48.8	119.0	262.6	43.2	18.0	39.9	35.0
经营性净利润(亿)	-0.0	-0.0	-0.1	0.2	0.4	0.8	2.4	5.2
经营性净利率(%)	-7.1	-2.2	-3.3	3.0	4.0	6.6	13.7	21.4
经营性净利润增速(%)	-28.8	54.7	-239.2	425.0	91.5	94.8	190.6	110.8
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.7	1.5	2.3	2.8	3.3	4.0	4.8	5.5
收入增速(%)	245.2	104.6	58.4	20.0	20.0	20.0	20.0	15.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.3	0.7	0.8	0.9	1.0	1.2	1.4
经营性净利率(%)	7.4	21.7	28.3	29.0	26.2	25.2	26.0	25.4
经营性净利润增速(%)	175.4	504.2	106.5	22.9	8.7	15.3	23.5	12.5

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
薄膜沉积设备	6.4%	中等	较好	强	8.5%	16.5	110.1
混合键合设备	6.4%	中等	较好	较强	8.5%	15	10.6
其他	5.0%	中等-	一般	一般	8.3%	11.66	2.2
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
薄膜沉积设备(亿)	133.7	945.8	1079.4	10.4	-	5.0	1094.9
混合键合设备(亿)	3.5	83.0	86.5	0.4	12.0	-	74.9
其他(亿)	5.1	13.4	18.6	0.4	-	-	19.0
公司整体测算(亿)	142.3	1042.2	1184.5	11.2	12.0	5.0	1188.7

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
薄膜沉积设备(亿)	391.5	668.0	1059.5	10.4	-	5.0	1075.0
混合键合设备(亿)	32.1	73.3	105.5	0.4	12.0	-	93.8
其他(亿)	10.2	13.2	23.4	0.4	-	-	23.8
公司整体测算(亿)	433.8	754.6	1188.4	11.2	12.0	5.0	1192.6

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，主要因为作为成长行业未来行业终局不确定性较高，上述估值假设来自中性假设。不及预期的可能主要来自若未来国内半导体设备研发遭遇瓶颈，国产线良率难以提升将抑制下游扩产需求。超预期的可能主要来自若研发进展非常顺利，国产设备与海外龙头设备匹敌甚至更好，加上定价优势且国际贸易局势平稳，那么“半导体设备出海”将成为可能。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断,不保证所包含信息不发生变更。在不同时期,本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时,本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改,客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用,均不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有,未经事先书面授权,任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“壹评级”,且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。