

正帆科技 (688596)

证券研究报告
2022年08月10日

发布快速定增预案加码成长，装备+材料+服务综合实力有望再添引擎

事件：公司发布定增预案，拟以 19.39 元/股的价格向特定对象发行 1237.75 万股，募资 2.4 亿元，用于①年产 1260 万立方氢气及 30 万瓶罐装特种气体的合肥高纯氢气项目，建设周期初步规划为 12 个月；②潍坊高纯大宗项目，项目的建设周期初步规划为 18 个月；以及③补充流动资金。

点评：定增项目加码 CAPEX 向 OPEX 快速拓展，大宗及特种气体全面布局下，装备+材料+服务综合实力有望再添引擎。本次募投项目所拓展的高纯氢伴随燃料电池产业的发展，将拥有广阔的市场空间，大宗气品类也有望深度受益半导体高速增长带来的工艺设备需要。此次定增将夯实公司电子气体板块的业务布局，满足客户同时对多品类气体品种及服务的需求；布局山东潍坊等关键区域，有利于增强公司产品的辐射范围及影响力。其后伴随产能释放+品类扩充+应用领域扩展，公司业务发展前景向好。

业绩增速亮眼，2022 年 3 月底公司在手合同超 30 亿，同比增长约 92%。2022Q1 实现营业收入 3.62 亿元，同比增长 110.62%，实现归母净利润 0.11 亿元，同比增长 1216.36%。我们预计 22/23 年公司净利润增速维持 50%左右。2022Q2，公司克服上海疫情不利影响保持基本生产，6 月工厂全面复工复产，逐步恢复全部产能。

1. 深耕工艺介质供应系统的研发设计，以综合立体业务模式确立市场地位

作为国内工艺介质供应系统先行者，公司部分自研高纯电子特种气体已实现国产替代，并延伸开展电子大宗气业务，深耕工艺介质系统设计开发，已形成介质供应系统微污染控制、流体系统设计与模拟仿真、生命安全保障与工艺监控、高纯材料合成与分离提纯、材料成分分析与痕量检测、关键工艺材料再生与循环六大核心技术。目前正在寻找现场制气机会，积极发展园区客户，气体业务项目有序推进。

2. 全链条产品服务+技术水平=高客户粘性

公司工艺标准水平高，可以满足如集成电路等高价值市场的纯度、控制、安全要求。纯度控制方面，公司设备可以较好满足集成电路客户工艺标准，远超国家标准。

与优质客户深度绑定，定增项目加码 CAPEX 向 OPEX 快速拓展。公司在泛半导体、光纤通信、医药制造等领域积累了强大的客户资源，客户包括芯国际、长江存储、京东方、三安光电、亨通光电、恒瑞医药、SK 海力士、德州仪器等国内外优质客户。客户系统和装备投入运营后，开拓服务运营及特种气体业务市场的潜力较大，本次定增项目涉及的高纯氢气是泛半导体工艺中的关键原材料，可配套京东方、惠科集团、三安光电等长期合作客户对电子气体的需求。公司目前已具备高纯氮气、高纯氢气等泛半导体行业大宗气供应能力及砷烷、磷烷特种气体的国产替代能力，其预计未来的 OPEX 市场或超过 CAPEX 市场。

3. 下游应用市场多点开花，主要业务领域均有较大增长空间。

集成电路装备式扩产保障核心板块增长动能，光伏电池迎扩产高潮，生物制药板块加速上扬。公司一季度在手订单同比增加约 92%，以集成电路、光伏和生物医药行业为主，一季度集成电路和光伏的营收贡献较高。公司电子工艺设备及气体业务有望受益光伏扩产，根据索比光伏网不完全统计，2022 年第一季度光伏行业硅料、硅片、电池片和组件环节的拟扩产规模达 62 万吨、72.5GW、66.8GW 和 68.5GW (不含远期规划)。

生物制药板块或加码主工艺设备，预期有助开启稳定的第二增长曲线。公司的生物制药设备是为医药制造产业提供符合中国及欧美各国药典及 GMP 标准的洁净流体工艺系统，从单元装备到系统集成服务，助力抗体蛋白等生物药、疫苗、细胞与基因之治疗、体外诊断技术研发及产业化。看好公司强大客户资源+二十年行业深耕+生物医药为国家级战略新兴产业发展的历史机遇，2022 年 3 月底公司在手合同超过 30 亿，生物医药占比约 11%，未来公司或向主工艺设备方向拓展业务，公司预期将保持良好增速，开启第二增长曲线。

4. 高壁垒 GAS BOX 赛道业务增速亮眼，国产替代催化推动第二增长曲线快速上扬。公司围绕客户的需求衍生半导体工艺设备配套供应系统，主要产品为 GAS BOX，GAS BOX 是一种在半导体设备侧的模块化气体供应系统，在为设备制程精密供气的同时还需要防止毒气、可燃气的泄漏，具体包含气动阀、阻绝阀、逆止阀、流量调节阀、垫片、镀银螺帽/螺丝等组件，因其具有较高的安全气密性、耐腐蚀性、小型化和精密性要求，故具有较高的技术门槛和行业壁垒。公司的 GAS BOX 产品目前已较多运用于光伏行业，并正在进行 IC 行业设备认证，布局子公司鸿舸半导体专注于关键模块业务与配套装备业务能力提升，有力促进关键系统国产化率。

5. 关注人才队伍建设，加大研发投入提升核心竞争力

公司在 2021 年内实施了两次股票期权激励计划，3 月向 55 名激励对象授予 1828 万份股票期权，21 年 12 月向 10 名激励对象授予 922 万份股票期权，覆盖了公司大部分中高层管理人员、技术和业务骨干。2021 年研发投入同比增长 49.02%，营收占比 4.26%，提升核心竞争力。

投资建议：公司客户订单需求强劲，成本运营管控有效，预计公司 2022/2023/2024 年净利润 2.67/3.98/5.48 亿元，选取主营半导体材料、关键部件的江丰电子、华亚智能、新莱应材及至纯科技为参照，给予公司 2023 年 38 倍 PE，对应目标价格为 59 元/股。维持公司“买入”评级。

风险提示：下游产品销量不及预期、产能建设不及预期、原材料价格波动、近期股价波动较大、定增事项能否获得上交所审核通过或证监会同意注册，以及最终取得审核通过或同意注册的时间，均存在不确定性

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,108.99	1,836.76	2,644.94	3,702.92	4,813.79
增长率(%)	(6.47)	65.63	44.00	40.00	30.00
EBITDA(百万元)	216.39	309.02	353.83	502.82	678.73
净利润(百万元)	124.26	168.40	266.77	398.30	547.83
增长率(%)	49.67	35.53	58.41	49.31	37.54
EPS(元/股)	0.48	0.66	1.04	1.55	2.14
市盈率(P/E)	68.06	50.22	31.70	21.23	15.44
市净率(P/B)	4.96	4.54	4.04	3.50	2.94
市销率(P/S)	7.63	4.60	3.20	2.28	1.76
EV/EBITDA	19.26	18.57	20.53	13.81	10.72

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	32.97 元
目标价格	59 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	256.50
流通 A 股股本(百万股)	202.97
A 股总市值(百万元)	8,456.81
流通 A 股市值(百万元)	6,691.87
每股净资产(元)	7.37
资产负债率(%)	52.82
一年内最高/最低(元)	33.58/12.98

作者

潘曛	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110517070005
panjian@tfzq.com	
李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110519050003
lilujing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《正帆科技-年报点评报告:装备+材料+服务三位一体构建核心竞争力，2021 年度 & 2022Q1 业绩增长亮眼》 2022-04-28
- 《正帆科技-公司点评:装备+材料+服务三位一体构建核心竞争力，2021 年度业绩加速增长》 2022-02-25
- 《正帆科技-首次覆盖报告:工艺介质系统先行者，装备+材料+服务三位一体打造核心竞争力》 2021-11-01

表 1：可比公司估值表

证券简称	PE		净利润（亿元）		总市值 （亿元）
	2022E	2023E	2022E	2023E	
江丰电子	90.52	60.79	2.56	3.82	232.10
华亚智能	40.54	27.58	1.72	2.52	69.60
新莱应材	56.80	39.98	3.29	4.67	186.78
至纯科技	37.47	27.33	3.91	5.36	146.51
PE 均值 (x)	56.33	38.92	-	-	-

资料来源：wind，天风证券研究所；注：预测时间为 2022/8/10，预期均为 wind 一致预期。

Gas Box（气柜），作为半导体设备内的核心组成部分之一，其功能是将各路工艺气体集成在一个空间环境下，并按工艺需求对不同气体进行传输、分配和混合。对个别关键工艺气体进行精确的流量控制，根据工艺不同步骤的设定实现对工艺气体进行开关控制等功能。在 Gas box 中，工艺气体的响应时间、流量控制对 Wafer 制造工艺起到至关重要的作用。因此，Gas Box 内部需要稳定可靠的流体系统元件。成熟、灵活的 Gas Box 气体传输系统设计能够有效保证 Wafer 在反应过程中平稳进行，且不会因为阀门没有及时打开而使反应失效，或因为存在死区导致工艺反应后产生 particle（颗粒）污染。故具有较高技术门槛+行业壁垒。

图 1：模组化气体供应系统图



资料来源：Fujikin 官网，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	812.13	620.85	1,016.62	1,282.85	930.42
应收票据及应收账款	484.07	635.26	1,316.03	1,383.45	1,947.95
预付账款	51.47	90.49	103.86	172.98	175.90
存货	638.85	1,062.06	1,269.06	2,108.87	2,098.59
其他	277.46	184.42	274.34	484.58	378.92
流动资产合计	2,263.98	2,593.08	3,979.90	5,432.73	5,531.78
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	333.32	330.80	298.72	266.65	234.57
在建工程	18.46	65.49	65.49	65.49	65.49
无形资产	34.32	71.07	67.75	64.43	61.10
其他	103.06	342.26	155.55	199.12	229.01
非流动资产合计	489.16	809.61	587.50	595.67	590.17
资产总计	2,826.01	3,507.66	4,567.41	6,028.40	6,121.95
短期借款	0.00	80.08	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	483.91	654.20	1,067.00	1,379.49	1,610.02
其他	81.64	112.30	1,369.28	2,183.67	1,585.04
流动负债合计	565.55	846.59	2,436.28	3,563.16	3,195.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.68	72.70	34.73	42.04	49.82
非流动负债合计	18.68	72.70	34.73	42.04	49.82
负债合计	1,121.22	1,640.53	2,471.01	3,605.20	3,244.88
少数股东权益	0.00	2.73	3.43	3.58	3.87
股本	256.50	256.50	256.50	256.50	256.50
资本公积	1,082.85	1,097.24	1,097.24	1,097.24	1,097.24
留存收益	351.16	493.91	724.44	1,050.61	1,503.85
其他	14.29	16.75	14.79	15.28	15.61
股东权益合计	1,704.79	1,867.13	2,096.40	2,423.21	2,877.06
负债和股东权益总计	2,826.01	3,507.66	4,567.41	6,028.40	6,121.95

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	124.26	168.13	266.77	398.30	547.83
折旧摊销	33.64	35.64	35.40	35.40	35.40
财务费用	(1.01)	(4.62)	(6.08)	(13.70)	(13.19)
投资损失	(0.33)	(1.65)	(0.66)	(0.88)	(1.06)
营运资金变动	(382.75)	(352.93)	223.32	(84.75)	(853.21)
其它	170.22	135.78	10.88	10.22	(9.70)
经营活动现金流	(55.96)	(19.64)	529.62	344.60	(293.94)
资本支出	25.73	61.89	37.98	(7.31)	(7.78)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(175.82)	(278.20)	(57.45)	(11.88)	28.94
投资活动现金流	(150.09)	(216.30)	(19.48)	(19.19)	21.15
债权融资	(153.14)	91.36	(76.08)	12.51	14.67
股权融资	886.03	(17.00)	(38.31)	(71.68)	(94.32)
其他	26.44	(16.22)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	759.33	58.15	(114.38)	(59.17)	(79.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	553.27	(177.80)	395.76	266.24	(352.43)

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,108.99	1,836.76	2,644.94	3,702.92	4,813.79
营业成本	805.97	1,356.01	1,893.78	2,623.52	3,345.59
营业税金及附加	13.50	11.02	25.78	35.55	40.67
销售费用	23.03	40.75	60.30	81.15	105.50
管理费用	114.36	181.37	243.33	336.60	437.57
研发费用	52.49	78.22	122.73	177.74	240.69
财务费用	(0.63)	(3.59)	(6.08)	(13.70)	(13.19)
资产/信用减值损失	(5.32)	(24.06)	(14.90)	(14.76)	(17.91)
公允价值变动收益	23.73	16.29	10.07	10.04	(10.05)
投资净收益	0.33	1.65	0.66	0.88	1.06
其他	(61.62)	(4.01)	0.00	0.00	0.00
营业利润	143.15	183.11	300.93	458.22	630.07
营业外收入	0.11	0.51	0.24	0.29	0.35
营业外支出	0.40	0.29	0.35	0.35	0.33
利润总额	142.86	183.34	300.81	458.16	630.09
所得税	18.61	15.21	33.23	59.67	81.91
净利润	124.26	168.13	267.58	398.49	548.17
少数股东损益	0.00	(0.27)	0.81	0.19	0.35
归属于母公司净利润	124.26	168.40	266.77	398.30	547.83
每股收益(元)	0.48	0.66	1.04	1.55	2.14

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-6.47%	65.63%	44.00%	40.00%	30.00%
营业利润	51.28%	27.91%	64.34%	52.27%	37.50%
归属于母公司净利润	49.67%	35.53%	58.41%	49.31%	37.54%
获利能力					
毛利率	27.32%	26.17%	28.40%	29.15%	30.50%
净利率	11.20%	9.17%	10.09%	10.76%	11.38%
ROE	7.29%	9.03%	12.75%	16.46%	19.07%
ROIC	22.67%	22.89%	26.99%	42.97%	59.27%
偿债能力					
资产负债率	39.68%	46.77%	54.10%	59.80%	53.00%
净负债率	-47.64%	-28.55%	-48.23%	-52.76%	-32.13%
流动比率	2.12	1.72	1.63	1.52	1.73
速动比率	1.54	1.04	1.11	0.93	1.07
营运能力					
应收账款周转率	2.38	3.28	2.71	2.74	2.89
存货周转率	2.00	2.16	2.27	2.19	2.29
总资产周转率	0.49	0.58	0.66	0.70	0.79
每股指标(元)					
每股收益	0.48	0.66	1.04	1.55	2.14
每股经营现金流	-0.22	-0.08	2.06	1.34	-1.15
每股净资产	6.65	7.27	8.16	9.43	11.20
估值比率					
市盈率	68.06	50.22	31.70	21.23	15.44
市净率	4.96	4.54	4.04	3.50	2.94
EV/EBITDA	19.26	18.57	20.53	13.81	10.72
EV/EBIT	22.76	20.91	22.81	14.85	11.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com