

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	40.08
总股本/流通股本(亿股)	2.79 / 2.79
总市值/流通市值(亿元)	112 / 112
52周内最高/最低价	47.64 / 29.84
资产负债率(%)	59.5%
市盈率	39.68
第一大股东	風帆控股有限公司

研究所

分析师: 吴文吉  
SAC 登记编号: S1340523050004  
Email: wuwenji@cnpsec.com

正帆科技(688596)

前瞻布局气体与前驱体等，  
OPEX 业务战略成果显现

● 投资要点

**新签订单强劲增长，支撑未来高业绩。**公司 23Q1-Q3 实现营收 24.1 亿，同比+34%；归母净利润 2.7 亿，同比+97%；扣非归母净利润 2 亿，同比+57%；毛利率 28.3%，同比增长 0.7pct；新签合同 50.8 亿，同比+78%，其中来自半导体与光伏行业的新签合同占比分别为 51%与 36%；23Q3 期末在手合同 60.5 亿，同比+95%；23Q3 期末合同负债 21.9 亿，同比+121%。

**CAPEX+OPEX 业务协同发展，储备强劲增长动能。**

**1) CAPEX 业务随下游行业扩建保持增长：**公司主要业务为向泛半导体和生物制药等高科技产业客户提供制程关键系统、核心材料，以及专业服务的三位一体综合服务，所涉主要产品包括电子工艺设备、生物制药设备、电子气体和先进材料以及 MRO 专业服务。公司所覆盖下游行业的固定资产投资近几年将持续保持增长，同时叠加国产替代推动，国产厂商有望获取更大份额，如电子工艺装备高纯介质供应系统国内供应商的市场占有率从 5 年前的不足 10%发展到近年的大约 30%。

**制程关键系统装备之电子工艺设备方面，**作为细分领域先行者，公司深耕产业 20 余年，累计参与编写了 8 项国家和行业标准，公司的电子工艺设备业务已覆盖众多国内一线客户如中芯国际、长江存储、长鑫存储、海力士、隆基、通威等。同时公司开发的“泛半导体工艺设备子系统”业务较早进入到工艺设备上游国产替代行列，产品已经逐步被国产工艺设备头部厂商中微、北方华创、拓荆、晶盛等采用，市场占有率不断提升。**制程关键系统装备之生物制药设备方面，**公司经过 10 年耕耘，传统主营的制药用水系统业务已经获得国内头部制药企业订单，近年来快速开发和拓展了流体工艺系统，实现了从辅助系统向工艺系统的重大转变，并快速进入抗体蛋白药、新一代胰岛素、新型疫苗、细胞与基因治疗应用领域。整体而言，公司的 CAPEX 业务将随着下游行业的扩建继续保持增长。

**2) 前瞻布局气体与前驱体等，OPEX 业务打开第二成长空间：**气体和先进材料业务作为公司拓展 OPEX 业务的支柱战略，为近几年主要的产品开发和投资方向。随着公司近年来在电子气体业务的布局 and 电子先进材料业务的开发及逐步落地，公司已经稳步成为电子气体和先进材料业务综合供应商和服务商。

**气体方面，**公司向下游客户销售电子特种气体、电子大宗气和电子先进材料等工艺介质，已具备合成、提纯、混配、充装、分析、检测和供应等核心能力。公司 2022 年和 2023 年开展了多个气体和先进材料生产基地投建项目，其中“合肥高纯氢气项目”、“淮

坊高纯大宗项目”、“丽水大宗气、混合气、特种气体项目、以及铜陵电子材料等项目将分别于 2023 年下半年到 2024 年底逐步落成投产。前驱体方面，公司 20 多年深耕超高纯流体供应系统，2013 年进入电子特气领域以来积累了高水平的提纯和检测技术。公司具备制造半导体前驱所需的提纯、检测、包装和供应等核心能力，近年来不断引入外部资深专家，加强研发力度，于 2022 年底实现了前驱体产品的突破。公司在铜陵电子材料生产基地投建的前驱体制造基地将覆盖 20 余种前驱体产品，涉及硅基、金属基、High-K 和 Low-K 四大品类，目前正在客户导入阶段，预计 2024 年逐步达到量产。

### ● 投资建议

我们预计公司 2023/2024/2025 年分别实现收入 38/52/69 亿元，分别实现归母净利润 4.1/6.0/8.5 亿元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 27 倍、19 倍、13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 风险提示

技术升级迭代风险，核心技术失密和技术人员流失风险，市场竞争风险，主要原材料采购风险，安全生产风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2705	3840	5165	6947
增长率(%)	47.26	41.99	34.49	34.50
EBITDA（百万元）	305.01	530.39	735.53	1017.46
归属母公司净利润（百万元）	258.68	411.78	601.50	852.09
增长率(%)	53.61	59.19	46.07	41.66
EPS（元/股）	0.93	1.47	2.15	3.05
市盈率（P/E）	43.26	27.17	18.60	13.13
市净率（P/B）	4.65	3.77	3.14	2.53
EV/EBITDA	29.92	19.83	14.29	10.21

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	2705	3840	5165	6947	营业收入	47.3%	42.0%	34.5%	34.5%
营业成本	1962	2760	3708	4985	营业利润	45.2%	65.9%	44.8%	41.5%
税金及附加	11	16	22	29	归属于母公司净利润	53.6%	59.2%	46.1%	41.7%
销售费用	48	77	96	126	<b>获利能力</b>				
管理费用	266	348	431	531	毛利率	27.5%	28.1%	28.2%	28.2%
研发费用	150	215	294	403	净利率	9.6%	10.7%	11.6%	12.3%
财务费用	8	14	9	14	ROE	10.7%	13.9%	16.9%	19.3%
资产减值损失	-8	0	0	0	ROIC	6.9%	9.5%	10.9%	12.4%
<b>营业利润</b>	<b>266</b>	<b>441</b>	<b>639</b>	<b>903</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	2	0	0	0	资产负债率	59.5%	62.4%	64.8%	66.3%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	1.39	1.35	1.33	1.33
<b>利润总额</b>	<b>268</b>	<b>441</b>	<b>639</b>	<b>903</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	7	27	34	47	应收账款周转率	4.10	3.96	3.93	3.91
<b>净利润</b>	<b>261</b>	<b>414</b>	<b>605</b>	<b>857</b>	存货周转率	1.78	1.72	1.76	1.73
<b>归母净利润</b>	<b>259</b>	<b>412</b>	<b>601</b>	<b>852</b>	总资产周转率	0.57	0.55	0.57	0.60
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.93</b>	<b>1.47</b>	<b>2.15</b>	<b>3.05</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.93	1.47	2.15	3.05
货币资金	1224	2194	2720	3389	每股净资产	8.62	10.62	12.77	15.83
交易性金融资产	30	-410	-410	-410	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	1047	1465	1949	2642	PE	43.26	27.17	18.60	13.13
预付款项	141	190	258	347	PB	4.65	3.77	3.14	2.53
存货	1983	2480	3400	4618	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>4747</b>	<b>6469</b>	<b>8562</b>	<b>11419</b>	净利润	261	414	605	857
固定资产	524	588	658	726	折旧和摊销	58	76	88	100
在建工程	44	51	56	57	营运资本变动	-506	-290	-442	-589
无形资产	149	200	258	317	其他	24	34	50	65
<b>非流动资产合计</b>	<b>1207</b>	<b>1435</b>	<b>1590</b>	<b>1737</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-162</b>	<b>233</b>	<b>300</b>	<b>432</b>
<b>资产总计</b>	<b>5954</b>	<b>7905</b>	<b>10152</b>	<b>13156</b>	资本开支	-260	-220	-243	-246
短期借款	932	1375	1893	2442	其他	-70	379	3	3
应付票据及应付账款	1169	1542	2070	2814	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-330</b>	<b>160</b>	<b>-240</b>	<b>-243</b>
其他流动负债	1322	1875	2470	3324	股权融资	331	120	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>3423</b>	<b>4791</b>	<b>6434</b>	<b>8581</b>	债务融资	910	465	519	549
其他	118	142	142	142	其他	-144	-12	-53	-69
<b>非流动负债合计</b>	<b>118</b>	<b>142</b>	<b>142</b>	<b>142</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1098</b>	<b>573</b>	<b>466</b>	<b>480</b>
<b>负债合计</b>	<b>3541</b>	<b>4933</b>	<b>6576</b>	<b>8723</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>604</b>	<b>970</b>	<b>526</b>	<b>670</b>
股本	274	279	279	279					
资本公积金	1479	1594	1594	1594					
未分配利润	660	1014	1525	2250					
少数股东权益	5	7	10	15					
其他	-6	77	167	295					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2413</b>	<b>2972</b>	<b>3576</b>	<b>4433</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>5954</b>	<b>7905</b>	<b>10152</b>	<b>13156</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048