

正帆科技 (688596)

证券研究报告

2024年01月31日

预计 2023 年业绩高增，新签合同充足驱动长期增长

事件：公司发布 2023 年度业绩预告。2023 年，公司预计实现归母净利润 4-4.27 亿元，同比增长 55%-65%。2023 年第四季度，公司预计实现归母净利润 1.29-1.56 亿元，同比增长 6.6%-28.8%。

点评：预计 2023 全年归母净利润同比大幅增长 55%-65%，公司在手订单充足，2023 年度来自半导体行业的新签合同增长最快，同比增速达 84%，为公司 2024 年业绩持续稳健增长奠定坚实基础。公司 2023 年预计归母净利润增长主要系 2023 年度下游行业市场规模扩大、公司市场竞争力、运营效率不断提升等因素使得公司新签合同、销售收入和利润均有较大幅度增长。公司 2023 年度实现新签合同 66 亿元，同比增长 60%，其中来自半导体行业新签合同同比增长 84%，来自光伏行业新签合同同比增长 58%，来自生物医药行业新签合同同比增长 5%；截至 2023 年 12 月 31 日，在手合同 61 亿元，同比增长 76%。

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。正帆科技是国内工艺介质供应系统先行者，装备+材料+服务三位一体打造核心竞争力。公司于工艺介质供应系统中深耕十数载，与国内工艺介质供应系统行业共同发展，并参与制定了一系列国家工艺标准和行业工艺标准。多年深耕自主研发，形成六大核心技术。公司经过长期的研发与投入形成了六大核心技术，分别为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。

2.全链条产品服务+技术水平=高客户粘性；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，高技术能力牢牢绑定市场头部客户。以高客户粘性占领高壁垒市场板块，做高价值市场的“守门员”。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。例如在纯度控制方面，公司设备可以较好地满足集成电路客户的工艺标准，远超过国家标准。客户方面，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，包括中芯国际、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。公司 22 年定增项目涉及的高纯氢气是泛半导体工艺中关键原材料，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需求，进一步深度绑定市场头部客户提高客户粘性。

3.下游应用市场多点开花，新签合同高增指引 24 年持续高增长动能。订单方面，公司 2023 年度实现新签合同 66 亿元，同比增长 60%。半导体领域，内循环格局下，政府主导的小厂订单或涌现+大厂订单稳中向好或带动 24 年设备板块订单好于全球预期。一线厂商：24 年预计扩产约 18 万片/月，对应设备开支 803 亿元，其他厂商：24 年预计扩产约 15 万片/月，对应设备开支 358 亿元，我们看好正帆为代表的设备公司业绩有望受益。光伏领域，根据 SOLARZOOM 新能源智库，2023-2027 年，预计 HJT 电池出货量将 15GW 快速提升至 643GW，其在光伏电池中的出货量渗透率将从 4.3% 显著提升至 90%，成为带动建厂和设备投资的重要驱动力。生物医药领域公司主要涉及制药用水系统、配液系统和生物工艺设备业务，逐步在生物制药领域占据了稳定的市场地位，覆盖多个国内生物制药头部客户如长春金赛、百奥赛、信达医药、科前生物、沃森生物等。子公司正帆百泰在深耕围绕生物制药行业的 Capex 业务同时，也开始布局进入生物医药的 Opex 业务——原辅料耗材领域，或有助开启第二增长曲线。

4.高壁垒 Gas Box 赛道业务增速亮眼，子公司鸿舸半导体 2023 年上半年实现净利润 4791.93 万元，国产替代催化推动第二增长曲线快速上扬。当前国内泛半导体 Gas Box 市场空间较大预估达 50 亿，据不完全统计中国企业仅公司和富创精密具备模组供应能力，产业基本被国外供应商（如超科林、富士金等）垄断。产能方面，子公司鸿舸在上海临港的工厂已于 2022 年 11 月正式投产，产能大幅提升。订单方面，22 年度鸿舸半导体获得了国内头部工艺设备商的广泛认证，新签订单迅速放量，2023 年上半年实现净利润 4791.93 万元。鸿舸半导体填补了 GAS BOX 的国产化空白，为工艺设备上游的零部件国产化做出了重要贡献。鸿舸半导体的目标是成为泛半导体工艺设备制造商的配套模块/子系统制造的专业合作伙伴。

5.铜陵、潍坊定增气体项目预期 2024 年逐步量产，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。公司 1.8 亿元定增项目已于 22 年 10 月募集完毕，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年产 2.13 亿立方米（氧、氮、氩）产品的潍坊高纯大宗项目，项目建设周期初步规划为 18 个月。本次募投项目所拓展的高纯气体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。合肥高纯氢气项目、潍坊高纯大宗项目、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。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。

6.拟发行可转债，继续加码特种气体及电子先进材料。公司拟向不特定对象发行可转换公司债券募集资金总额不超过 11.5 亿元-11.5 亿元（含本数），扣除发行费用后的募集资金净额拟主要用于铜陵正帆电子材料有限公司特气建设项目（二期）——年产 890 吨电子先进材料及 30 万立方电子级混合气体项目、正帆科技（丽水）有限公司特种气体生产项目、正帆百泰（苏州）科技有限公司新建生物医药核心装备及材料研发生产基地项目。

7.员工持股计划适时推出，彰显发展信心。截止 2022 年末，公司已于 2021 年 3 月、12 月分别向 55 名激励对象授予的 1828 万份股票期权和向 10 名激励对象授予的 922 万份股票期权，两期期权在 22 年度均已开始行权，23 年上半年继续得到员工的积极执行，员工激励效果明显。2023 年 1 月公司再推出了第一期员工持股计划草案，员工总数不超过 450 人，计划涉及的标的股票规模合计不超过 80 万股，参加对象均为公司管理人员和核心业务骨干，约占当前公司股本总额的 0.29%，对应业绩考核目标为 23 年度营收及净利润同比增速不低于 20%。

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 2023/2024/2025 年归母净利润 3.98/5.47/7.67 亿元。维持目标价格 57 元/股，维持公司“买入”评级。

风险提示：销售区域集中、劳动力成本上升、研发技术人员流失、员工持股计划实施不及预期；业绩预告是初步测算结果，具体财务数据以公司披露公告为准。

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	31.3 元
目标价格	57 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	280.62
流通 A 股股本(百万股)	280.62
A 股总市值(百万元)	9,063.88
流通 A 股市值(百万元)	9,063.88
每股净资产(元)	10.10
资产负债率(%)	64.02
一年内最高/最低(元)	49.16/29.68

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
朱晔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001	
zhuye@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《正帆科技-季报点评:23Q3 营收及利润同比高增，在手及新签订单充足指引高成长动能》2023-10-27
- 《正帆科技-半年报点评:23H1 营收及利润再创历史新高，设备+材料+零部件“三驾马车”齐发力助业绩持续高增》2023-08-25
- 《正帆科技-季报点评:22 年及 23Q1 扣非后归母净利润高增，新签订单指引 23 及 24 年高增长动能》2023-04-25

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,836.76	2,704.74	3,702.04	4,813.76	6,259.72
增长率(%)	65.63	47.26	36.87	30.03	30.04
EBITDA(百万元)	309.02	494.98	527.43	695.01	980.42
归属母公司净利润(百万元)	168.40	258.68	397.90	547.12	767.09
增长率(%)	35.53	53.61	53.82	37.50	40.20
EPS(元/股)	0.60	0.92	1.42	1.95	2.73
市盈率(P/E)	52.16	33.95	22.07	16.05	11.45
市净率(P/B)	4.71	3.65	3.12	2.67	2.21
市销率(P/S)	4.78	3.25	2.37	1.82	1.40
EV/EBITDA	18.57	17.29	14.10	10.92	7.73

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	620.85	1,223.73	1,378.73	1,190.31	1,201.95
应收票据及应收账款	635.26	1,046.64	1,509.17	1,574.23	2,500.33
预付账款	90.49	140.87	149.27	222.34	266.61
存货	1,062.06	1,983.41	1,674.59	3,010.52	3,248.33
其他	184.42	229.30	433.88	472.61	569.01
流动资产合计	2,593.08	4,623.96	5,145.64	6,470.01	7,786.24
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	330.80	523.88	645.54	758.45	862.60
在建工程	65.49	44.06	44.06	44.06	44.06
无形资产	71.07	148.86	140.34	131.82	123.29
其他	342.26	490.05	346.22	401.45	399.17
非流动资产合计	809.61	1,206.86	1,176.16	1,335.77	1,429.13
资产总计	3,507.66	5,954.00	6,321.80	7,805.78	9,215.36
短期借款	80.08	932.20	400.00	400.00	400.00
应付票据及应付账款	654.20	1,168.60	1,294.93	1,724.53	2,264.68
其他	112.30	211.05	1,752.82	2,315.66	2,491.04
流动负债合计	846.59	2,311.85	3,447.75	4,440.19	5,155.72
长期借款	0.00	40.05	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	72.70	77.59	56.33	68.87	67.60
非流动负债合计	72.70	117.65	56.33	68.87	67.60
负债合计	1,640.53	3,540.95	3,504.08	4,509.07	5,223.32
少数股东权益	2.73	5.24	6.16	7.90	11.63
股本	256.50	273.71	280.62	280.62	280.62
资本公积	1,097.24	1,479.33	1,479.33	1,479.33	1,479.33
留存收益	493.91	718.73	1,062.58	1,548.27	2,251.91
其他	16.75	(63.96)	(10.97)	(19.39)	(31.44)
股东权益合计	1,867.13	2,413.05	2,817.72	3,296.72	3,992.05
负债和股东权益总计	3,507.66	5,954.00	6,321.80	7,805.78	9,215.36

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	168.13	261.19	397.90	547.12	767.09
折旧摊销	35.64	46.32	61.87	70.62	79.37
财务费用	(4.62)	5.53	4.93	(4.75)	(3.47)
投资损失	(1.65)	(0.70)	(0.89)	(1.08)	(0.89)
营运资金变动	(352.93)	(664.34)	466.00	(577.74)	(588.34)
其它	135.78	189.67	11.04	(8.08)	7.44
经营活动现金流	(19.64)	(162.33)	940.84	26.08	261.19
资本支出	61.89	287.23	196.26	162.45	176.28
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(278.20)	(616.78)	(390.31)	(316.30)	(357.12)
投资活动现金流	(216.30)	(329.55)	(194.05)	(153.85)	(180.84)
债权融资	91.36	911.21	(597.49)	9.42	7.13
股权融资	(17.00)	318.59	5.70	(70.08)	(75.83)
其他	(16.22)	(132.20)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	58.15	1,097.61	(591.79)	(60.66)	(68.70)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(177.80)	605.74	155.00	(188.43)	11.65

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,836.76	2,704.74	3,702.04	4,813.76	6,259.72
营业成本	1,356.01	1,962.06	2,622.90	3,345.57	4,319.21
营业税金及附加	11.02	11.19	21.84	28.88	40.69
销售费用	40.75	47.78	94.40	114.09	128.32
管理费用	181.37	265.70	330.61	422.32	557.19
研发费用	78.22	149.91	185.47	277.75	325.51
财务费用	(3.59)	7.57	4.93	(4.75)	(3.47)
资产/信用减值损失	(24.06)	(41.07)	(23.48)	(29.54)	(31.36)
公允价值变动收益	16.29	25.70	9.97	(10.04)	3.37
投资净收益	1.65	0.70	0.89	1.08	0.89
其他	(4.01)	9.37	0.00	0.00	0.00
营业利润	183.11	265.83	429.27	591.41	865.17
营业外收入	0.51	2.42	1.02	1.32	1.58
营业外支出	0.29	0.25	0.31	0.28	0.28
利润总额	183.34	268.00	429.97	592.44	866.47
所得税	15.21	6.82	31.00	43.37	95.31
净利润	168.13	261.19	398.97	549.08	771.16
少数股东损益	(0.27)	2.51	1.06	1.95	4.07
归属于母公司净利润	168.40	258.68	397.90	547.12	767.09
每股收益(元)	0.60	0.92	1.42	1.95	2.73

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	65.63%	47.26%	36.87%	30.03%	30.04%
营业利润	27.91%	45.17%	61.48%	37.77%	46.29%
归属于母公司净利润	35.53%	53.61%	53.82%	37.50%	40.20%
获利能力					
毛利率	26.17%	27.46%	29.15%	30.50%	31.00%
净利率	9.17%	9.56%	10.75%	11.37%	12.25%
ROE	9.03%	10.74%	14.15%	16.64%	19.27%
ROIC	22.89%	27.42%	24.04%	37.07%	36.63%
偿债能力					
资产负债率	46.77%	59.47%	55.43%	57.77%	56.68%
净负债率	-28.55%	-9.00%	-34.24%	-23.41%	-19.53%
流动比率	1.72	1.39	1.49	1.46	1.51
速动比率	1.04	0.81	1.01	0.78	0.88
营运能力					
应收账款周转率	3.28	3.22	2.90	3.12	3.07
存货周转率	2.16	1.78	2.02	2.05	2.00
总资产周转率	0.58	0.57	0.60	0.68	0.74
每股指标(元)					
每股收益	0.60	0.92	1.42	1.95	2.73
每股经营现金流	-0.07	-0.58	3.35	0.09	0.93
每股净资产	6.64	8.58	10.02	11.72	14.18
估值比率					
市盈率	52.16	33.95	22.07	16.05	11.45
市净率	4.71	3.65	3.12	2.67	2.21
EV/EBITDA	18.57	17.29	14.10	10.92	7.73
EV/EBIT	20.91	18.93	15.98	12.15	8.42

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com