



正帆科技 (688596.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

2023 年业绩持续高增，CAPEX 业务

为基 OPEX 业务接力成长

业绩简评

公司于 2024 年 4 月 30 日披露年报和 2024 年一季报，2023 年公司实现营收 38.35 亿元，同比+41.78%；实现归母净利润 4.01 亿元，同比+55.10%。1Q24 单季度实现营收 5.89 亿元，同比+43.31%；实现归母净利润 2490 万元，同比+123.36%，实现扣非后的归母净利润 1634 万元，同比+122.29%。

经营分析

研发投入进一步加码，经营情况良好。公司在近几年保持利润增速高于收入增速，公司坚持开展技术创新，进一步加大研发投入力度，1Q24 公司研发费用率达到了 9.07%。1Q24 年公司综合毛利率为 27.41%，较上一年同期提升了 0.3 pcts。2023 年公司加强对期间费用的管理，期间费用率为 16.08%，较上一年同期下滑了 0.88 pcts。公司坚定推行依托 Capex 业务拓展战略，预计 2024 年 Opex 业务占比将首次超过 20%，并且未来将持续提升。公司积极整合产业资源，依托底层技术布局新能源、科研等新领域。

半导体行业扩产推动新签订单高增，材料、零部件助力业绩成长。随着公司募投项目新建产能逐步爬坡，气体业务毛利率积极改善，2023 年公司气体和先进材料业务毛利率为 19.21%，较上一年同期提升 1.48 pcts，未来随着公司气体业务放量，规模效应逐步显现，毛利率将进一步提升。鸿舸半导体的 Gas Box 产品于 2023 年全面稳产，供应链和产能效率提升显著，未来公司或将为半导体设备客户提供其他标准化、通用型的模块和零部件。1Q24 公司实现新签合同 18 亿元(yoy+22%)，其中半导体行业占比 46%。截至 1Q24，公司在手合同 75 亿元 (yoy+68%)，其中半导体行业占比 53%。1Q24 公司合同负债规模为 25.37 亿元，同比增长 78.09%，并且较 2023 年底的 23.34 亿元增长了 8.71%。

盈利预测、估值与评级

公司在手订单充足，依托 Capex 业务拓展 Opex 业务，我们预计公司 24~26 年分别实现归母净利润 5.48/7.32/9.61 亿元，分别同比+37%/34%/31%，对应当前 EPS 分别为 1.93 元、2.58 元、3.39 元，对应当前 PE 分别为 20、15、12 倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料供应的风险；产品技术升级和迭代的风险；下游需求不及预期的风险；产能消化不及预期的风险；限售股解禁的风险。

电子组

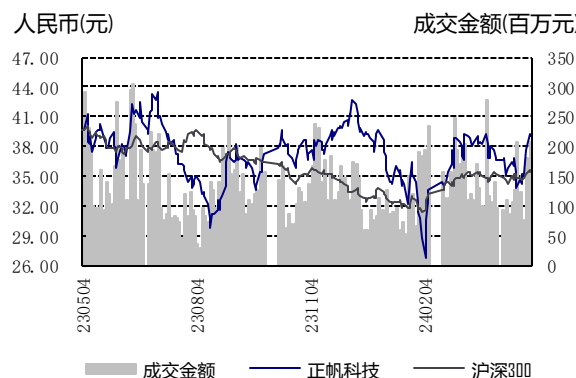
分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：39.00 元

相关报告：

- 《正帆科技公司点评：3Q23 业绩保持高速增长，合同负债规模创历...》，2023.10.26
- 《正帆科技公司点评：公司经营持续优化，营收利润再创新高》，2023.8.25
- 《正帆科技公司点评：股权激励绑定核心人才，再融资彰显公司长...》，2023.7.5



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,705	3,835	5,084	6,612	7,995
营业收入增长率	47.26%	41.78%	32.58%	30.06%	20.92%
归母净利润(百万元)	259	401	548	732	961
归母净利润增长率	53.61%	55.15%	36.65%	33.53%	31.18%
摊薄每股收益(元)	0.945	1.430	1.934	2.582	3.387
每股经营性现金流净额	-0.59	0.41	0.18	0.68	3.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.74%	13.37%	16.00%	18.04%	19.58%
P/E	41.27	27.27	20.17	15.10	11.51
P/B	4.43	3.65	3.23	2.72	2.25

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,837	2,705	3,835	5,084	6,612	7,995
增长率		47.3%	41.8%	32.6%	30.1%	20.9%
主营业务成本	-1,356	-1,962	-2,795	-3,695	-4,820	-5,750
%销售收入	73.8%	72.5%	72.9%	72.7%	72.9%	71.9%
毛利	481	743	1,040	1,389	1,792	2,245
%销售收入	26.2%	27.5%	27.1%	27.3%	27.1%	28.1%
营业税金及附加	-11	-11	-13	-20	-23	-24
%销售收入	0.6%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%
销售费用	-41	-48	-66	-92	-112	-136
%销售收入	2.2%	1.8%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%
管理费用	-181	-266	-285	-407	-496	-624
%销售收入	9.9%	9.8%	7.4%	8.0%	7.5%	7.8%
研发费用	-78	-150	-251	-305	-364	-400
%销售收入	4.3%	5.5%	6.5%	6.0%	5.5%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	169	268	424	566	797	1,062
%销售收入	9.2%	9.9%	11.1%	11.1%	12.1%	13.3%
财务费用	4	-8	-14	-48	-82	-84
%销售收入	-0.2%	0.3%	0.4%	0.9%	1.2%	1.1%
资产减值损失	-24	-41	-67	-81	-19	-16
公允价值变动收益	16	26	54	0	0	0
投资收益	2	1	3	80	35	20
%税前利润	0.9%	0.3%	0.7%	13.9%	4.5%	2.0%
营业利润	183	266	440	577	771	1,011
营业利润率	10.0%	9.8%	11.5%	11.4%	11.7%	12.6%
营业外收支	0	2	0	0	0	0
税前利润	183	268	441	577	771	1,011
利润率	10.0%	9.9%	11.5%	11.4%	11.7%	12.6%
所得税	-15	-7	-17	-29	-39	-51
所得税率	8.3%	2.5%	3.9%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	168	261	423	548	732	961
少数股东损益	0	3	22	0	0	0
归属于母公司的净利润	168	259	401	548	732	961
净利率	9.2%	9.6%	10.5%	10.8%	11.1%	12.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	168	261	423	548	732	961
少数股东损益	0	3	22	0	0	0
非现金支出	69	99	156	182	134	141
非经营收益	-27	-17	-54	15	75	99
营运资金变动	-230	-506	-409	-694	-749	-217
经营活动现金净流	-20	-162	116	51	192	984
资本开支	-186	-260	-358	-177	-200	-230
投资	-39	-84	-58	0	0	0
其他	9	14	26	80	35	20
投资活动现金净流	-216	-330	-390	-97	-165	-210
股权募资	3	331	167	0	0	0
债权募资	80	910	-461	1,067	88	203
其他	-25	-144	-42	-192	-210	-233
筹资活动现金净流	58	1,098	-337	875	-122	-30
现金净流量	-179	604	-614	830	-95	744

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	621	1,224	606	1,424	1,321	2,058
应收款项	747	1,143	1,979	2,340	3,315	3,679
存货	1,062	1,983	3,377	3,968	4,918	5,712
其他流动资产	268	397	463	470	551	655
流动资产	2,698	4,747	6,425	8,202	10,104	12,105
%总资产	76.9%	79.7%	79.7%	83.2%	85.3%	86.8%
长期投资	183	266	347	347	347	347
固定资产	396	568	863	998	1,070	1,161
%总资产	11.3%	9.5%	10.7%	10.1%	9.0%	8.3%
无形资产	77	214	241	258	274	290
非流动资产	810	1,207	1,640	1,657	1,742	1,847
%总资产	23.1%	20.3%	20.3%	16.8%	14.7%	13.2%
资产总计	3,508	5,954	8,065	9,858	11,847	13,952
短期借款	88	967	363	1,461	1,549	1,751
应付款项	661	1,239	1,884	2,001	2,495	2,840
其他流动负债	819	1,217	2,470	2,698	3,480	4,196
流动负债	1,568	3,423	4,716	6,160	7,523	8,788
长期贷款	0	40	188	188	188	188
其他长期负债	73	78	106	31	22	16
负债	1,641	3,541	5,011	6,378	7,734	8,992
普通股股东权益	1,864	2,408	3,002	3,427	4,060	4,907
其中：股本	257	274	281	284	284	284
未分配利润	450	660	1,034	1,497	2,130	2,978
少数股东权益	3	5	53	53	53	53
负债股东权益合计	3,508	5,954	8,065	9,858	11,847	13,952

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.657	0.945	1.430	1.934	2.582	3.387
每股净资产	7.269	8.797	10.698	12.084	14.316	17.303
每股经营现金净流	-0.077	-0.593	0.412	0.179	0.677	3.470
每股股利	0.100	0.130	0.290	0.300	0.350	0.400
回报率						
净资产收益率	9.03%	10.74%	13.37%	16.00%	18.04%	19.58%
总资产收益率	4.80%	4.34%	4.98%	5.56%	6.18%	6.89%
投入资本收益率	7.92%	7.61%	11.19%	10.48%	12.95%	14.62%
增长率						
主营业务收入增长率	65.63%	47.26%	41.78%	32.58%	30.06%	20.92%
EBIT 增长率	69.99%	58.28%	58.07%	33.53%	40.88%	33.20%
净利润增长率	35.53%	53.61%	55.15%	36.65%	33.53%	31.18%
总资产增长率	24.12%	69.74%	35.46%	22.23%	20.17%	17.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	82.3	89.0	112.2	120.0	135.0	120.0
存货周转天数	228.9	283.3	350.0	400.0	380.0	370.0
应付账款周转天数	149.4	157.4	159.0	145.0	140.0	135.0
固定资产周转天数	65.7	70.7	62.0	49.3	37.5	29.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.62%	-10.25%	-2.78%	5.62%	9.40%	-3.00%
EBIT 利息保障倍数	-47.2	35.4	30.2	11.9	9.7	12.6
资产负债率	46.77%	59.47%	62.13%	64.70%	65.28%	64.45%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	2	3	4	20
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-05-23	买入	38.88	57.60~57.60
2	2023-07-05	买入	43.43	N/A
3	2023-08-25	买入	32.57	N/A
4	2023-10-26	买入	37.40	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究