

正帆科技 (688596)

2023年报&2024一季报点评:业绩再创新高,看好电子特气和前驱体新业务突破

增持 (维持)

2024年05月05日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002  
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 李文意

执业证书: S0600122080043  
liwenyi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2,705	3,835	5,264	6,523	7,749
同比 (%)	47.26	41.78	37.27	23.93	18.79
归母净利润 (百万元)	258.77	401.34	574.13	780.44	1,024.28
同比 (%)	53.66	55.10	43.05	35.94	31.24
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.91	1.42	2.02	2.75	3.61
P/E (现价&最新摊薄)	42.74	27.56	19.27	14.17	10.80

投资要点

- **营收再创历史新高, 气体及先进材料业务增长显著:** 2023年公司实现营业收入38.35亿元, 同比+41.78%; 归母净利润4.01亿元, 同比+55.1%; 扣非归母净利润3.4亿元, 同比+58.4%。2024Q1营收5.89亿元, 同比+43.31%; 归母净利润0.25亿元, 同比+123.36%; 扣非归母净利润0.16亿元, 同比+122.29%。CAPEX方面, 2023年公司电子工艺设备营收29.00亿元, 同比增长52.76%; OPEX方面, 2023年公司气体和先进材料业务营收4.20亿元, 同比增长73%; 生物制药设备营收2.90亿元, 同比下降15.68%; 公司控股子公司鸿舸半导体的主要产品GAS BOX已经获得了国内头部工艺设备厂商的广泛认证, 2023年收入同比增长104%, 新签订单同步高速增长。
- **控费降本, 盈利能力持续提升:** 2023年公司毛利率为27.11%, 同比-0.35pct; 销售净利率为11.04%, 同比+1.38pct; 我们判断主要系产品结构优化及规模效应显现。期间费用率为16.08%, 同比-1.33pct, 其中销售费用率为1.73%, 同比-0.04pct, 管理费用率(含研发)为13.99%, 同比-1.38pct, 财务费用率为0.37%, 同比0.09pct。2024Q1公司毛利率为27.41%, 同比-3.94pct; 销售净利率为5.95%, 同比+2.31pct。
- **新签订单持续增长, 收入端增长动力不断:** 截至2024Q1末公司合同负债为25.37亿元, 同比+78.09%, 存货为38.75亿元, 同比+56.29%; 2024Q1公司经营活动净现金流为-2.11亿元, 同比-62.29%。2023年公司实现新签订单66亿元, 同比增长60%, 在手订单饱满。随着在手订单陆续交付&收入确认, 将保障公司2024年收入端延续高速增长。
- **工艺介质供应系统业务持续扩张, GasBox、OPEX业务增长潜力较强:** 1) 工艺介质供应系统: 公司在国内处于领先地位, 已经完全具备与国际供应商同台竞争的能力, 长期服务国内包括中芯国际、长江存储、长鑫、京东方、晶科、隆基、三安等在内的头部泛半导体行业客户。2) Gas Box: 23年半导体工艺设备出货量增长30-40%, 从而带动模组量的增长。客户方面, 北方华创, 中微, 拓荆, H客户都在采购公司的Gas Box, 公司在头部设备厂份额提升, Gas Box业务增速高于设备出货增速。3) OPEX: (1) 气体: 公司是国内为数不多能稳定量产电子级砷烷、磷烷的企业之一, 合肥、潍坊、丽水、铜陵等地项目逐步投产。(2) 前驱体: 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, 产品得到反复验证后将会逐步量产。(3) MRO: 公司为本土少数具备MRO一站式服务能力的企业, 随着国内泛半导体行业近几年的长足进步, MRO市场正在快速形成, 公司与国外供应商相比, 正在逐步缩小差距。且随着今年客户Capex投资建成的产线逐步投入运营, 公司MRO业务将会有更大的提升。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到订单交付节奏, 我们维持公司2024-2025年归母净利润预测分别为5.7/7.8亿元, 预计2026年归母净利润为10.2亿元, 当前市值对应动态PE分别为19/14/11倍。基于公司较高的成长性, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 下游资本开支下滑、市场竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.00
一年最低/最高价	25.52/44.18
市净率(倍)	3.61
流通A股市值(百万元)	11,060.64
总市值(百万元)	11,060.64

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.81
资产负债率(%LF)	63.70
总股本(百万股)	283.61
流通A股(百万股)	283.61

相关研究

- 《正帆科技(688596): 2023年三季报点评: 新签订单快速增长, 看好电子特气和前驱体新业务突破》  
2023-10-29
- 《正帆科技(688596): 2023年中报点评: 新签订单加速增长, 大额公允价值变动收益增厚利润端表现》  
2023-08-25

## 1. 营收再创历史新高，气体及先进材料业务增长显著

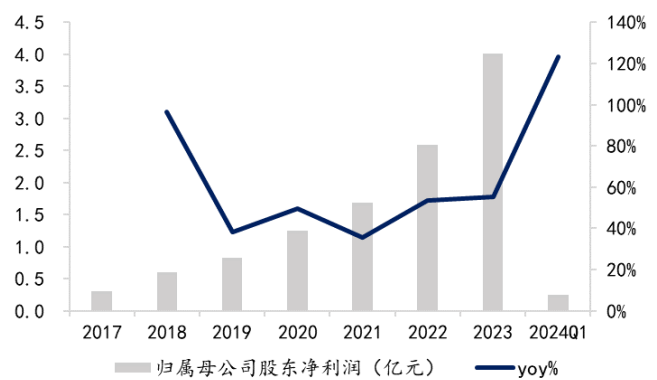
2023 年公司实现营业收入 38.35 亿元，同比+41.78%；归母净利润 4.01 亿元，同比+55.1%；扣非归母净利润 3.4 亿元，同比+58.4%。2024Q1 营收 5.89 亿元，同比+43.31%；归母净利润 0.25 亿元，同比+123.36%；扣非归母净利润 0.16 亿元，同比+122.29%。CAPEX 方面，2023 年公司电子工艺设备营收 29.00 亿元，同比增长 52.76%；OPEX 方面，2023 年公司气体和先进材料业务营收 4.20 亿元，同比增长 73%；生物制药设备营收 2.90 亿元，同比下降 15.68%；公司控股子公司鸿舸半导体的主要产品 GAS BOX 已经获得了国内头部工艺设备厂商的广泛认证，2023 年收入同比增长 104%，新签订单同步高速增长。

图1：2023 年公司实现营收 38.35 亿元，同比+41.78%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2023 年公司归母净利润 4.01 亿元，同比+55.1%

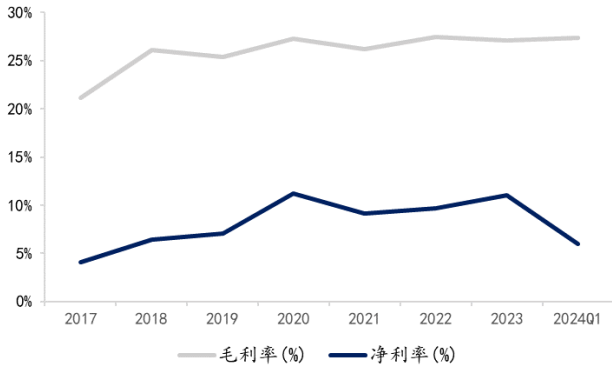


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 控费降本，盈利能力持续提升

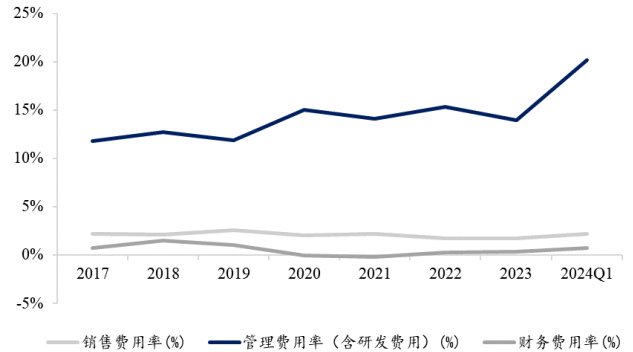
2023 年公司毛利率为 27.11%，同比-0.35pct；销售净利率为 11.04%，同比 1.38pct；我们判断主要系产品结构优化及规模效应显现。期间费用率为 16.08%，同比-1.33pct，其中销售费用率为 1.73%，同比-0.04pct，管理费用率（含研发）为 13.99%，同比-1.38pct，财务费用率为 0.37%，同比 0.09pct。2024Q1 公司毛利率为 27.41%，同比-3.94pct；销售净利率为 5.95%，同比+2.31pct。

图3: 2023 年公司毛利率为 27.11%; 销售净利率为 11.04%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023 年公司期间费用率为 16.08%, 同比-1.33pct

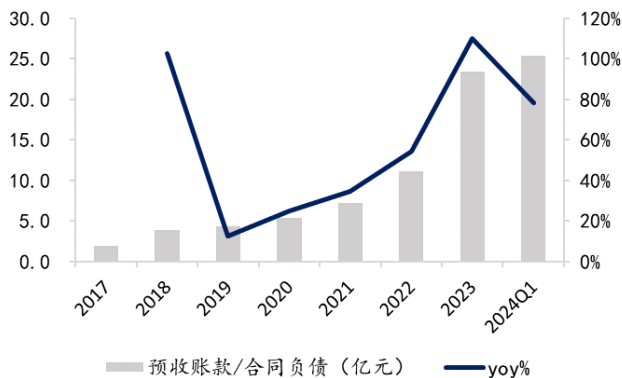


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 新签订单持续增长, 收入端增长动力不断

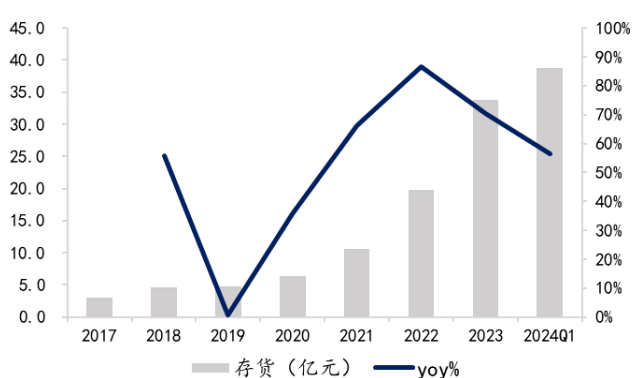
截至 2024Q1 末公司合同负债为 25.37 亿元, 同比+78.09%, 存货为 38.75 亿元, 同比+56.29%; 2024Q1 公司经营活动净现金流为-2.11 亿元, 同比-62.29%。2023 年公司实现新签订单 66 亿元, 同比增长 60%, 在手订单饱满。随着在手订单陆续交付&收入确认, 将保障公司 2024 年收入端延续高速增长。

图5: 2024Q1 末合同负债为 25.37 亿元, 同比+78.09%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2024Q1 末存货为 38.75 亿元, 同比+56.29%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 4. 工艺介质供应系统业务持续扩张，GasBox、OPEX 业务增长潜力较强。

1) 工艺介质供应系统：公司的高纯介质供应系统在国内处于领先地位，已经完全具备与国际供应商同台竞争的能力，长期服务国内包括中芯国际、长江存储、长鑫、京东方、晶科、隆基、三安等在内的头部泛半导体行业客户。

2) Gas Box：23 年半导体工艺设备出货量增长 30-40%，从而带动模组量的增长。客户方面，北方华创，中微，拓荆，H 客户都在采购公司的 Gas Box，公司在头部设备厂份额提升，Gas Box 业务增速高于设备出货增速。

3) OPEX：(1) 气体：公司是国内为数不多能稳定量产电子级砷烷、磷烷的企业之一，合肥、潍坊、丽水、铜陵等地项目逐步投产。(2) 前驱体：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，产品得到反复验证后将会逐步量产。

(3) MRO：公司为本土少数具备 MRO 一站式服务能力的企业，随着国内泛半导体行业近几年的长足进步，MRO 市场正在快速形成，公司与国外供应商相比，正在逐步缩小差距。且随着今年来客户 Capex 投资建成的产线逐步投入运营，公司 MRO 业务将会有更大的提升。

#### 5. 盈利预测与投资评级

考虑到订单交付节奏，我们维持公司 2024-2025 年归母净利润预测分别为 5.7/7.8 亿元，预计 2026 年归母净利润为 10.2 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 19/14/11 倍。基于公司较高的成长性，维持“增持”评级。

#### 6. 风险提示

下游资本开支下滑、市场竞争加剧等。

## 正帆科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>6,425</b>	<b>7,178</b>	<b>8,857</b>	<b>10,641</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,835</b>	<b>5,264</b>	<b>6,523</b>	<b>7,749</b>
货币资金及交易性金融资产	636	1,448	1,787	2,276	营业成本(含金融类)	2,795	3,822	4,708	5,556
经营性应收款项	2,091	2,270	2,819	3,351	税金及附加	13	18	22	23
存货	3,377	2,982	3,674	4,337	销售费用	66	92	104	101
合同资产	156	263	326	387	管理费用	285	421	489	542
其他流动资产	165	214	252	289	研发费用	251	316	378	426
<b>非流动资产</b>	<b>1,640</b>	<b>1,647</b>	<b>1,636</b>	<b>1,607</b>	财务费用	14	12	5	4
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	41	0	20	23
固定资产及使用权资产	709	751	741	707	投资净收益	3	0	0	0
在建工程	211	106	53	26	公允价值变动	54	60	25	0
无形资产	162	220	258	276	减值损失	(67)	(35)	(34)	(33)
商誉	19	19	19	19	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	60	63	66	69	<b>营业利润</b>	<b>440</b>	<b>608</b>	<b>827</b>	<b>1,086</b>
其他非流动资产	479	489	499	509	营业外净收支	0	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>8,065</b>	<b>8,826</b>	<b>10,493</b>	<b>12,247</b>	<b>利润总额</b>	<b>441</b>	<b>610</b>	<b>830</b>	<b>1,089</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,716</b>	<b>4,894</b>	<b>5,770</b>	<b>6,488</b>	减:所得税	17	31	41	54
短期借款及一年内到期的非流动负债	363	463	543	593	<b>净利润</b>	<b>423</b>	<b>580</b>	<b>788</b>	<b>1,035</b>
经营性应付款项	1,863	2,199	2,709	3,197	减:少数股东损益	22	6	8	10
合同负债	2,334	1,911	2,118	2,222	<b>归属母公司净利润</b>	<b>401</b>	<b>574</b>	<b>780</b>	<b>1,024</b>
其他流动负债	157	321	401	476	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.42	2.02	2.75	3.61
非流动负债	295	295	295	295	EBIT	400	594	822	1,100
长期借款	188	188	188	188	EBITDA	488	670	901	1,182
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	27.11	27.39	27.83	28.30
租赁负债	42	42	42	42	归母净利率(%)	10.47	10.91	11.96	13.22
其他非流动负债	64	64	64	64	收入增长率(%)	41.78	37.27	23.93	18.79
<b>负债合计</b>	<b>5,011</b>	<b>5,188</b>	<b>6,065</b>	<b>6,782</b>	归母净利润增长率(%)	55.10	43.05	35.94	31.24
归属母公司股东权益	3,002	3,579	4,362	5,388					
少数股东权益	53	58	66	77					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,055</b>	<b>3,637</b>	<b>4,428</b>	<b>5,465</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,065</b>	<b>8,826</b>	<b>10,493</b>	<b>12,247</b>					

现金流量表 (百万元)				重要财务与估值指标					
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	116	753	322	515	每股净资产(元)	10.70	12.75	15.54	19.20
投资活动现金流	(390)	(100)	(85)	(70)	最新发行在外股份(百万股)	284	284	284	284
筹资活动现金流	(337)	80	57	25	ROIC(%)	10.79	14.16	16.39	18.20
现金净增加额	(614)	733	293	470	ROE-摊薄(%)	13.37	16.04	17.89	19.01
折旧和摊销	88	76	79	82	资产负债率(%)	62.13	58.79	57.80	55.38
资本开支	(358)	(67)	(52)	(37)	P/E (现价&最新股本摊薄)	27.56	19.27	14.17	10.80
营运资本变动	(409)	105	(575)	(657)	P/B (现价)	3.65	3.06	2.51	2.03

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>