

正帆科技 (688596)

2024 年半年报点评: Q2 业绩高增, 看好 GasBox、MRO 业务增长潜力

增持 (维持)

2024 年 09 月 02 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 李文意

执业证书: S0600524080005
liwenyi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2705	3835	5264	6523	7749
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)	0.90	1.40	2.00	2.71	3.56
P/E (现价&最新摊薄)	29.01	18.70	13.07	9.62	7.33

投资要点

- **Q2 业绩高增:** 2024 上半年公司实现营收 18.52 亿元, 同比+37.8%; 归母净利润 1.05 亿元, 同比-30%; 扣非净利润 1.14 亿元, 同比+53.1%; Q2 营业收入 12.64 亿元, 同比+35%, 环比+114.6%; 归母净利润 0.8 亿元, 同比-42%, 环比+221.4%; 扣非归母净利润 0.98 亿元, 同比+45%, 环比+498.1%。
- **公司加大研发投入, 盈利能力略有下滑:** 2024 上半年公司毛利率 26.9%, 同比-1.47pct, 销售净利率 6.7%, 同比-5.7pct, 期间费用率为 18.21%, 同比-1.07pct, 其中销售费用率 1.7%, 同比-0.54pct, 管理费用率为 7.5%, 同比-2.37pct, 研发费用率为 8.4%, 同比+2.18pct, 财务费用率为 0.6%, 同比-0.35pct; Q2 单季毛利率为 26.7%, 同比-0.4pct, 环比-0.73pct, 销售净利率为 7.08%, 同比-9.2pct, 环比 1.13pct。
- **存货&合同负债高增, 备货款增加影响经营活动净现金流:** 截至 2024Q2 末公司合同负债为 26.1 亿元, 同比+41%, 存货为 39.1 亿元, 同比+33%; 2024 上半年公司经营活动净现金流为-1.22 亿元, 同比-174.2%, 主要系报告期内公司业务规模扩大, 在手合同快速增长, 支付的备货款增加所致。
- **工艺介质供应系统业务持续扩张, GasBox、MRO 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) GasBox: 公司产品已经向国内头部半导体设备和光伏电池片工艺设备厂商批量供货。目前 Gas Box 的国际供应商在国内的供货量依然占较大市场份额, 公司以稳定的供应、专业的设计和服务、快速的响应等优势处于国内供应商的领先地位; (3) MRO: MRO 业务的毛利率正常情况下可以保持较高水平, 公司已经具备为客户提供 MRO 一站式服务的综合能力; (4) 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, 预计 2024 年三季度投产, 2025 年逐步达产。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到设备验收进度, 我们维持公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.7/7.8/10.2 亿元, 对应 PE 为 13/10/7 倍, 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)	26.89
一年最低/最高价	24.26/42.59
市净率(倍)	2.47
流通 A 股市值(百万元)	7,730.54
总市值(百万元)	7,730.54

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.87
资产负债率(% LF)	64.50
总股本(百万股)	287.49
流通 A 股(百万股)	287.49

相关研究

- 《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》
2024-05-05
- 《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

1. Q2 业绩高增

2024 上半年公司实现营收 18.52 亿元，同比+37.8%；归母净利润 1.05 亿元，同比-30%；扣非净利润 1.14 亿元，同比+53.1%；

Q2 营业收入 12.64 亿元，同比+35%，环比+114.6%；归母净利润 0.8 亿元，同比-42%，环比+221.4%；扣非归母净利润 0.98 亿元，同比+45%，环比+498.1%。

图1：2024H1 营收 18.52 亿元，同比+37.8%

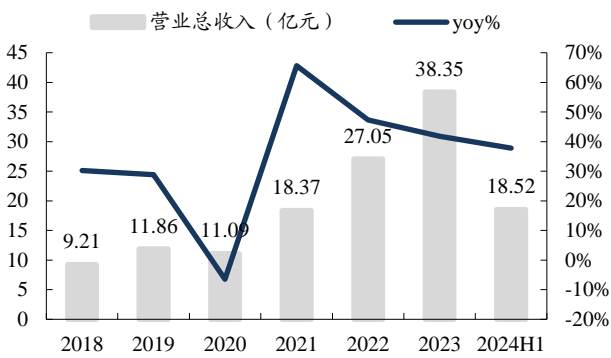
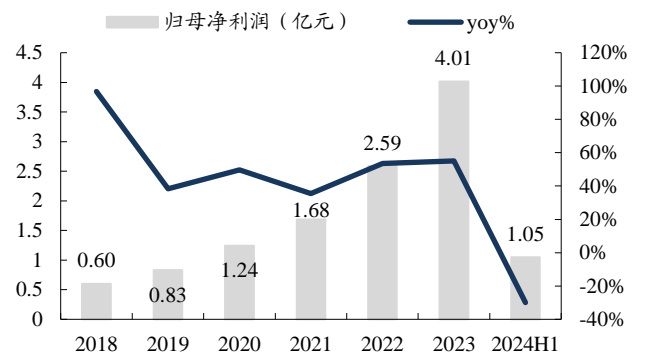


图2：2024H1 归母净利润 1.05 亿元，同比-30%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

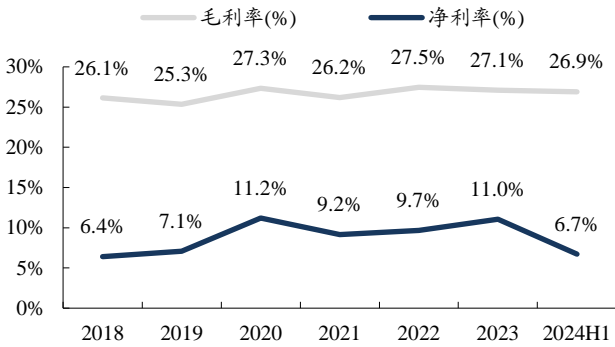
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 公司加大研发投入，盈利能力略有下滑

2024 上半年公司毛利率 26.9%，同比-1.47pct，销售净利率 6.7%，同比-5.7pct，期间费用率为 18.21%，同比-1.07pct，其中销售费用率 1.7%，同比-0.54pct，管理费用率为 7.5%，同比-2.37pct，研发费用率为 8.4%，同比+2.18pct，财务费用率为 0.6%，同比-0.35pct；

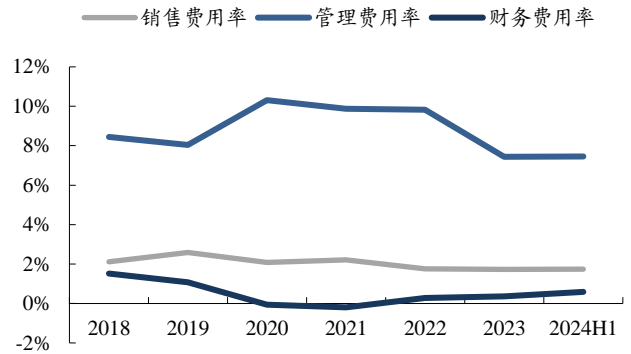
Q2 单季毛利率为 26.7%，同比-0.4pct，环比-0.73pct，销售净利率为 7.08%，同比-9.2pct，环比 1.13pct。

图3: 2024H1 毛利率为 26.9%，销售净利率为 6.7%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2024H1 期间费用率为 18.21%，同比-1.07pct

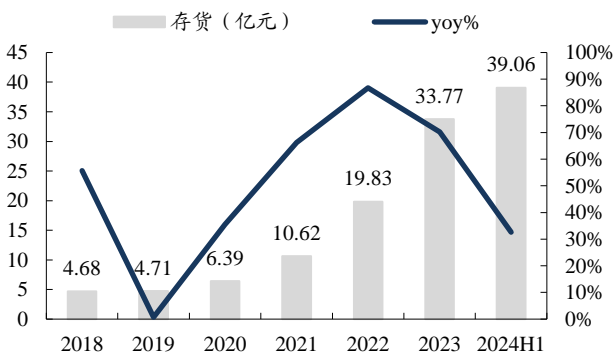


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 存货&合同负债高增，备贷款增加影响经营活动净现金流

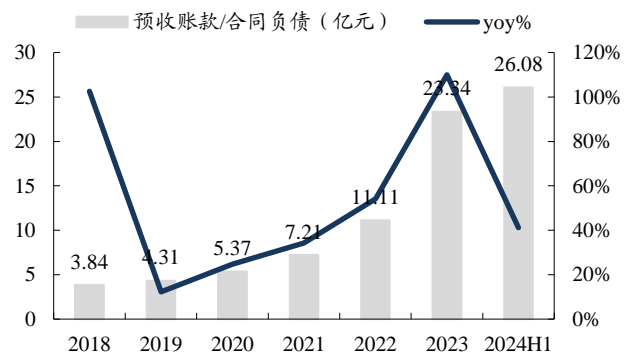
截至 2024Q2 末公司合同负债为 26.1 亿元，同比+41%，存货为 39.1 亿元，同比+33%；2024 上半年公司经营活动净现金流为-1.22 亿元，同比-174.2%，主要系报告期内公司业务规模扩大，在手合同快速增长，支付的备贷款增加所致。

图5: 2024H1 存货为 39.1 亿元，同比+33%



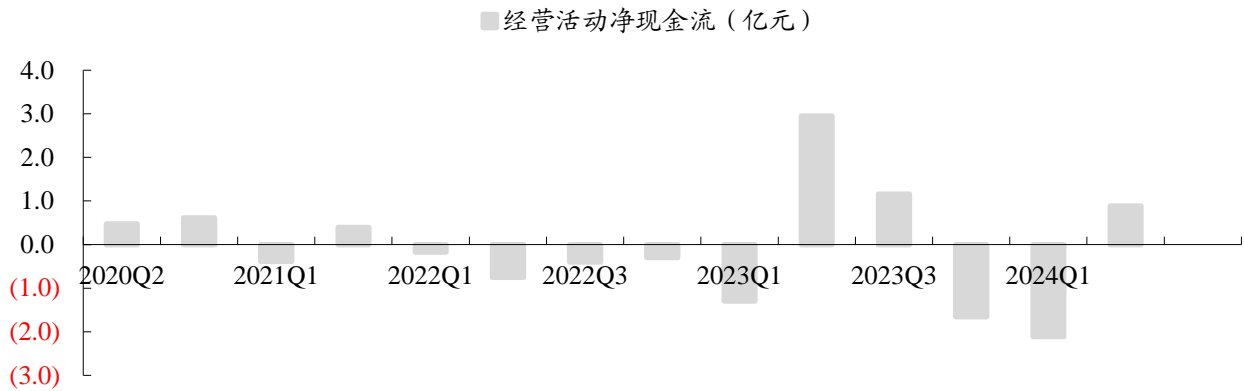
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2024H1 合同负债 26.1 亿元，同比+41%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：2024H1 经营活动净现金流为-1.22 亿元，同比-174.2%



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、MRO 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）GasBox：公司产品已经向国内头部半导体设备和光伏电池片工艺设备厂商批量供货。目前 Gas Box 的国际供应商在国内的供货量依然占较大市场份额，公司以稳定的供应、专业的设计和服务、快速的响应等优势处于国内供应商的领先地位；（3）MRO：MRO 业务的毛利率正常情况下可以保持较高水平，公司已经具备为客户提供 MRO 一站式服务的综合能力；（4）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，预计 2024 年三季度投产，2025 年逐步达产。

5. 盈利预测与投资评级

考虑到设备验收进度，我们维持公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.7/7.8/10.2 亿元，对应 PE 为 13/10/7 倍，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
流动资产	6,425	7,178	8,857	10,641	营业总收入	3,835	5,264	6,523	7,749
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
非流动资产	1,640	1,647	1,636	1,607	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	营业利润	440	608	827	1,086
其他非流动资产	479	489	499	509	营业外净收支	0	3	3	3
资产总计	8,065	8,826	10,493	12,247	利润总额	441	610	830	1,089
流动负债	4,716	4,894	5,770	6,488	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	净利润	423	580	788	1,035
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	归属母公司净利润	401	574	780	1,024
其他流动负债	157	321	401	476	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.40	2.00	2.71	3.56
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
负债合计	5,011	5,188	6,065	6,782	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					
所有者权益合计	3,055	3,637	4,428	5,465					
负债和股东权益	8,065	8,826	10,493	12,247					

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)	287	287	287	287
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)	18.70	13.07	9.62	7.33
营运资本变动	(409)	105	(575)	(657)	P/B (现价)	2.44	2.05	1.68	1.36

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>