

正帆科技 (688596)

证券研究报告
2024年12月12日

并购鸿舸展现良好发展逻辑，深入整合利好长期发展

事件：公司12月3日发布多个重要公告，包括拟收购鸿舸半导体30%股权、公布第二期员工持股计划（草案）和发行可转换公司债券等，发展逻辑清晰，利好公司业绩增长和长期发展。

点评：公司拟使用自有资金3.36亿元收购鸿舸半导体少数股东合计30.5032%股权，本次交易完成后，公司对鸿舸半导体的直接持股比例将由60%增加至90.5032%。鸿舸半导体2024年1-11月净利润9,108.59万元，同比+35.19%，本次交易定价经过资产评估，公司总体估值110,045.26万元，市盈率约12倍。鸿舸半导体主要从事泛半导体工艺设备模块与子系统业务，具有高技术门槛和行业壁垒，国产化率低，近年半导体行业高速发展和国产替代的背景下，鸿舸半导体的业务高速增长。本次交易基于对控股子公司鸿舸半导体价值的高度认可和未来发展的良好预期，以及综合考虑公司的整体发展规划。我们认为，随着公司与鸿舸半导体的深入整合，鸿舸半导体有望在半导体设备行业中取得更加显著的地位。

公司通过股权激励机制调动核心员工的积极性，增强员工责任感与归属感，推动公司长期发展。本期员工持股计划参与对象包括公司董事（不含独立董事）、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干，参与人数不超过70人。计划涉及的标的股票总数为6,104,603股，占公司总股本的2.11%。股票的购买价格为每股19.50元，不低于公告前1个交易日和60个交易日的股票均价的50%，并将在公司发生资本公积转增股本、派发红利等情况时作相应调整。员工持股计划设有三期解锁机制，分别在持股满12、24、36个月时解锁，解锁比例为40%、35%、25%。

公司拟向不特定对象发行可转换公司债券，提升竞争实力、优化资本结构。募集资金总额不超过10.4亿元（含本数），其中，3.5亿元拟用于建设铜陵正帆二期年产890吨电子先进材料及30万立方电子级混合气体项目，此项目在一期已建路网和公辅工程基础上继续加强公司产能建设，为电子、半导体、芯片等各类高端客户提供高纯和超高纯气体现场制气服务；4亿元拟用于正帆丽水特种气体生产项目，本项目主要产品包括氢气、氮气、液氮、液氧、液氩、液氦，以及多种电子混合气、实验室气体、工业气、消防气体等，将提高资源综合利用率，降低生产与环保处理成本；1.17亿元拟用于正帆百泰新建生物医药核心设备及材料研发生产基地项目；1.7亿元拟用于补充流动资金及偿还银行贷款。本次募投项目主要围绕两大电子特气项目，建成后有望进一步提升公司市场份额和盈利能力，成为公司主营业务新增长点。

投资建议：考虑到宏观经济影响及近期美国加强制裁，我们下调盈利预测，预计2024/2025/2026年公司归母净利润由5.86/7.74/9.76亿元下调至5.51/7.27/9.50亿元，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，收购进度不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,704.74	3,834.74	5,811.67	7,148.35	8,935.44
增长率(%)	47.26	41.78	51.55	23.00	25.00
EBITDA(百万元)	494.98	688.33	648.06	838.95	1,071.50
归属母公司净利润(百万元)	258.68	401.34	550.71	727.36	949.51
增长率(%)	53.61	55.15	37.22	32.08	30.54
EPS(元/股)	0.89	1.39	1.90	2.52	3.28
市盈率(P/E)	41.93	27.03	19.70	14.91	11.42
市净率(P/B)	4.50	3.61	3.04	2.55	2.10
市销率(P/S)	4.01	2.83	1.87	1.52	1.21
EV/EBITDA	17.29	15.24	15.56	11.88	8.93

资料来源：wind，天风证券研究所

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	37.51元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	289.16
流通A股股本(百万股)	289.16
A股总市值(百万元)	10,846.49
流通A股市值(百万元)	10,846.49
每股净资产(元)	11.53
资产负债率(%)	62.57
一年内最高/最低(元)	43.50/23.72

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
李泓依	分析师
SAC执业证书编号：S1110524040006	lihongyi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《正帆科技-半年报点评:24H1 营收利润双创新高，科研投入与战略并购并驱》2024-09-08
- 《正帆科技-公司点评:业绩持续高增，新签&在手合同充足有望驱动业绩长虹》2024-06-05
- 《正帆科技-公司点评:预计2023年业绩高增，新签合同》2024-01-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,223.73	605.56	917.74	1,128.82	1,519.02
应收票据及应收账款	1,046.64	1,797.75	2,024.35	2,791.82	3,383.01
预付账款	140.87	154.79	310.88	265.46	438.18
存货	1,983.41	3,376.62	3,322.58	5,404.16	5,753.19
其他	229.30	334.12	624.28	541.31	821.92
流动资产合计	4,623.96	6,268.83	7,199.84	10,131.57	11,915.32
长期股权投资	0.00	0.18	0.18	0.18	0.18
固定资产	523.88	651.90	695.36	767.94	817.36
在建工程	44.06	211.23	211.23	211.23	211.23
无形资产	148.86	161.88	153.08	144.28	135.48
其他	490.05	615.16	499.50	519.68	521.06
非流动资产合计	1,206.86	1,640.35	1,559.35	1,643.31	1,685.31
资产总计	5,954.00	8,065.23	8,759.19	11,774.88	13,600.63
短期借款	932.20	255.52	349.18	422.50	438.57
应付票据及应付账款	1,168.60	1,863.22	2,182.56	2,946.21	3,574.82
其他	211.05	263.56	2,309.07	3,761.10	4,054.45
流动负债合计	2,311.85	2,382.31	4,840.81	7,129.81	8,067.83
长期借款	40.05	188.31	200.88	213.41	147.48
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	77.59	106.27	85.52	89.79	93.86
非流动负债合计	117.65	294.58	286.40	303.21	241.34
负债合计	3,540.95	5,010.70	5,127.21	7,433.02	8,309.17
少数股东权益	5.24	52.64	63.66	83.45	114.73
股本	273.71	280.62	289.16	289.16	289.16
资本公积	1,479.33	1,652.72	1,652.72	1,652.72	1,652.72
留存收益	718.73	1,120.53	1,659.51	2,366.21	3,279.76
其他	(63.96)	(51.99)	(33.06)	(49.67)	(44.91)
股东权益合计	2,413.05	3,054.53	3,631.98	4,341.86	5,291.46
负债和股东权益总计	5,954.00	8,065.23	8,759.19	11,774.88	13,600.63

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	261.19	423.39	550.71	727.36	949.51
折旧摊销	46.32	72.62	71.53	78.65	84.93
财务费用	5.53	10.70	1.54	(0.66)	(6.58)
投资损失	(0.70)	(2.92)	(1.75)	(1.79)	(2.15)
营运资金变动	(664.34)	(607.00)	(282.78)	(532.63)	(479.09)
其它	189.67	218.76	7.96	22.61	32.12
经营活动现金流	(162.33)	115.54	347.20	293.54	578.73
资本支出	287.23	358.89	126.94	138.16	121.48
长期投资	0.00	0.18	0.00	0.00	0.00
其他	(616.78)	(748.85)	(224.79)	(283.29)	(244.08)
投资活动现金流	(329.55)	(389.78)	(97.85)	(145.13)	(122.60)
债权融资	911.21	(469.74)	47.34	100.51	(33.50)
股权融资	318.59	166.62	15.49	(37.84)	(32.43)
其他	(132.20)	(33.44)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,097.61	(336.56)	62.83	62.67	(65.93)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	605.74	(610.81)	312.18	211.08	390.20

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,704.74	3,834.74	5,811.67	7,148.35	8,935.44
营业成本	1,962.06	2,795.01	4,254.14	5,189.70	6,469.26
营业税金及附加	11.19	13.27	26.34	28.90	35.85
销售费用	47.78	66.33	110.71	128.70	161.88
管理费用	265.70	285.30	525.73	626.90	752.24
研发费用	149.91	251.02	316.68	417.88	531.39
财务费用	7.57	14.03	1.54	(0.66)	(6.58)
资产/信用减值损失	(41.07)	59.30	15.15	15.11	31.20
公允价值变动收益	25.70	(53.68)	(3.29)	2.24	(0.40)
投资净收益	0.70	2.92	1.75	1.79	2.15
其他	9.37	(39.18)	0.00	0.00	0.00
营业利润	265.83	440.40	590.14	776.07	1,024.35
营业外收入	2.42	0.80	1.24	1.49	1.18
营业外支出	0.25	0.67	0.40	0.44	0.50
利润总额	268.00	440.53	590.98	777.11	1,025.02
所得税	6.82	17.14	29.02	29.39	42.99
净利润	261.19	423.39	561.96	747.73	982.03
少数股东损益	2.51	22.05	11.25	20.37	32.52
归属于母公司净利润	258.68	401.34	550.71	727.36	949.51
每股收益(元)	0.89	1.39	1.90	2.52	3.28

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	47.26%	41.78%	51.55%	23.00%	25.00%
营业利润	45.17%	65.67%	34.00%	31.51%	31.99%
归属于母公司净利润	53.61%	55.15%	37.22%	32.08%	30.54%
获利能力					
毛利率	27.46%	27.11%	26.80%	27.40%	27.60%
净利率	9.56%	10.47%	9.48%	10.18%	10.63%
ROE	10.74%	13.37%	15.43%	17.08%	18.34%
ROIC	27.42%	26.06%	23.70%	26.58%	28.82%
偿债能力					
资产负债率	59.47%	62.13%	58.54%	63.13%	61.09%
净负债率	-9.00%	-1.79%	-8.76%	-9.89%	-16.24%
流动比率	1.39	1.36	1.49	1.42	1.48
速动比率	0.81	0.65	0.80	0.66	0.76
营运能力					
应收账款周转率	3.22	2.70	3.04	2.97	2.89
存货周转率	1.78	1.43	1.74	1.64	1.60
总资产周转率	0.57	0.55	0.69	0.70	0.70
每股指标(元)					
每股收益	0.89	1.39	1.90	2.52	3.28
每股经营现金流	-0.56	0.40	1.20	1.02	2.00
每股净资产	8.33	10.38	12.34	14.73	17.90
估值比率					
市盈率	41.93	27.03	19.70	14.91	11.42
市净率	4.50	3.61	3.04	2.55	2.10
EV/EBITDA	17.29	15.24	15.56	11.88	8.93
EV/EBIT	18.93	16.70	17.49	13.11	9.70

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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