2025 年 04 月 29 日

2024 年报&2025 年一季报点评：业绩实现快速增长，OPEX 业务成长逻辑持续兑现

正帆科技(688596)

评级：	增持	股票代码：	688596
上次评级：	增持	52 周最高价/最低价：	43.5/23.72
目标价格：		总市值(亿)	113.27
最新收盘价：	38.78	自由流通市值(亿)	113.27
		自由流通股数(百万)	292.09

事件概述

公司发布 2024 年报、2025 年一季报。

▶ 营收端实现高速增长，非设备类业务（OPEX）持续放量

2024 年公司实现营收 54.69 亿元，同比+42.63%，主要系现有产品和服务所在市场占有率不断提升，OPEX 类业务收入保持高速增长，兑现了成长逻辑。1）分行业看：2024 年集成电路、泛半导体、生物医药、其他行业分别实现收入 27.34、17.44、3.71、6.19 亿元，分别同比+85%、+2%、+23%、+75%，集成电路占比达到 50.8%，是收入的主要构成；2）分产品看，2024 年电子工艺设备、生物制药设备、气体和先进材料、核心零组件、MRO 分别实现收入 34.49、3.23、5.43、7.01、4.50 亿元，分别同比+39%、+11%、+29%、+58%、+118%，OPEX 业务收入占比达 31.0%（新签合同占比 44.8%），业务战略成效显著。2025Q1 公司实现营收 6.77 亿元，同比+14.94%，增速放缓主要系季节性波动，OPEX 业务收入占比提升至 43%， IC 行业收入占比 51.2%，基于充足的在手订单，我们认为 2025 年公司收入端有望延续快速增长势头。

▶ 规模效应持续显现，扣非盈利能力不断提升

2024 年公司实现归母净利润 5.28 亿元，同比+31.50%，扣非后归母净利润 4.88 亿元，同比+43.80%，2024 年公司销售净利率为 10.40%，同比-0.64pct；扣非后归母净利率为 8.93%，同比+0.08pct，盈利水平整体表现平稳：1）2024 年整体毛利率 26.02%，同比-1.09pct，其中电子工艺设备、生物制药设备、气体和先进材料、核心零组件、MRO 毛利率分别同比+0.02pct、-6.32pct、-0.23pct、-3.86pct、-7.35pct，毛利率较高的核心零组件和 MRO 占比提升驱动公司整体毛利率改善。2）2024 年期间费用率 14.22%，同比-1.86pct，主要系规模效应，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-0.23pct、-1.55pct、-0.16pct、+0.07pct。

2025Q1 公司实现归母净利润/扣非归母净利润 0.34/0.25 亿元，同比+38.23%/+50.77%，扣非盈利水平有所提升，2025Q1 公司毛利率 26.40%，同比-1.00pct，2025Q1 公司期间费用率 25.58%，同比+2.43pct，我们推测坏账计提转回和政府补贴一定程度上增厚了利润端表现。

▶ 围绕零部件、气体材料等布局，OPEX 业务成长逻辑清晰

公司在巩固 CAPEX（提供制程关键系统与装备）业务竞争优势同时，由核心零组件、气体及先进材料和专业运维管理服务组成的 OPEX 业务已成为公司业绩持续成长的重要动力：

1）核心零组件：主要产品为 Gas Box、Chemical Box、Bubbler 等，已经向国内头部半导体设备公司（新凯来、北方华创、拓荆科技、中微公司等）批量供货，持续受益零部件国产替代。、

2）气体及先进材料：可转债募投项目重点布局电子气体，并重点加码电子大宗气，实现产品和区域覆盖度的拓展；前驱体为半导体薄膜沉积核心原材料，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；

3）MRO：主要针对客户已建成介质输配送系统提供后续配套服务，同时公司已经完成具备为客户提供专业的半导体工艺设备维保服务的能力，将满足客户对设备长期稳定运行的需求。

投资建议

我们调整 2025-2026 年公司营收预测为 73.17、96.71 亿元（原值为 71.46 和 90.43 亿元），分别同比+34、+32%；归母净利润预测为 7.49、10.75 亿元（原值为 7.96 和 10.93 亿元），分别同比+42、+44%；对应 EPS 为 2.56、3.68 元（原值为 2.74 和 3.76 元）。新增 2027 年公司营收预测 123.13 亿元，同比+27%；归母净利润预测为 14.44 亿元，同比+34%；EPS 为 4.94 元。2025/4/28 日收盘价 38.78 元对应 PE 分别为 15、11 和 8 倍，维持“增持”评级。

风险提示

募投项目进度不及预期，行业扩产不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,835	5,469	7,317	9,671	12,313
YoY（%）	41.8%	42.6%	33.8%	32.2%	27.3%
归母净利润(百万元)	401	528	749	1,075	1,444
YoY（%）	55.1%	31.5%	41.9%	43.6%	34.3%
毛利率（%）	26.9%	26.0%	26.7%	26.7%	26.6%
每股收益（元）	1.47	1.88	2.56	3.68	4.94
ROE	13.4%	15.3%	16.8%	19.4%	20.7%
市盈率	26.38	20.63	15.13	10.54	7.85

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：黄瑞连
邮箱：huangrl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120524030001
联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,469	7,317	9,671	12,313
YoY(%)	42.6%	33.8%	32.2%	27.3%
营业成本	4,046	5,360	7,088	9,035
营业税金及附加	23	34	46	55
销售费用	82	117	155	197
管理费用	322	439	580	739
财务费用	24	50	35	6
研发费用	349	476	580	739
资产减值损失	-20	-20	-20	-20
投资收益	-5	2	3	4
营业利润	595	847	1,216	1,600
营业外收支	-6	1	1	0
利润总额	590	847	1,217	1,600
所得税	21	42	61	80
净利润	569	805	1,156	1,520
归属于母公司净利润	528	749	1,075	1,444
YoY(%)	31.5%	41.9%	43.6%	34.3%
每股收益	1.88	2.56	3.68	4.94

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,179	2,279	3,837	5,221
预付款项	90	375	496	632
存货	2,972	3,702	3,898	4,959
其他流动资产	2,440	3,451	4,496	5,641
流动资产合计	6,681	9,808	12,726	16,453
长期股权投资	30	30	30	30
固定资产	1,426	1,440	1,398	1,350
无形资产	259	314	359	359
非流动资产合计	2,677	2,927	2,998	2,950
资产合计	9,357	12,735	15,725	19,403
短期借款	530	730	830	830
应付账款及票据	2,098	2,717	3,347	4,266
其他流动负债	2,188	3,674	4,777	6,016
流动负债合计	4,816	7,121	8,954	11,112
长期借款	450	450	450	450
其他长期负债	557	566	566	566
非流动负债合计	1,008	1,017	1,017	1,017
负债合计	5,823	8,138	9,971	12,129
股本	290	292	292	292
少数股东权益	83	139	220	296
股东权益合计	3,534	4,598	5,754	7,274
负债和股东权益合计	9,357	12,735	15,725	19,403

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	569	805	1,156	1,520
折旧和摊销	122	151	157	149
营运资金变动	-432	-10	302	-254
经营活动现金流	399	1,077	1,762	1,563
资本开支	-423	-255	-195	-100
投资	-9	-3	-3	0
投资活动现金流	-410	-397	-225	-96
股权募资	262	111	0	0
债务募资	613	234	100	0
筹资活动现金流	572	420	20	-82
现金净流量	560	1,100	1,557	1,384

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	42.6%	33.8%	32.2%	27.3%
净利润增长率	31.5%	41.9%	43.6%	34.3%
盈利能力				
毛利率	26.0%	26.7%	26.7%	26.6%
净利润率	9.6%	10.2%	11.1%	11.7%
总资产收益率 ROA	5.6%	5.9%	6.8%	7.4%
净资产收益率 ROE	15.3%	16.8%	19.4%	20.7%
偿债能力				
流动比率	1.39	1.38	1.42	1.48
速动比率	**0.66**	**0.73**	**0.85**	**0.90**
现金比率	0.24	0.32	0.43	0.47
资产负债率	62.2%	63.9%	63.4%	62.5%
经营效率				
总资产周转率	0.63	0.66	0.68	0.70
每股指标（元）				
每股收益	1.88	2.56	3.68	4.94
每股净资产	11.89	15.26	18.95	23.89
每股经营现金流	1.37	3.69	6.03	5.35
每股股利	0.28	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	20.63	15.13	10.54	7.85
PB	2.99	2.54	2.05	1.62

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。