

收购汉京半导体拓展零部件布局，OPEX 业务 迎来加速发展

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)	104.03
最新收盘价:	35.56	自由流通市值(亿)	104.03
		自由流通股数(百万)	292.54

事件概述

7月8日，公司公告拟以现金方式收购辽宁汉京半导体5名股东持有的62.23%股权，以标的公司100%股权价值为18亿元作为对价。

► 标的公司供货全球设备龙头，交易价格低于可比公司估值

1) 汉京半导体为国内头部的碳化硅、石英制品供应商，主要产品包括高精密石英件、碳化硅陶瓷耗材等非金属零部件，适用先进制程，东京电子、KE、华创、拓荆等核心供应商，同时已导入台积电等一线 Fab。标的公司引领国产替代，目前部分产品市占率超越国际厂商。

2) 从交易对价看，标的公司2024年实现净利润8402万元，25Q1为2320万元，线性外推全年为9280万元，对应25年PE为19.4倍；若以业绩承诺平均值计算(2025-2027年累计净利润不低于3.93亿元)，对应PE仅13.7倍。对比亦盛精密(同为石英、碳化硅等)，富创精密计划以不超过8亿元价格收购，净利润5000万元以后启动收购，则对应PE为16倍；从整个板块看，珂玛科技(先进陶瓷材料)、先锋精科等当前PE均超50倍，同为核心环节零部件公司，本次收购价格具备很高性价比。

► 半导体零部件布局拓展完善，优质FAB资源导入助力快速成长

1) 业务协同上，正帆科技为国内工艺介质龙头，OPEX板块围绕半导体零组件、气体及先进材料等布局、主要产品为Gas Box、前驱体等，汉京半导体拥有高纯度非金属制造技术，产品包括高精密石英、碳化硅陶瓷产品等，收购完成将拓展公司高耗零部件产品线，完善OPEX业务布局。2) 石英件和碳化硅陶瓷同样是工艺制程中不可或缺的高消耗零部件，是fab核心采购的耗材品类，而汉京目前仍以设备端客户(CAPEX)为主，正帆积累了大量优质fab客户，包括中芯、长存、长鑫、粤芯等，极大助力汉京产品导入，打开成长空间。

► 零部件收购整合动作不断，龙头强者逐步构建深厚护城河

1) 2024年以来，板块内龙头公司收并购动作不断：富创精密陆续进行亦盛精密、Compart收购事宜，进一步补齐非金属件、气体传输系统产品；正帆科技陆续完成并购鸿舸、发行可转债、收购汉京，不断完善gasbox、前驱体及零部件布局；江丰电子成立韩国子公司，联合研发静电卡盘等核心卡脖子零部件，目前零部件已拓展4万余种。不难看出，板块龙头开始加速平台化布局，低国产化率环节为重点发力方向。

2) 参考海外龙头超科林等，发展路径也是通过不断收并购完成整合，在各个细分环节实现主导。中长期来看，国内平台化龙头优势愈发明显，通过规模+技术+客户积累构建强大护城河，新进入者难度越来越大。

投资建议

我们维持2025-2027年公司营收预测为73.17、96.71和123.13亿元，分别同比+34%、+32%和+27%；归母净利润预测为7.49、10.75和14.44亿元，分别同比+42%、+44%和+34%；对应EPS为2.56、3.68和4.94元。2025/7/8日收盘价35.56元对应PE分别为14、10和7倍，维持“增持”评级。

风险提示

本次收购尚未完成存在不确定性、可转债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	24.19	18.91	13.89	9.68	7.20

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 黄瑞连

邮箱: huangr1@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)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,469	7,317	9,671	12,313	净利润	569	805	1,156	1,520
YoY (%)	42.6%	33.8%	32.2%	27.3%	折旧和摊销	122	151	157	149
营业成本	4,046	5,360	7,088	9,035	营运资金变动	-432	-10	302	-254
营业税金及附加	23	34	46	55	经营活动现金流	399	1,077	1,762	1,563
销售费用	82	117	155	197	资本开支	-423	-255	-195	-100
管理费用	322	439	580	739	投资	-9	-3	-3	0
财务费用	24	50	35	6	投资活动现金流	-410	-397	-225	-96
研发费用	349	476	580	739	股权募资	262	111	0	0
资产减值损失	-20	-20	-20	-20	债务募资	613	234	100	0
投资收益	-5	2	3	4	筹资活动现金流	572	420	20	-82
营业利润	595	847	1,216	1,600	现金净流量	560	1,100	1,557	1,384
营业外收支	-6	1	1	0					
利润总额	590	847	1,217	1,600	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	21	42	61	80	成长能力				
净利润	569	805	1,156	1,520	营业收入增长率	42.6%	33.8%	32.2%	27.3%
归属于母公司净利润	528	749	1,075	1,444	净利润增长率	31.5%	41.9%	43.6%	34.3%
YoY (%)	31.5%	41.9%	43.6%	34.3%	盈利能力				
每股收益	1.88	2.56	3.68	4.94	毛利率	26.0%	26.7%	26.7%	26.6%
					净利率	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%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
货币资金	1,179	2,279	3,837	5,221	流动比率	1.39	1.38	1.42	1.48
预付款项	90	375	496	632	速动比率	0.66	0.73	0.85	0.90
存货	2,972	3,702	3,898	4,959	现金比率	0.24	0.32	0.43	0.47
其他流动资产	2,440	3,451	4,496	5,641	资产负债率	62.2%	63.9%	63.4%	62.5%
流动资产合计	6,681	9,808	12,726	16,453	经营效率				
长期股权投资	30	30	30	30	总资产周转率	0.63	0.66	0.68	0.70
固定资产	1,426	1,440	1,398	1,350	每股指标 (元)				
无形资产	259	314	359	359	每股收益	1.88	2.56	3.68	4.94
非流动资产合计	2,677	2,927	2,998	2,950	每股净资产	11.89	15.24	18.92	23.85
资产合计	9,357	12,735	15,725	19,403	每股经营现金流	1.37	3.68	6.02	5.34
短期借款	530	730	830	830	每股股利	0.28	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	2,098	2,717	3,347	4,266	估值分析				
其他流动负债	2,188	3,674	4,777	6,016	PE	18.91	13.89	9.68	7.20
流动负债合计	4,816	7,121	8,954	11,112	PB	2.99	2.33	1.88	1.49
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					

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。