

## 上半年多项不利因素叠加导致业绩承压，看好 2026 年回升机会 —— 半导体设备系列报告

### 核心观点

2025H1 公司实现营收同比增长 8.88%，各下游整体承压背景下仍实现收入正增长，“依托 CAPEX 业务拓展 OPEX 业务”战略持续推进，半导体及先进制造下游占比提升。尽管各下游压力集中在 2025 年内释放，同时叠加新建厂房投产后的折旧摊销费用增加、股权激励计划下的股份支付费用增加，公司业绩短期承压，我们判断 2025 年为公司承压的一年，同时坚定看好公司长期发展价值，与 2026 年的回升机会。

### 事件

2025H1 公司实现营收 20.17 亿元，同比增长 8.88%；归母净利润 0.94 亿元，同比下降 10.20%；扣非后归母净利润 0.59 亿元，同比下降 48.45%。

单 Q2 来看，2025Q2 公司实现营收 13.40 亿元，同比增长 6.06%；归母净利润 0.60 亿元，同比下降 25.27%；扣非后归母净利润 0.34 亿元，同比下降 65.04%。

### 简评

#### 行业端压力叠加折旧、股权激励费用等导致半年度业绩承压

公司核心发展战略持续稳步推进，OPEX 业务占比提升、半导体下游占比提升。2025H1 公司实现营收 20.17 亿元，同比增长 8.88%，各下游整体承压背景下仍实现收入正增长。分业务类别来看，2025H1 公司 OPEX 业务占比 37.3%，较 2024 年末提升约 6.3pct，“依托 CAPEX 业务拓展 OPEX 业务”战略持续推进；分下游来看，2025H1 公司半导体业务收入占比达 57%，较 2024 年末提升约 6.9pct；同时以新能源、新材料为代表的先进制造业，作为公司开拓的新兴市场已进一步增长至 18.5%，较 2024 年末提升约 7.2pct。半导体及先进制造下游占比显著提升，侧面验证公司光伏下游占比收窄，有望改善公司整体盈利能力及回款确定性。

盈利能力方面，2025H1 公司毛利率为 23.71%，同比-3.20pct。受固定资产折旧摊销增加影响，同时受下游供需格局变化，公司各产品线均面临不同程度的价格压力，公司采取相对积极的价格策略，因此毛利率水平整体呈现下降趋势。费用端来看，2025H1 公司期间费用率 20.40%，同比+2.19pct，其中销售、管理、研发、

## 正帆科技 (688596.SH)

维持

买入

许光坦

xuguangtan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523060002

陈宣霖

chenxuanlin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070007

吴雨瑄

wuyuxuan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070008

发布日期：2025 年 09 月 11 日

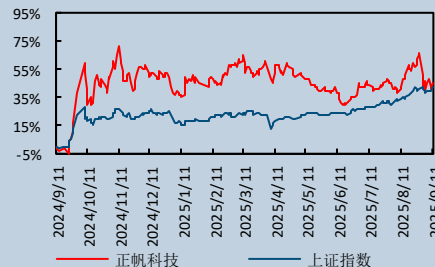
当前股价：35.87 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
4.91/-1.69	3.73/-10.76	43.94/2.72
12 月最高/最低价 (元)		42.70/23.85
总股本 (万股)		29,253.91
流通 A 股 (万股)		29,253.91
总市值 (亿元)		104.93
流通市值 (亿元)		104.93
近 3 月日均成交量 (万)		847.56
主要股东		
风帆控股有限公司		17.36%

#### 股价表现



财务费用率分别为 2.37%、8.45%、7.95%、1.63%，同比分别+0.64pct、+0.99pct、-0.48pct、+1.04pct。管理费用同比增加 23.36%，主要系股份支付费用增加、新办公大楼投入使用致折旧与摊销增加所致；财务费用同比增加 200.78%，主要系可转换债券利息、长期应付款利息增加所致。

**归结到利润端**，2025H1 公司实现归母净利润 0.94 亿元，同比下降 10.20%，对应归母净利率 4.67%，同比-0.99pct；扣非后归母净利润 0.59 亿元，同比下降 48.45%，对应扣非净利率 2.93%，同比-3.20pct。在激烈的市场竞争态势下，公司为强化对高质量客户群体的市场地位，采取了相对积极的价格策略；同时由于新建产能落地转固带来的折旧压力、股权激励计划和季节性因素的综合影响，净利润同比下降。

**合同负债端来看**，2025H1 末公司合同负债达 14.58 亿元，较 2024 年末增长约 13.61%，订单端持续增长。

### 正帆科技投资逻辑梳理：当下时间点我们判断 2025 年为承压之年，看好 2026 年的回升机会与长期逻辑

尽管各下游压力集中在 2025 年内释放，同时叠加新建厂房投产后的折旧摊销费用增加、股权激励计划下的股份支付费用增加，公司业绩短期承压，我们判断 2025 年为公司承压的一年，同时坚定看好公司长期发展价值，与 2026 年的回升机会。分业务线讨论：

**工艺介质供应系统：下游 CAPEX 增速下行，公司客户基础稳固，期待以 IC 为主后续的扩产需求。**公司是泛半导体行业工艺介质供应系统提供商，长期服务国内包括中芯国际、长江存储、长鑫、京东方、华灿、晶科、隆基等在内的头部泛半导体行业客户，看好以 IC 为主的下游扩产需求。

**零部件：GAS BOX 放量的同时，期待收购汉京半导体带来的增量。**2025H1 公司 GAS BOX 子公司鸿舸半导体营收 3.04 亿元，我们判断 2025 年公司 GAS BOX 依然维持增长态势，同时期待后续行业压力释放后带来的盈利能力提升及需求增长；此外，公司筹划并完成了收购辽宁汉京半导体材料有限公司 62.2318% 股权，汉京半导体是 TEL、KE 等国际设备大厂供应商，同时产品已经导入台积电（TSMC）等众多国内外一线晶圆厂，以及北方华创、拓荆、中微等国内著名半导体工艺设备厂商，拓展公司的高耗零部件产品线。

**气体及先进材料：产能落地、气体放量逻辑持续推进，等待气体价格压力释放。**产能方面，2024-2025 年为公司固定资产投资转固的大年，因此带来较大的折旧摊销费用。2022 年以简易程序向特定对象发行股票投资建设的“合肥高纯氢气项目”、“潍坊高纯大宗项目”已于 2024 年建成投产，产能正在快速释放，本次可转债募投项目也均在按计划推进建设，随着可转债募投项目产能逐步投产，公司的气体和先进材料业务以及生物制药设备业务将大幅提升。此外，公司前驱体制造基地已进入试生产阶段。**价格方面**，2025 年以来电子大宗气价格表现较弱，当下仍处于磨底阶段，我们认为气体行业的出清是相对确定的趋势，走出强竞争环境后气体价格压力有望释放，叠加公司的产能放量，看好公司气体业务的快速增长，以及长期来看的前驱体放量。

**MRO：基本盘受益前期 CAPEX 高增对应的 OPEX 需求，期待新设子公司半导体工艺设备维保服务业务放量。**一方面，前期泛半导体领域的高 CAPEX 投入将转化为后续的 MRO 需求，我们认为公司 MRO 的基本盘将受益该逻辑；另一方面，公司已通过设立子公司芯特思完成为客户提供专业的半导体工艺设备维保服务的能力储备，芯特思总部及研发制造基地项目于 2025 年 7 月初成功落户江苏无锡，未来将满足半导体制造客户对工艺设备长期稳定运行的需求，期待新设子公司的业务放量。

### 投资建议

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 62.57、83.72、102.51 亿元，同比分别增长 14.40%、33.80%、22.45%，2025-2027 年归母净利润分别为 5.35、7.60、10.36 亿元，同比分别增长 1.38%、42.13%、36.28%，对应 2025-2027

年 PE 估值分别为 19.61x、13.80x、10.13x，维持“买入”评级。

### 重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,834.74	5,469.34	6,257.01	8,371.80	10,251.37
YOY(%)	41.78	42.63	14.40	33.80	22.45
净利润(百万元)	401.34	527.75	535.01	760.41	1,036.25
YOY(%)	55.15	31.50	1.38	42.13	36.28
毛利率(%)	27.11	26.02	24.52	25.98	27.67
净利率(%)	10.47	9.65	8.55	9.08	10.11
ROE(%)	13.37	15.29	13.64	16.56	18.82
EPS(摊薄/元)	1.37	1.80	1.83	2.60	3.54
P/E(倍)	26.15	19.88	19.61	13.80	10.13
P/B(倍)	3.50	3.04	2.67	2.28	1.91

资料来源: iFinD, 中信建投

## 风险分析

- 1) 下游扩产不及预期:** 若行业周期下行、海外设备进口受限等因素导致下游投资、扩产意愿降低,将对公司的业务发展和经营业绩造成不利影响。
- 2) 新产品开拓、产能扩张不及预期:** 若新产品开拓与气体产能扩张不及预期,则会对其未来经营业绩的持续提升产生不利影响。
- 3) 技术创新风险:** 若公司新产品研发无法保持或后续研发投入不足,公司将面临市场竞争力下降的风险。
- 4) 供应链持续紧张风险:** 若公司持续受到供应链紧张影响,则会对公司产能以及收入产生不利影响。
- 5) 被并购企业业绩不及预期风险:** 若被并购企业由于市场竞争格局恶化或海外制裁等因素影响导致业绩对赌无法完成,会对公司业绩造成不利影响。

## 分析师介绍

### 许光坦

中信建投机械首席分析师，上海交通大学硕士，2021.4-2023.5 曾就职于东北证券研究所，2023 年 5 月加入中信建投证券，覆盖工控、传感器、注塑机、机床刀具、锂电设备方向。

### 陈宜霖

机械行业分析师，上海财经大学金融硕士，东南大学机械工程学士，2022 年加入中信建投证券研究发展部机械团队，重点覆盖：工程机械、半导体设备、智慧物流等板块。

### 吴雨璿

机械行业分析师。上海财经大学会计学硕士、财务管理学士。2023 年加入中信建投证券，当前研究方向为工具五金、半导体设备零部件、激光、3D 打印等。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk