

正帆科技 (688596)

证券研究报告
2023年01月13日

2022年度净利润同比大幅预增，在手订单充沛指引23年持续高增长动能

事件：公司发布2022年度业绩预增公告。公司预计2022年度实现归属于母公司所有者的净利润为2.53-2.7亿元，同比增长50%-60%，实现归属于母公司所有者扣除非经常性损益的净利润为2.07-2.2亿元，同比增长50%-60%。预计22年第四季度实现归母净利润1.16-1.33亿元，同比增长90.02%-117.91%，实现扣非归母净利润0.79-0.93亿元，同比增长75.48%-105.35%。
点评：2022年净利润预增亮眼，22Q4业绩利润同比大幅增长，看好公司紧抓材料+零部件国产替代双机遇扬帆起航，业绩持续高速增长。公司主营业务业绩变化主因公司2022年度下游行业市场扩大、公司市场竞争力不断提升等因素造成销售收入和利润均有较大幅度增长。非经营性损益变化主因2022年度金融资产公允价值变动收益和政府补助收益较上期均有所增长。看好公司Gas Box新厂投产及募投项目落地后，订单揽获能力不断加强，业绩持续高增。

1. 深耕工艺介质供应系统的研发设计，以综合立体业务模式确立市场地位

正帆科技是国内工艺介质供应系统先行者，装备+材料+服务三位一体打造核心竞争力。公司于工艺介质供应系统中深耕十数载，与国内工艺介质供应系统行业共同发展，参与制定了一系列国家工艺标准和行业工艺标准。多年深耕自主研发，形成六大核心技术。公司经过长期的研发与投入形成了六大核心技术，分别为介质供应系统微污染控制、流体系统设计与模拟仿真、生命安全保障与工艺监控、高纯材料合成与分离提纯、材料成分分析与痕量检测、关键工艺材料再生与循环。

2. 全链条产品服务+技术水平=高客户粘性；工艺标准水平高可以满足如集成电路等高价值市场的纯度、控制、安全要求，高技术能力牢牢绑定市场头部客户。

以高客户粘性占领高壁垒市场板块，做高价值市场的“守门员”。公司工艺标准水平高，可以满足如集成电路等高价值市场的纯度、控制、安全要求。例如在纯度控制方面，公司设备可以较好地满足集成电路客户的工艺标准，远超过国家标准。客户方面，公司在泛半导体、光纤通信、医药制造等领域积累了强大的客户资源，包括中芯国际、长江存储、京东方、三安光电、亨通光电、恒瑞医药、SK海力士、德州仪器等国内外优质客户。公司定增项目涉及的高纯氢气是泛半导体工艺中关键原材料，可配套京东方、惠科集团、三安光电等长期合作客户对电子气体需求，进一步深度绑定市场头部客户提高客户粘性。

3. 下游应用市场多点开花，在手订单充沛指引23年持续高增长动能。

订单方面，截至22年第三季度末，公司在手订单为31.09亿元，同比+63.7%。其中IC行业的在手订单为14.81亿元，同比+97.8%；光伏行业在手订单为7.21亿元，同比+80.4%；其他行业在手订单为9.07亿元。公司在手订单和新签订单充沛，公司预计2023年起气体业务稳步上升。光伏领域，硅料价格已于2022年11月达到约历史顶部并开始回落，或伴随硅料产能释放进一步下降，制约光伏装机量的瓶颈因素得到缓解，产业链成本有望进一步下降，推动公司光伏板块业务快速发展。生物医药领域公司主要涉及制药用水系统、配液系统和生物工艺设备业务，后续或加码主工艺设备，22年前三季度生物医药业务增速超过公司整体收入增速，有助开启稳定的第二增长曲线。

4. 高壁垒 Gas Box 赛道业务增速亮眼，子公司鸿舸上海临港新工厂已于2022年11月正式投产，国产替代催化推动第二增长曲线快速上扬。

当前国内泛半导体 Gas Box 市场空间较大预估达50亿，据不完全统计中国企业仅公司和富创精密具备模组供应能力，产业基本被国外供应商（如超科林、富士金等）垄断。产能方面，子公司鸿舸在上海临港的工厂已于2022年11月正式投产，产能大幅提升，预计2023年初达到稳产状态。库存方面，公司将适度扩大库存以应对供应链紧张问题。认证方面，目前公司几乎国内所有一线设备厂商都处认证期，预计公司 Gas Box 领域2023年及往后订单将继续保持良好增速。

5. 合肥、潍坊定增项目预期2023年完工，加码 CAPEX 向 OPEX 快速拓展，大宗及特种气体全面布局下，装备+材料+服务综合实力有望再添引擎。

公司1.8亿元定增项目已于22年10月募集完毕，用于①年产1260万立方氢气及30万瓶罐装特种气体的合肥高纯氢气项目，建设周期初步规划为12个月；②年产2.13亿立方米（氧、氮、氩）产品的潍坊高纯大宗项目，项目建设周期初步规划为18个月。本次募投项目所拓展的高纯氢伴燃料电池产业的发展，将拥有广阔的市场空间，大宗品类也有望深度受益半导体高速增长带来的工艺设备需要。此次定增将夯实公司电子气体板块的业务布局，满足客户同时对多品类气体品种及服务的需求，有利于增强公司产品的辐射范围及影响力。其后伴随产能释放品类扩充应用领域扩展，公司业务发展前景持续向好。目前潍坊项目已在土建过程中并已完成了核心设备采购，预计2023年中完工；合肥项目已经开始土建并完成核心设备的采购，预计2023年第三到第四季度完工。

6. 员工持股计划适时推出，彰显发展信心。

1月公司发布第一期员工持股计划，拟使用不超过80万股对不超过450人实施股权激励，约占公司2022年12月总股本的0.29%。本次员工持股的参加对象包括公司董事（不含独立董事）、高级管理人员、公司中层管理人员及核心业务骨干，其中董事（不含独立董事）、高级管理人员为4人，计划将2023年作为业绩考核年度，公司层面考核指标为2023年营业收入同比增速不低于20%，净利润同比增速不低于20%。有利于提高职工的凝聚力和竞争力，调动员工的积极性和创造性。

投资建议：公司客户订单需求强劲，成本管控有效，预计公司2022/2023/2024年归母净利润2.67/3.98/5.47亿元。维持公司“买入”评级，对应目标价格为57元/股。

风险提示：销售区域集中、劳动力成本上升、疫情加重、研发技术人员流失、业绩预告仅为初步核算，具体信息请以公司正式披露的年报为准

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,108.99	1,836.76	2,791.88	3,702.04	4,813.76
增长率(%)	(6.47)	65.63	52.00	32.60	30.03
EBITDA(百万元)	216.39	309.02	361.23	496.79	667.50
归属母公司净利润(百万元)	124.26	168.40	267.25	397.86	547.05
增长率(%)	49.67	35.53	58.70	48.87	37.50
EPS(元/股)	0.45	0.62	0.98	1.45	2.00
市盈率(P/E)	84.43	62.30	39.26	26.37	19.18
市净率(P/B)	6.15	5.63	4.97	4.31	3.63
市销率(P/S)	9.46	5.71	3.76	2.83	2.18
EV/EBITDA	19.26	18.57	25.84	17.82	14.08

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	38.33元
目标价格	57元

基本数据

A股总股本(百万股)	273.71
流通A股股本(百万股)	210.98
A股总市值(百万元)	10,491.33
流通A股市值(百万元)	8,087.02
每股净资产(元)	7.58
资产负债率(%)	60.65
一年内最高/最低(元)	48.80/12.98

作者

潘暕 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

李鲁婧 分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

股价走势



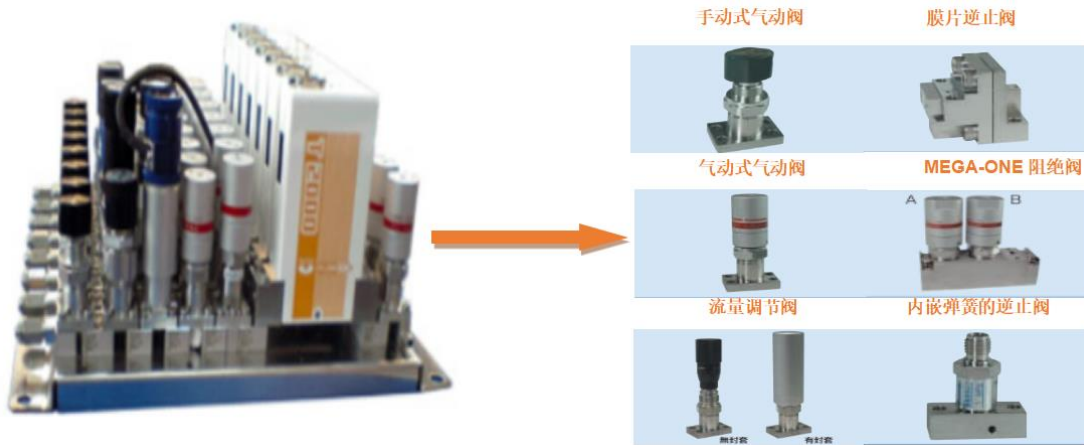
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《正帆科技-季报点评:Q3营收及扣非归母净利润同比增速超90%，紧抓材料+零部件国产替代双机遇扬帆起航》 2022-11-01
- 《正帆科技-半年报点评:22H1业绩增长稳健，在手订单指引H2+2023高增长动能》 2022-08-21
- 《正帆科技-公司点评:发布快速定增预案加码成长，装备+材料+服务综合实力有望再添引擎》 2022-08-10

Gas Box，作为半导体设备内的核心组成部分之一，其功能是将各路工艺气体集成在一个空间环境中，并按工艺需求对不同气体进行传输、分配和混合。对个别关键工艺气体进行精确的流量控制，根据工艺不同步骤的设定实现对工艺气体进行开关控制等功能。在 Gas box 中，工艺气体的响应时间、流量控制对 Wafer 制造工艺起到至关重要的作用。因此，Gas Box 内部需要稳定可靠的流体系统元件。成熟、灵活的 Gas Box 气体传输系统设计能够有效保证 Wafer 在反应过程中平稳进行，且不会因为阀门没有及时打开而使反应失效，或因为存在死区导致工艺反应后产生 particle（颗粒）污染。故具有较高技术门槛+行业壁垒。

图 1：IGS 模组及其核心组成(Gas Box 普遍采用 IGS 设计方案，即以 IGS（Integrated Gas System）模组形式集成含气动阀、阻绝阀、逆止阀、流量调节阀、垫片、镀银螺帽/螺丝等组件，对气体进行分配、混合、调压、流量控制等)



资料来源：富士金官网，天风证券研究所

IGS 作为工艺气路系统的核心模组，具有高技术壁垒：

- ① 需要极高的安全和清洁技术。
- ② 需要极小的体积，一般为传统气体面板的三分之一尺寸，可大幅减小设备整体尺寸。
- ③ 需要卓越的可靠性及密封完整性来抗振动或冲击，需要独立于组件接收外力的密封面、及独特的安装技术隔离密封。
- ④ 需要易于安装和维护，IGS 符合人体工程学，安装可靠+速度快的同时需要保持一致性和准确性。
- ⑤ 需要通用的标准化+少数产品种类，可实现高度灵活的设计。
- ⑥ 需要通过小型化、标准化、提升施工效率等达以降低整体成本。

表 1：IGS 六大技术壁垒

概念	具体描述
高性能	需要极高的安全和清洁技术
小型化	<ul style="list-style-type: none"> ● IGS 面板体积约仅为传统面板的 1/3 ● 采用 SEMI 界面
可靠性	<ul style="list-style-type: none"> ● 气密部位采用 W-seal，使得气密部位与承受外力部分分离 ● 各组件以气密部位为中心，采用水平系统的紧密施工结构 ● 镀银螺帽及螺丝采用可装 100 次以上的绝佳耐用性能的 SUSXM7，耐蚀性极强
易于安装和维修	<ul style="list-style-type: none"> ● 所有零部件皆可从上方拆装 ● 利用特殊工具，可极大缩短施工时间 ● 每个气密部位上方都有测漏孔，可透过 PINPOINT 准确地检查泄漏情况 ● 通过简单的带状加热工具，即可稳定操控流体温度

	<ul style="list-style-type: none"> ● 扣钉捕捉系统，可预防施工、维修时螺丝松脱 ● 采用付导环的垫片，便于安装，并可防止伤及垫片气密面
标准化	利用标准化零组件阵容及少数产品种类，即可达到高度自由设计目标
降低成本	通过小型化、标准化、提升施工效率等达到降低整体成本目标

资料来源：富士金官网，天风证券研究所

零部件模组化供应成大势所趋，预计国内泛半导体 Gas Box 市场达 50 亿，国产替代空间广阔。伴随国产设备厂商在国产替代趋势下扩产增能，营收规模不断攀升，其对零部件的采购金额高速增长且采购对象渐趋集中，以北方华创为例，其 2020/2021 年前五大供应商采购规模分别达 176/360 亿元，同比+105%。前五大供应商采购金额占比由 2016 年的 7.2% 上升至 20.48%，可见头部供应商供应占比显著提升，模组化采购或将逐渐取代单一零部件采购，成为设备厂商采购的主要形式。中国的通用模块仍主要依赖国外供应商，而 Gas Box 业务在大陆基本上只有鸿舸和富创两家公司涉及，国外企业有超科林、富士金等，产业基本被国外供应商垄断。这一领域市场较大，国内相关模组业务近年来迅猛崛起，国产替代需求强烈，Gas Box 市场规模大概在 50 亿人民币左右，且还在继续增长。正帆科技子公司鸿舸自去年成立以来，截至到 22 年 8 月已经拿到 3 亿订单，未来具备较大成长空间。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	812.13	620.85	1,381.80	1,505.65	841.52
应收票据及应收账款	484.07	635.26	1,424.43	1,274.41	2,056.97
预付账款	51.47	90.49	114.66	162.11	186.76
存货	638.85	1,062.06	1,398.57	1,978.56	2,228.87
其他	277.46	184.42	285.78	473.05	390.45
流动资产合计	2,263.98	2,593.08	4,605.24	5,393.77	5,704.57
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	333.32	330.80	298.72	266.65	234.57
在建工程	18.46	65.49	65.49	65.49	65.49
无形资产	34.32	71.07	67.75	64.43	61.10
其他	103.06	342.26	155.55	199.12	229.01
非流动资产合计	489.16	809.61	587.50	595.67	590.17
资产总计	2,826.01	3,507.66	5,192.74	5,989.44	6,294.73
短期借款	0.00	80.08	400.00	100.00	0.00
应付票据及应付账款	483.91	654.20	1,162.62	1,283.28	1,706.20
其他	81.64	112.30	1,481.37	2,123.66	1,645.03
流动负债合计	565.55	846.59	3,043.99	3,506.94	3,351.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.68	72.70	34.73	42.04	49.82
非流动负债合计	18.68	72.70	34.73	42.04	49.82
负债合计	1,121.22	1,640.53	3,078.72	3,548.98	3,401.06
少数股东权益	0.00	2.73	3.43	3.58	3.87
股本	256.50	256.50	273.71	273.71	273.71
资本公积	1,082.85	1,097.24	1,097.24	1,097.24	1,097.24
留存收益	351.16	493.91	724.86	1,050.66	1,503.26
其他	14.29	16.75	14.79	15.28	15.61
股东权益合计	1,704.79	1,867.13	2,114.03	2,440.47	2,893.68
负债和股东权益总计	2,826.01	3,507.66	5,192.74	5,989.44	6,294.73

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	124.26	168.13	267.25	397.86	547.05
折旧摊销	33.64	35.64	35.40	35.40	35.40
财务费用	(1.01)	(4.62)	10.13	5.77	(9.39)
投资损失	(0.33)	(1.65)	(0.66)	(0.88)	(1.06)
营运资金变动	(382.75)	(352.93)	170.87	73.23	(1,064.27)
其它	170.22	135.78	10.88	10.22	(9.70)
经营活动现金流	(55.96)	(19.64)	493.87	521.60	(501.97)
资本支出	25.73	61.89	37.98	(7.31)	(7.78)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(175.82)	(278.20)	(57.45)	(11.88)	28.94
投资活动现金流	(150.09)	(216.30)	(19.48)	(19.19)	21.15
债权融资	(153.14)	91.36	307.72	(306.96)	(89.13)
股权融资	886.03	(17.00)	(21.16)	(71.60)	(94.18)
其他	26.44	(16.22)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	759.33	58.15	286.56	(378.56)	(183.32)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	553.27	(177.80)	760.94	123.85	(664.13)

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,108.99	1,836.76	2,791.88	3,702.04	4,813.76
营业成本	805.97	1,356.01	1,998.99	2,622.89	3,345.56
营业税金及附加	13.50	11.02	27.21	37.02	41.31
销售费用	23.03	40.75	75.38	86.31	112.24
管理费用	114.36	181.37	244.29	340.59	442.87
研发费用	52.49	78.22	139.59	172.89	239.24
财务费用	(0.63)	(3.59)	10.13	5.77	(9.39)
资产/信用减值损失	(5.32)	(24.06)	(14.90)	(14.76)	(17.91)
公允价值变动收益	23.73	16.29	10.07	10.04	(10.05)
投资净收益	0.33	1.65	0.66	0.88	1.06
其他	(61.62)	(4.01)	0.00	0.00	0.00
营业利润	143.15	183.11	292.12	432.72	615.03
营业外收入	0.11	0.51	0.24	0.29	0.35
营业外支出	0.40	0.29	0.35	0.35	0.33
利润总额	142.86	183.34	292.00	432.66	615.05
所得税	18.61	15.21	23.94	34.61	67.66
净利润	124.26	168.13	268.06	398.04	547.40
少数股东损益	0.00	(0.27)	0.81	0.19	0.34
归属于母公司净利润	124.26	168.40	267.25	397.86	547.05
每股收益(元)	0.45	0.62	0.98	1.45	2.00

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-6.47%	65.63%	52.00%	32.60%	30.03%
营业利润	51.28%	27.91%	59.53%	48.13%	42.13%
归属于母公司净利润	49.67%	35.53%	58.70%	48.87%	37.50%
获利能力					
毛利率	27.32%	26.17%	28.40%	29.15%	30.50%
净利率	11.20%	9.17%	9.57%	10.75%	11.36%
ROE	7.29%	9.03%	12.66%	16.33%	18.93%
ROIC	22.67%	22.89%	28.55%	42.37%	67.38%
偿债能力					
资产负债率	39.68%	46.77%	59.29%	59.25%	54.03%
净负债率	-47.64%	-28.55%	-46.18%	-57.42%	-28.88%
流动比率	2.12	1.72	1.51	1.54	1.70
速动比率	1.54	1.04	1.05	0.97	1.04
营运能力					
应收账款周转率	2.38	3.28	2.71	2.74	2.89
存货周转率	2.00	2.16	2.27	2.19	2.29
总资产周转率	0.49	0.58	0.64	0.66	0.78
每股指标(元)					
每股收益	0.45	0.62	0.98	1.45	2.00
每股经营现金流	-0.20	-0.07	1.80	1.91	-1.83
每股净资产	6.23	6.81	7.71	8.90	10.56
估值比率					
市盈率	84.43	62.30	39.26	26.37	19.18
市净率	6.15	5.63	4.97	4.31	3.63
EV/EBITDA	19.26	18.57	25.84	17.82	14.08
EV/EBIT	22.76	20.91	28.64	19.19	14.87

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com