

金宏气体(688106)

报告日期: 2023年05月30日

民营工业气体龙头，纵横发展加速成长

——金宏气体深度报告

投资要点

□ 公司概况：工业气体专精特新“小巨人”，公司业绩持续稳步增长

金宏气体股份有限公司成立于1999年，是专业从事气体的研发、生产、销售和服务一体化解决方案的环保集约型气体综合供应商。目前，公司拥有特种气体、大宗气体、燃气三大核心业务，能够为电子半导体、医疗健康、节能环保等行业客户提供百余种气体产品，销售网点以华东地区为中心遍布全国各地。公司近年来业绩呈现良好增长态势，公司营业收入从2017年的8.93亿元增长至2022年的19.67亿元，CAGR为17.10%；归母净利润从2017年的0.79亿元增长至2022年的2.29亿元，CAGR为37.14%。

□ 工业气体：赛道长坡厚雪，国内企业有望快速成长

介绍：工业气体被誉为“工业的血液”，按照制备方式可分为大宗气体和特种气体，按照供应模式可以分为零售供气和大宗供气，在传统制造业和新兴产业中发挥重要作用。**需求：**1) 我国工业气体外包占比从2017年的53%提高到2020年的57%，相比发达国家80%的外包率仍有较大差距和提升的空间；2) 受益于半导体等新型产业发展，中国特种气体的市场规模保持高速增长，2017-2021年CAGR达到18%。**供给：**目前海外厂商占据我国工业气体市场较大份额，2021年林德集团、液化空气、空气化工在我国工业气体市场占有率分别达到22%、21%、10%，随着国内厂商技术不断提升国产替代过程稳步推进，此外，政府审批趋紧有望助力国内工业气体龙头企业市场份额提升。

□ 未来展望：聚焦零售打造差异化竞争，纵横发展战略夯实成长根基

战略：公司深耕零售气市场建立先发优势，与外资企业形成错位竞争。坚持技术为先和做大市场的纵横发展战略，致力打造行业第一民族品牌。**横向：**公司借鉴巨头发展路径，区域布局为公司成长之道，在深耕华东市场的基础上持续拓展全国市场。**纵向：**公司自主研发贯穿气体生产、提纯、检测、配送、使用全过程的核心技术体系，主要产品技术参数比肩世界巨头，持续发力半导体等新兴产业，奠定公司特气产品国产替代基础。

□ 盈利预测与估值

公司是国内工业气体民营企业先行者，通过纵横发展战略加速成长，具备良好的发展前景。预计2023-2025年公司营业收入分别为23.26、27.91、33.84亿元，同比增速18%、20%、21%，归母净利润分别为3.10、4.06、5.27亿元，同比增速分别为35%、31%、30%，对应当前股价PE分别为41、31、24倍。参照可比公司估值以及公司历史估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

原材料波动超预期、规模扩张带来的管理和内控风险、安全生产的风险、大额限售股解禁风险

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,967	2,326	2,791	3,384
(+/-) (%)	12.97%	18.24%	20.01%	21.23%
归母净利润	229	310	406	527
(+/-) (%)	37.14%	35.17%	31.18%	29.65%
每股收益(元)	0.47	0.64	0.83	1.08
P/E	54.99	40.68	31.01	23.92

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(首次)

分析师：李辉

执业证书号：S1230521120003

lihui01@stocke.com.cn

研究助理：陈海波

chenhaibo@stocke.com.cn

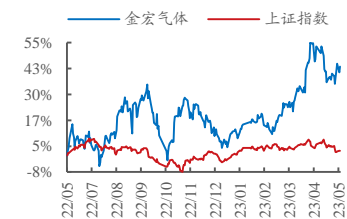
基本数据

收盘价 ¥25.88

总市值(百万元) 12,600.52

总股本(百万股) 486.88

股票走势图



相关报告

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) **盈利预测:** 预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 23.26、27.91、33.84 亿元，同比增速 18%、20%、21%，归母净利润分别为 3.10、4.06、5.27 亿元，同比增速分别为 35%、31%、30%。

2) **估值指标:** 我们选取从事工业气体业务的中船特气、华特气体、侨源股份、凯美特气作为可比公司，2023-2025 年同行业平均 PE 分别为 40、29、23 倍。此外，公司是国内工业气体民营企业先行者，公司通过收购横向布局持续拓展全国，具备良好的发展前景。因此，综合行业平均情况和公司的历史估值水平，给予公司 2023 年 50 倍 PE。

3) **目标价格:** 目标价 31.92 元，对应当前股价有 23.34% 的空间。

4) **投资评级:** 首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

1) **原材料价格假设:** 未来外购的原材料价格相对稳定

2) **产品售价假设:** 公司主要气体产品价格相对稳定

3) **规模扩张假设:** 公司项目产品有序投产及并购整合顺利进行

● 我们与市场的观点的差异

市场担心工业气体市场终局为寡头垄断，而公司主要深耕零售市场缺乏足够竞争力，存在发展天花板。我们认为：1) 目前国内工业气体市场仍处发展前期，外包率、集中度和国产化率存在较大提升空间，寡头垄断格局绝非一蹴而就，行业内企业预计较长时间内共享发展红利；2) 零售市场由于大宗气体运输半径的限制而具有较强的地域性特点，因此对于当地的销售服务网络和供应保障能力要求较高，公司已在华东等区域建立先发优势，借鉴巨头发展路径，区域布局为公司成长之道，也是公司核心壁垒所在；3) 未来随着半导体等新型产业发展，特气等零售市场空间占比预计逐步提升，公司自主研发工业气体核心技术体系，主要产品技术参数比肩世界巨头，具备特气产品国产替代基础；4) 目前公司的战略选择是基于行业产业阶段判断和公司自身优势考量的最优解，未来随着公司规模扩张、资金实力的提升，以及市场环境的变化，公司有望从零售供气为主到零售供气和现场制气并进的转变。

● 股价上涨的催化因素

1) 主要产品景气度超预期；2) 项目投产超预期；3) 收购项目盈利超预期

● 风险提示

1) 公司经营业绩受到气体产品价格和对应原材料价格波动的影响，如果原材料市场价格大幅上涨的情况下，但公司产品售价的滞后调整，将会对公司盈利水平构成影响；2) 伴随公司业务规模的扩张，收购及新设公司数量逐渐增多，对公司的管理和内控提出了更高的要求；3) 工业气体产品大多为危险化学品，公司有发生安全生产事故的风险，进而影响公司的稳定生产；4) 公司将于 6 月 16 日解禁大额限售股，如果首发股东解禁后出售股票可能对公司股价造成影响。

正文目录

1 公司概况：工业气体专精特新“小巨人”，公司业绩持续稳步增长	5
1.1 发展历程：国内民营工业气体龙头，股权激励保障长期发展信心	5
1.2 业务产品：公司聚焦工业气体行业，特气和大宗营收占比近九成	6
1.3 财务分析：公司收入稳步增长，盈利能力触底回升	7
2 工业气体：气体赛道长坡厚雪，国内企业有望快速成长	8
2.1 介绍：工业气体下游应用广泛，供气模式多样决定商业模式差别	8
2.2 需求：工业气体市场空间巨大，国内市场增速显著快于全球	9
2.3 供给：全球工业气体行业寡头垄断，国内国产化率持续提升	11
3 未来展望：聚焦零售打造差异化竞争，纵横发展战略夯实成长根基	13
3.1 战略：深耕零售气市场建立先发优势，坚持纵横发展打造核心竞争力	13
3.2 横向：区域布局为公司成长之道，横向布局持续拓展全国	14
3.3 纵向：持续发力半导体等新兴产业，加速推进特气产品国产替代	16
4 盈利预测和投资建议	19
4.1 业务拆分与盈利预测	19
4.2 估值分析及投资建议	20
5 风险提示	21

图表目录

图 1: 金宏气体业务范围持续扩张.....	5
图 2: 公司股权结构稳定, 分支逐步拓展全国.....	5
图 3: 大宗气体和特种气体贡献主要营收.....	7
图 4: 大宗气体和特种气体贡献主要毛利.....	7
图 5: 2017-2022 年公司营业收入波动增长.....	7
图 6: 2017-2022 年公司归母净利润波动上行.....	7
图 7: 2017-2022 年 ROE、净利率、期间费用率.....	8
图 8: 2017-2022 年公司各产品毛利率情况.....	8
图 9: 工业气体在传统制造业和新兴产业中发挥重要作用.....	8
图 10: 工业气体供应模式分为大宗供气和零售供气.....	9
图 11: 全球工业气体市场规模波动增长.....	10
图 12: 中国工业气体市场规模保持高增速, 现场制气为主.....	10
图 13: 气体生产模式逐步向外包供气发展.....	10
图 14: 国内外包气体产值占比逐年提升.....	10
图 15: 中国特种气体市场规模发展迅速.....	11
图 16: 2021 年中国特种气体主要下游应用为电子半导体及化工.....	11
图 17: 2021 年全球工业气体市场被主要龙头企业垄断.....	11
图 18: 2021 年中国工业气体市场被林德集团和液化空气垄断.....	11
图 19: 国内主要工业气体上市公司营收占比逐年提升.....	12
图 20: 国内特种气体国产化率低.....	12
图 21: 林德公司现场制气占比为 27%.....	14
图 22: 法国液空公司大型企业现场制气占比为 35%.....	14
图 23: 公司坚持纵横发展战略.....	14
图 24: 林德和普莱克斯合并可产生三年约 12 亿美元的年度协同效应.....	15
图 25: 并购重组成就四大全球工业气体龙头.....	15
图 26: 公司持续拓展全国业务布局.....	16
图 27: 公司业务集中于华东地区, 近年营收占比逐渐下降.....	16
图 28: 公司自主研发贯穿气体生产、提纯、检测、配送、使用全过程的核心技术体系.....	17
图 29: 新兴产业贡献大部分营收.....	18
图 30: 新兴产业贡献大部分净利润.....	18
图 31: 2022 年公司营收、归母净利润、毛利率及近三年营收复合增速保持行业较好水平.....	21
图 32: 金宏气体近三年 PE Band.....	21
表 1: 公司产品品类丰富下游应用广泛.....	6
表 2: 国内大宗气体市场产品重合度较高, 特种气体市场呈现错位竞争特征.....	13
表 3: 金宏气体近两年收购的企业名单.....	16
表 4: 公司主要产品技术比肩国外巨头.....	17
表 5: 公司销售合同金额显著提升.....	18
表 6: 公司业务拆分(单位: 百万元, %).....	20
表 7: 可比公司估值表.....	21
表附录: 三大报表预测值.....	23

1 公司概况：工业气体专精特新“小巨人”，公司业绩持续稳步增长

1.1 发展历程：国内民营工业气体龙头，股权激励保障长期发展信心

深耕气体行业的龙头企业，业务范围持续升级扩张。金宏气体是专业从事气体的研发、生产、销售和服务一体化解决方案的环保集约型气体综合供应商。1999年，公司在原苏州液氧制造厂的基础上成立，收购法国液化空气苏州分公司，初步建立气体销售网络。2005年公司建设了第一条干冰生产线，2009年公司投资兴建年产10万吨二氧化碳回收项目，开启了发展循环经济、尾气回收利用的业务模式。随着电子半导体行业的快速发展，公司选择了电子特气作为研发突破方向，2010年7N电子级超纯氨正式生产运营，2017年在平顶山建设高纯氧化亚氮项目。目前，公司能够为电子半导体、医疗健康等行业客户提供特种气体、大宗气体和燃气三大类百余种气体产品，销售网点以华东为中心遍布全国。

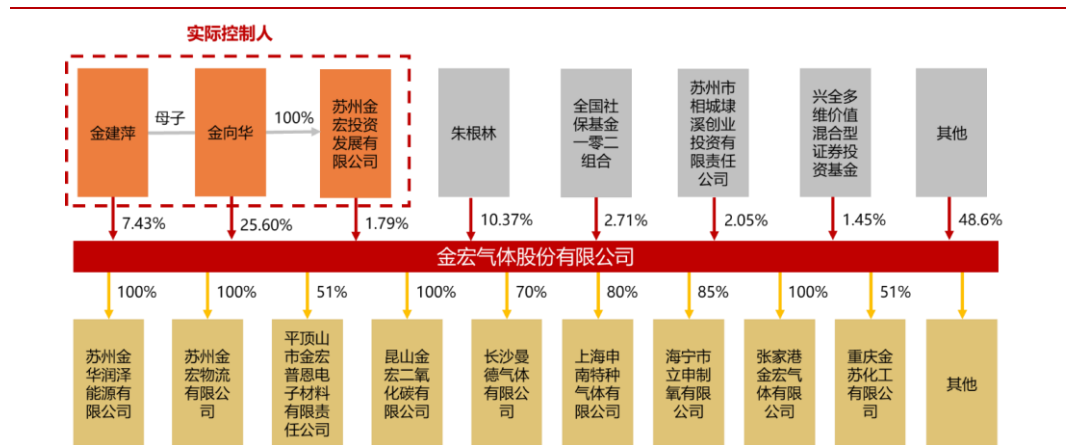
图1：金宏气体业务范围持续扩张



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

公司股权结构集中稳定，分、子公司布局全国。截至2023年一季报，公司控股股东为董事长金向华，直接持股25.60%，通过其控制的金宏投资持股1.79%，以及和母亲金建萍持股7.43%，合计控制公司34.82%，股权结构集中稳定。金向华自公司创始即在公司工作，拥有丰富的气体行业经验及积累。公司第二大股东朱根林持股10.37%，与金向华为叔侄关系。2022年公司分、子公司达到61家，子公司主要布局华东地区，近年公司在横向发展战略规划下积极拓展全国市场，在华东、华中、西南等地投建、并购多家子公司。

图2：公司股权结构稳定，分支逐步拓展全国



资料来源：iFinD、浙商证券研究所

1.2 业务产品：公司聚焦工业气体行业，特气和大宗营收占比近九成

公司拥有特种气体、大宗气体、燃气三大核心业务，产品品类丰富且下游应用广泛。公司通过空气分离、化学合成、物理提纯、充装等工艺为客户提供特种气体、大宗气体和燃气三大类 100 多个气体品种，气体品类较为齐全。公司主要产品包括：1) 超纯氮、高纯氧化亚氮、正硅酸乙酯、高纯二氧化碳、高纯氢等特种气体；2) 氧气、氮气、氩气、二氧化碳、乙炔等大宗气体；3) 天然气和液化石油气等燃气。公司产品下游应用于半导体、光纤通信、光伏、新能源、冶金、化工、机械制造等众多领域，其中超纯氮、高纯氧化亚氮、正硅酸乙酯、八氟环丁烷、高纯二氧化碳、高纯氢、硅烷混合气等特种气体以及电子级氧、氮是电子半导体行业不可或缺的关键原材料。

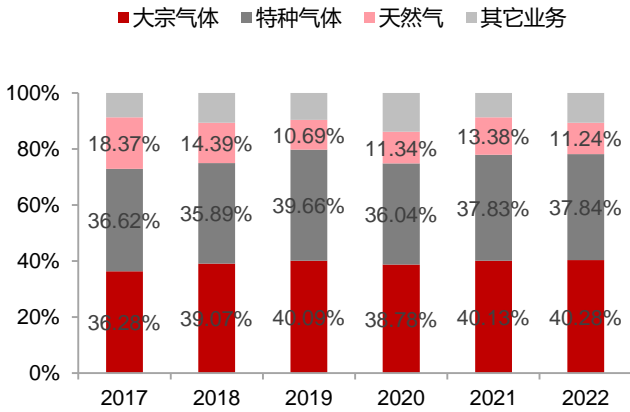
表1：公司产品品类丰富下游应用广泛

品类	2022年 营收(亿元)	2022业务 毛利率 (%)	主要 产品	产能	产能利 用率 (%)	供应 模式	应用领域
特种气体	7.43	41.23	超纯氮	12000 吨	92	储槽、钢瓶	超纯氮主要应用于新型光电子材料领域，液氮广泛应用于半导体工业、冶金工业以及需要保护气氛的其他工业和科学研究。
			氩气	61800 千立方	62	钢瓶、鱼雷车	氩是最重要的工业气体和还原剂，在石油化工、电子工业、冶金工业、食品加工、精细有机合成、航空航天等方面有着广泛的应用。
			高纯氧化亚氮	-	-	钢瓶、鱼雷车	高纯氧化亚氮主要用于半导体光电器件研制生产的介质膜工艺。高纯氧化亚氮在化学气相沉积(CVD)工艺中，可用于制备掺杂 SiO ₂ 膜。
大宗气体	7.92	35.06	氧气	14811 吨	86	钢瓶、液态贮槽、现场制气	在冶炼工业中，通常用高纯度氧替代空气以加速氧化反应，在焊接工业中，常用作助燃剂。
			氮气	37260 吨	96	钢瓶、液态贮槽、现场制气	低温下的液氮可用作深度冷冻剂；常温下的氮气可用作保护气体，也可用作食品的保鲜保质；在高温下，氮气可用于合成氨原料。
			氩气	-	-	钢瓶、液态贮槽	氩气可当做保护气，应用在活泼金属的焊接，半导体晶体管的制造，灯泡中的填充气等；而稀有气体通电时会发光的性质，使其在光学领域也被广泛应用。
			二氧化碳	充装 120000 吨 高纯 11000 吨	99.26 12.52	钢瓶、液态贮槽、干冰	二氧化碳在半导体制造中氧化、扩散、化学气相沉积。可用于某些反应的惰性质，石墨反应器的热载体，输送易燃液体的压入气体，标准气，特种混合气等。
燃气	2.21	16.14	乙炔	-	-	钢瓶	是有机合成的重要原料。在金属的焊接和切割、原子吸收光谱、标准气、校正气、合成橡胶、照明等领域也有应用。
			天然气	10000 吨	33	钢瓶、液态贮槽	天然气燃烧后无废渣、废水产生，被广泛使用于生活、生产燃料以及工业发电等领域。天然气也是制造氮肥的最佳原料。

资料来源：公司官网、招股说明书、公司公告、浙商证券研究所

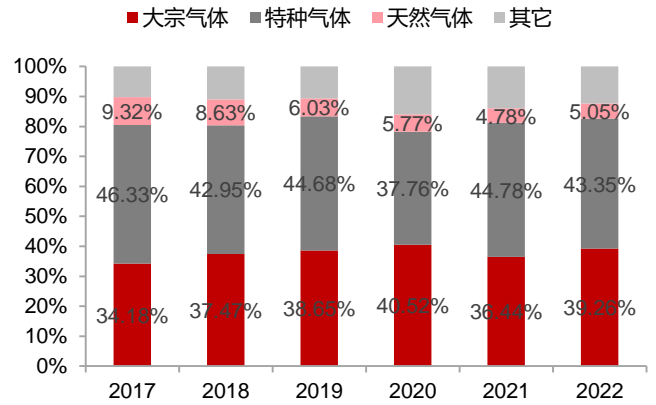
公司特种气体和大宗气体历年营收及毛利占比近九成。大宗气体和特种气体为公司主要营收利润来源，2020-2022年，大宗气体营收占比分别为 38.78%、40.13%、40.28%，毛利占比 40.52%、36.44%、39.26%，特种气体营收占比 36.04%、37.83%、37.84%，毛利占比 37.76%、44.78%、43.35%。

图3: 大宗气体和特种气体贡献主要营收



资料来源: iFinD、浙商证券研究所

图4: 大宗气体和特种气体贡献主要毛利

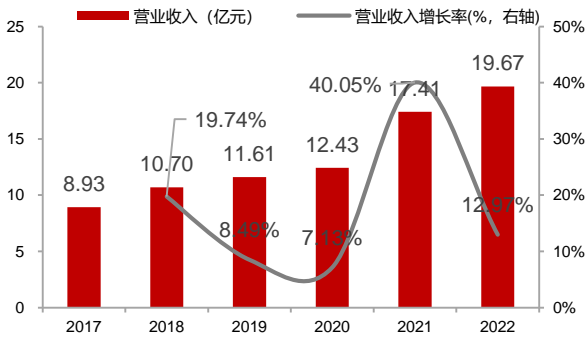


资料来源: iFinD、浙商证券研究所

1.3 财务分析: 公司收入稳步增长, 盈利能力触底回升

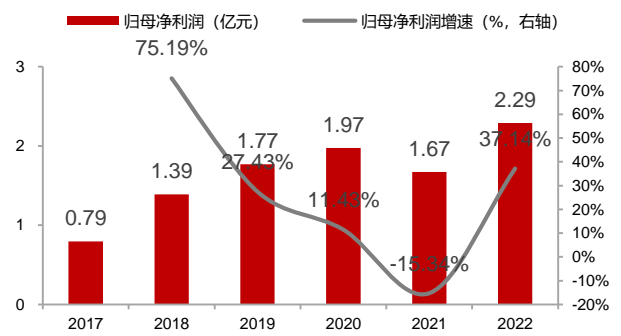
公司近年来业绩呈现良好增长态势, 2023 年业绩预计稳步增长。近五年, 公司营业收入从 2017 年的 8.93 亿元增长至 2022 年的 19.67 亿元, CAGR 为 17.10%; 归母净利润从 2017 年的 0.79 亿元增长至 2022 年的 2.29 亿元, CAGR 为 37.14%。其中公司 2022 年随着收入规模的稳步提升以及原材料价格回落, 公司营收和利润分别同比增长 12.97% 和 37.14%。根据公司年报, 公司 2023 年整体经营目标拟实现营收 23.70 亿元, 增长率为 20.49%; 拟实现净利润 3.10 亿元, 增长率为 28.63%。

图5: 2017-2022 年公司营业收入波动增长



资料来源: iFinD、浙商证券研究所

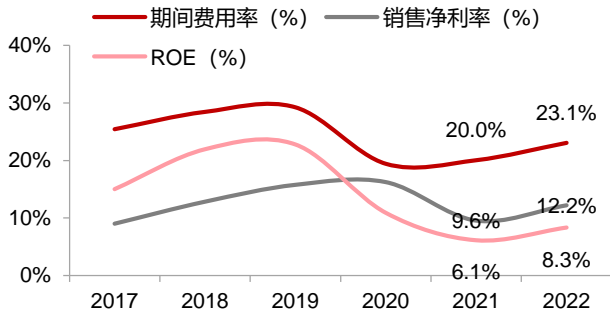
图6: 2017-2022 年公司归母净利润波动上行



资料来源: iFinD、浙商证券研究所

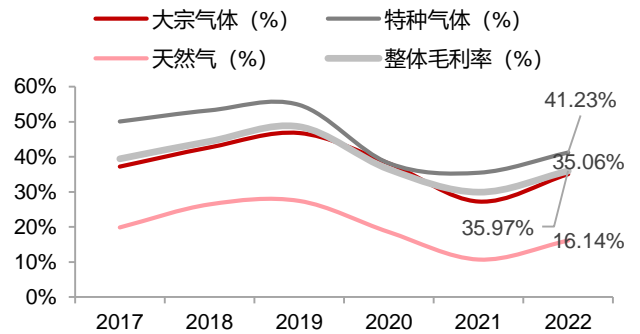
公司盈利能力触底回升, 期间费用率有所提升。受到上游原材料采购价格影响, 公司 2020-2021 年连续两年 ROE 同比下滑。2022 年, 受益于主要原材料价格回落, 以及公司对部分产品售价提升调整, 公司盈利能力触底回升, 毛利率、净利率和 ROE 分别为 35.97%、12.2% 和 8.3%, 较去年同期提升 6.01pcts、2.6pcts 和 2.2pcts。此外, 扣除会计准则变动 (2020 年后销售产品运输费不再计入销售费用), 公司期间费用率保持相对稳定, 且近两年有所上升, 主要系公司业务规模拓展, 以及并购带来的短期费用提升。

图7: 2017-2022年 ROE、净利率、期间费用率



资料来源: iFinD、浙商证券研究所 注: 2020年1月1日执行新收入准则, 将销售产品相关的运费从销售费用调整至营业成本

图8: 2017-2022年公司各产品毛利率情况



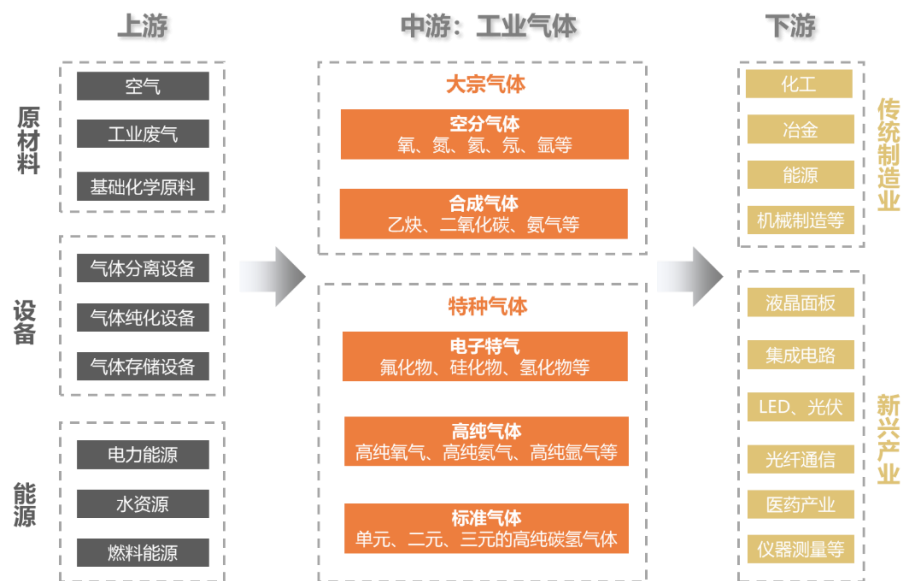
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所 注: 2020年1月1日执行新收入准则, 将销售产品相关的运费从销售费用调整至营业成本

2 工业气体: 气体赛道长坡厚雪, 国内企业有望快速成长

2.1 介绍: 工业气体下游应用广泛, 供气模式多样决定商业模式差别

工业气体被誉为“工业的血液”, 在传统制造业和新兴产业中发挥重要作用。工业中, 把常温常压下呈气态的产品统称为工业气体产品。根据制备方式和应用领域不同, 工业气体可分为大宗气体和特种气体, 大宗气体主要包括氧、氮、氩等空分气体及乙炔、二氧化碳等合成气体, 广泛应用于化工、冶金、能源、机械制造等传统制造业。特种气体品种较多, 主要包括电子特种气体、高纯气体和标准气体等。近年来, 随着电子工业的快速发展, 电子气体在半导体行业中的地位日益凸显。电子气体在电子产品制程工艺中广泛应用于离子注入、刻蚀、气相沉积、掺杂等工艺, 被称为集成电路、液晶面板、LED 及光伏等材料的“粮食”和“源”。电子半导体器件的性能优劣与电子气体的质量息息相关。

图9: 工业气体在传统制造业和新兴产业中发挥重要作用



资料来源: 亿渡数据、浙商证券研究所

工业气体产业的供应模式可以分为零售供气和大宗供气。大宗供气为现场制气，指公司在用户现场投资空分设备直接供气，或通过管道为一定区域内用户供气。现场制气满足大规模用气需要，服务要求高，技术和客户关系稳定，盈利能力持续性强，下游客户涉及化工、炼油、电子半导体、金属冶炼加工等领域。零售供气可分为瓶装供气和储槽供气，供应商通过采购、提纯、分装等工艺加工后向客户配送销售瓶装供气和储槽气，客户群涉及电子工业、半导体、食品、医疗健康等领域。这一供应模式的特点是客户对单一气体需求量相对较小，但气体品种需求加多。由于外资企业在国内的发展战略主要定位于大型现场制气市场，因此零售市场与中小型现场制气市场已经成为内资企业争夺的焦点。

图10：工业气体供应模式分为大宗供气和零售供气

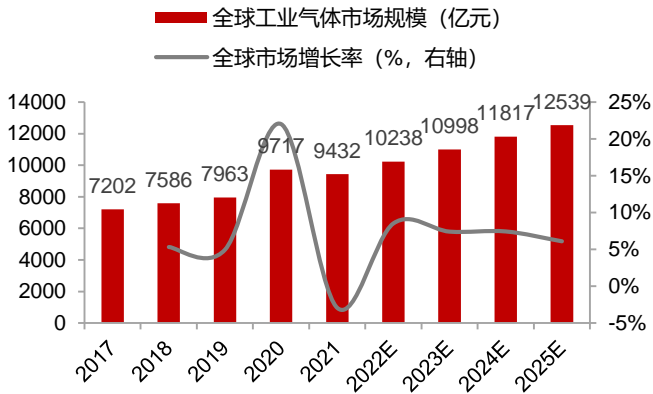


资料来源：亿渡数据、公司公告、浙商证券研究所

2.2 需求：工业气体市场空间巨大，国内市场增速显著快于全球

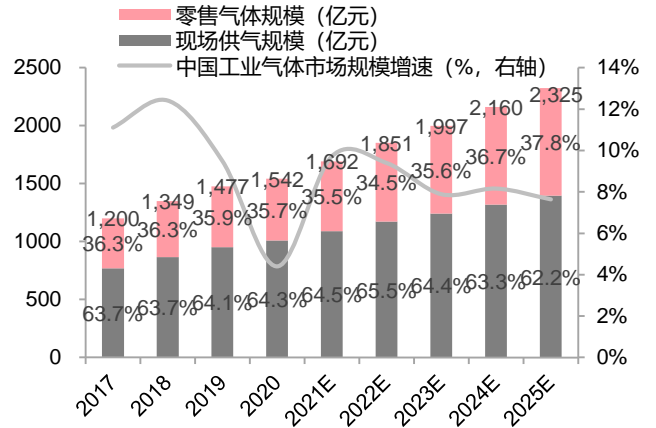
全球工业气体行业市场规模稳步增长，国内工业气体市场规模增速较全球更快。根据亿渡数据，2017年全球工业气体行业市场规模7202亿元，2021年增长至9432亿元，CAGR2017-2021达到6.97%。2015年中国工业气体行业市场规模约996亿元，2020年增长至1542亿元，CAGR2015-2021达到9.14%，工业气体市场规模增速较全球更快。根据亿渡数据预测，2025年全球市场规模可达到12539亿元，国内市场规模可达到2325亿元。现场制气占据气体市场主要份额，零售气体市场规模保持稳定增长。目前现场制气占据中国气体市场主要份额，2015年现场制气规模634亿元，2020年现场制气规模1010亿元，CAGR达到9.8%。零售气体方面，2015年市场规模362亿元，2020年规模532亿元，CAGR达到8.0%。

图11: 全球工业气体市场规模波动增长



资料来源: 亿渡数据、浙商证券研究所

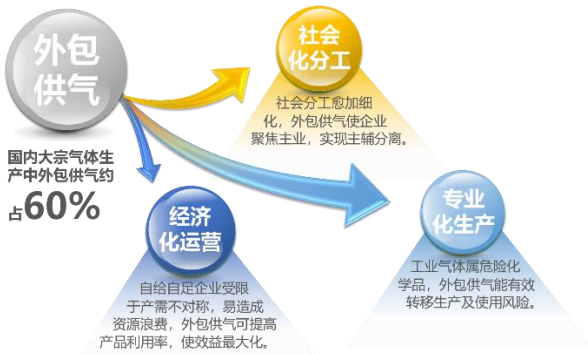
图12: 中国工业气体市场规模保持高速增长, 现场制气为主



资料来源: 气体动力科技招股书、浙商证券研究所

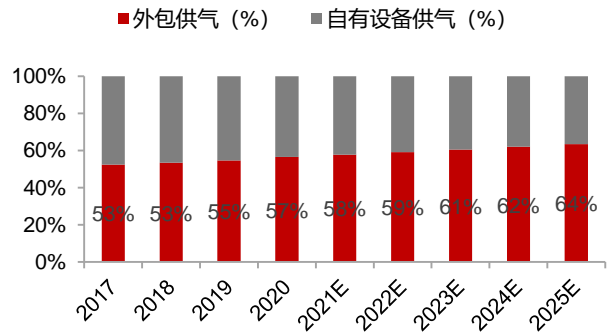
趋势一: 国内外包气体产值占比逐年提升, 但相较发达国家仍有较大提升空间。国内大部分工业气体终端客户早期多自行制气, 装备的普遍为中小型空分装置。随着气体行业的发展, 社会化分工和专业化生产的理念逐步被企业和社会接受, 越来越多钢铁、冶金、化工等大型企业用户选择气体供应系统外包。通过委托专业气体供应商进行空分设备及管道的铺设、管理等工作, 用户既降低了自身投资压力, 又实现了细分领域的专业化管理以及经济化运营。根据弗若斯特沙利文数据, 我国工业气体外包占比从2017年的53%提高到2020年的57%, 相比发达国家80%的外包率仍有较大差距和提升的空间。未来工业气体外包率预计将逐步提升, 给气体生产企业带来良好增长机遇。

图13: 气体生产模式逐步向外包供气发展



资料来源: 亿渡数据、气体动力科技招股书、浙商证券研究所

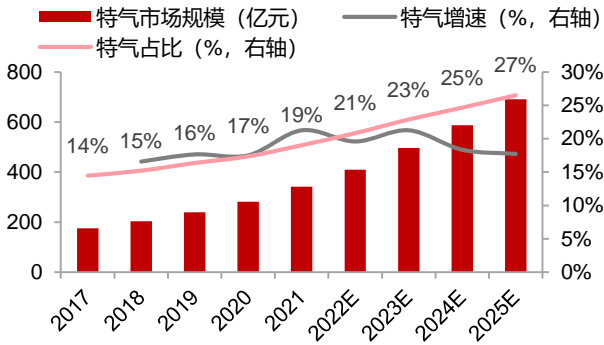
图14: 国内外包气体产值占比逐年提升



资料来源: 气体动力科技招股书、浙商证券研究所

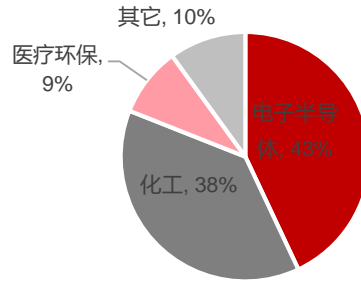
趋势二: 受益于半导体等新型产业发展, 中国特种气体的市场规模保持高速增长。特种气体是集成电路、液晶面板、LED、光伏、生物医药、新能源、航空航天等产业发展的关键材料, 根据亿渡数据信息, 2017中国特种气体市场规模175亿元, 2021年增长至342亿元, CAGR达到18%。同年特种气体主要下游应用领域为电子半导体、化工, 占比分别达到43%、38%。在国家政策鼓励的环境下, 预计未来中国特种气体将持续保持增长。

图15: 中国特种气体市场规模发展迅速



资料来源: 亿渡数据、浙商证券研究所

图16: 2021年中国特种气体主要下游应用为电子半导体及化工

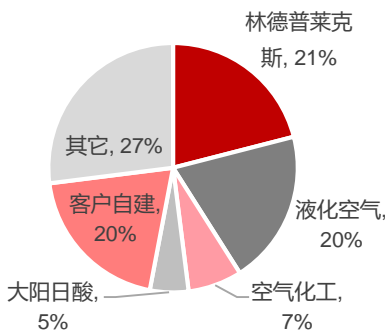


资料来源: 亿渡数据、浙商证券研究所

2.3 供给: 全球工业气体行业寡头垄断, 国内国产化率持续提升

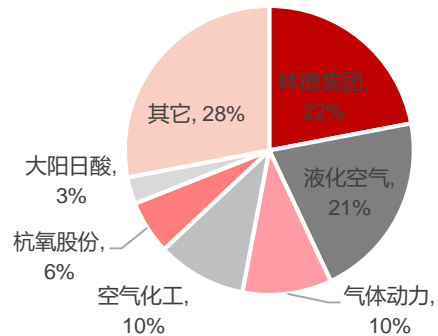
全球工业气体市场集中度高, 我国工业气体市场被海外厂商垄断。2021 年全球工业气体市场中, 林德集团、液化空气、空气化工、大阳日酸等企业市场份额分别占比 21%、20%、7%与 5%, 市场集中度较高, 前 4 位企业市场占有率 CR4 达到 53%。2021 年我国工业气体行业中, CR4 达到 63%, 前四厂商分别为林德集团、液化空气、气体动力、空气化工, 市场占有率分别达到 22%、21%、10%、10%, 国内厂商市占率低于 44%, 市占率较高的是气体动力和杭氧股份, 市占率分别是 10%、6%。国内大宗气体企业集中度较低, 2020 年大宗气体企 CR4 为 17.35%, 气体动力、杭氧股份、和远气体、凯美特气分别为 12.27%、4.12%、0.58%、0.39%。未来随着国内厂商技术、设备提升, 国内厂商市占率将进一步提升。

图17: 2021年全球工业气体市场被主要龙头企业垄断



资料来源: 华经产业研究、浙商证券研究所

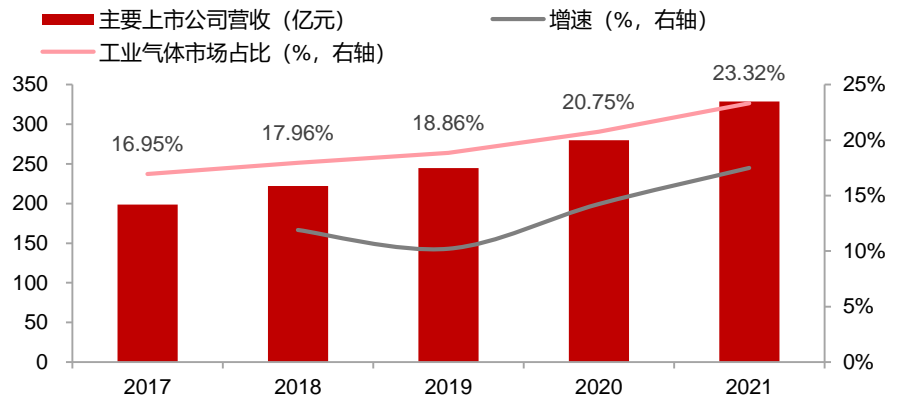
图18: 2021年中国工业气体市场被林德集团和液化空气垄断



资料来源: 中商情报网、浙商证券研究所

趋势一: 政策等因素推动国内气体行业集中度提升。气体充装站项目具有危化品属性, 在新项目立项时考虑安全、环保等问题, 政府审批趋于谨慎, 国内工业气体优势企业亟需进行行业整合。我们统计目前在 A 股和港股上市的主要工业气体公司, 我们发现这些主要气体公司的整体营收增速显著高于行业平均。2019-2021 年, 主要上市公司营收占比分别为 18.86%、20.75%、23.32%, 呈现逐年上升趋势, 反映国内厂商集中度上升。预计未来随着政策审批驱紧, 行业公司数量增速将进一步放缓, 主要上市公司市场份额将进一步提升。

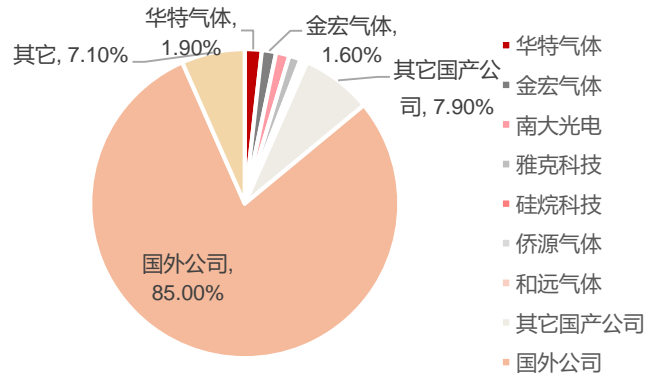
图19: 国内主要工业气体上市公司营收占比逐年提升



资料来源: iFinD、气体动力科技招股书、浙商证券研究所 注: 主要上企业包括侨源股份、凯美特气、华特气体、和远气体、金宏气体、杭氧股份、广钢气体、中船特气、气体动力科技; 气体动力科技 2017/2021 年数据、中船特气 2017/2018 年数据、中船特气 2017/2018 年数据参照上一年或次年以 10% 年增长率推算; 杭氧集团数据仅计算气体销售营收。

趋势二: 国内特种气体市场呈现错位竞争格局, 预计随着生产提纯技术不断提升, 将逐步完成国产替代。国内气体参与企业中, 特种气体参与企业聚焦自身优势品种, 如金宏气体超纯氨产品在行业内具有领先地位, 派瑞特气聚焦三氟化氮等, 主要企业的重点产品重合度较低, 涉及下游领域也有所差异, 所以国内企业间竞争程度较低, 当前主要是与国外厂商竞争。未来随着国内厂商生产提纯技术的不断优化提升, 预计将逐步完成特种气体国产替代, 打开业绩增长空间。

图20: 国内特种气体国产化率低



资料来源: 中商情报网、浙商证券研究所

表2: 国内大宗气体市场产品重合度较高, 特种气体市场呈现错位竞争特征

	金宏气体	广钢气体	气体动力科技/盈德气体	杭氧股份	华特气体	派瑞特气	绿菱气体	久策气体
大宗气体	氮气	✓	✓	✓	✓			✓
	氧气	✓	✓	✓	✓			✓
	氩	✓	✓	✓	✓			✓
	氢气			✓				
	二氧化碳	✓	✓		✓			
	乙炔	✓			✓	✓		✓
	氦气	✓	✓		✓			
	氨					✓		
特种气体	超纯氨	✓						✓
	高纯氧化亚氮	✓						
	高纯氢	✓				✓		✓
	高纯二氧化碳	✓				✓		
	高纯一氧化碳					✓		
	硅烷混合	✓						
	高纯六氟乙烷					✓		✓
	高纯四氟化碳					✓		
	高纯三氟甲烷							✓
	高纯八氟环丁烷							✓
	六氟化钨						✓	
	三氟化氮						✓	

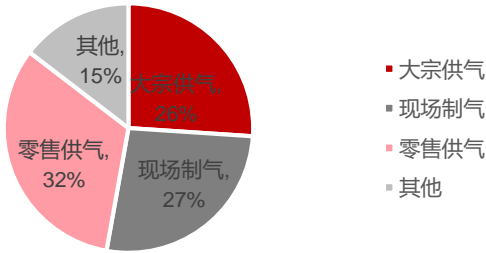
资料来源: 各公司招股说明书、浙商证券研究所

3 未来展望: 聚焦零售打造差异化竞争, 纵横发展战略夯实成长根基

3.1 战略: 深耕零售气市场建立先发优势, 坚持纵横发展打造核心竞争力

与外资企业形成错位竞争, 深耕零售气市场建立先发优势。近年来, 随着集成电路、液晶面板等新兴产业的快速发展, 用气市场不断发展壮大, 这一市场的特点是客户对单一气体需求量相对较小, 但对气体品种需求较多, 供气方式以零售为主。目前国外巨头在深耕大型企业现场制气的基础上持续拓展零售气市场, 林德和法国液空公司的零售气的营收占比均较高。零售气市场在我国起步较晚, 且由于大宗气体运输半径的限制而具有较强的地域性特点, 目前国内零售气市场仍较为分散。相比于外资气体企业在中国以大型现场制气为主的供气方式, 公司目前的供气模式以零售供气为主, 中小型现场制气为辅, 且公司气体品种较全, 销售的瓶装气、储槽气可较好地满足广大中小型企业的用气需求, 从而在细分市场与外资企业形成错位竞争优势。公司深耕于长三角地区, 与众多客户构建了长期的互利合作关系, 形成了较为完善的销售服务网络和稳定的供应保障能力, 在该区域占据了重要地位。

图21: 林德公司现场制气占比为 27%



资料来源: iFinD、浙商证券研究所

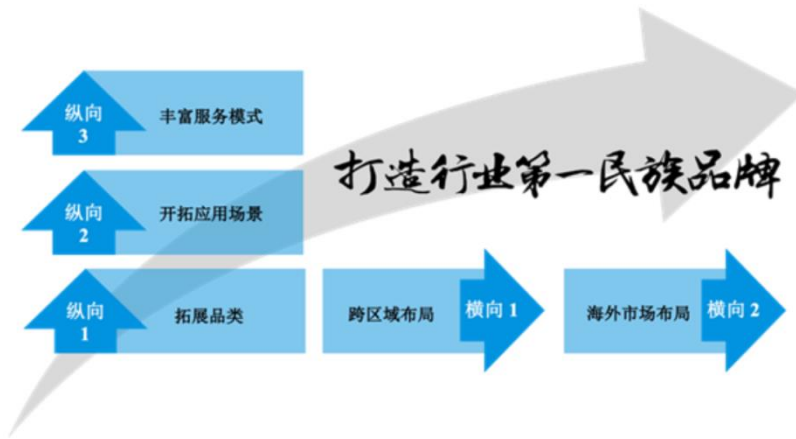
图22: 法国液空公司大型企业现场制气占比为 35%



资料来源: 法国液空公司年报、浙商证券研究所

坚持纵横发展战略，致力打造行业第一民族品牌。公司结合所处行业特点、自身的经营需要，坚持纵横发展战略：纵向开发（技术为先），横向布局（做大市场），以科技为主导，定位于综合气体服务商，为客户提供创新和可持续的气体解决方案，成为气体行业的领跑者。**纵向开发：**1) **拓展产品的品类**，创新研制替代进口的电子特种气体、化学品及先驱体材料；2) **开拓应用场景**，比如以服务车用氢能源为基础，探索氢能源产业链中制氢、储氢、运氢相关商业模式等；3) **丰富服务模式**，公司可提供包含钢瓶供气、储槽供气、现场制气、TGCM、工程服务等所有类型的气体服务。**横向布局：**1) **国内市场的跨区域布局**，继续深耕长三角区域的同时，积极开展跨区域市场的布局；2) **海外市场布局**，紧跟国家一带一路战略，积极参与国际市场竞争，在海外建立生产基地。

图23: 公司坚持纵横发展战略

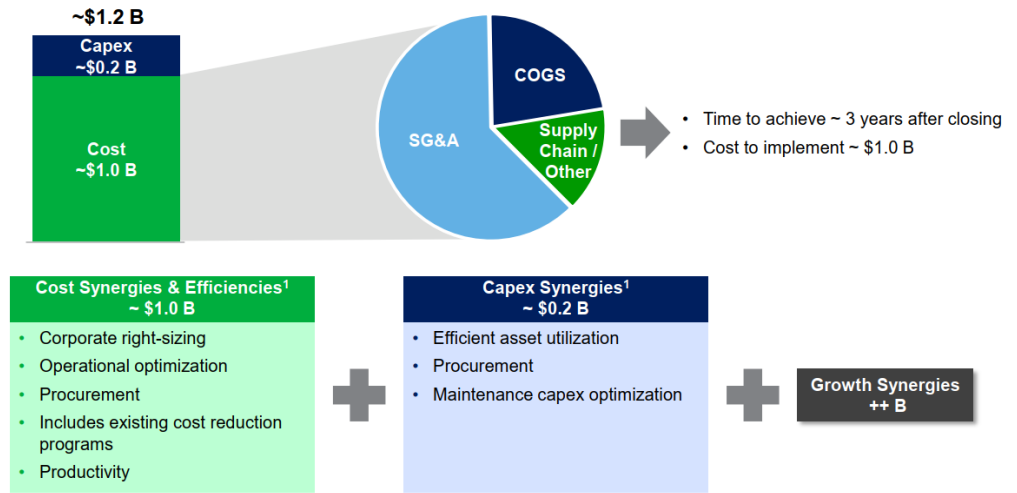


资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

3.2 横向：区域布局为公司成长之道，横向布局持续拓展全国

借鉴巨头发展路径，区域布局为公司成长之道。液化空气集团 2016 年收购 Airgas 后，确定其在全球的领导地位。2018 年林德气体通过并购普莱克斯超越法国竞争对手液化空气，成为世界级最大的氧气，氮气和氦气供应商，改变了液化空气集团作为全球工业气体的主导力量。根据林德公告，合并后的公司将在所有主要地区和终端市场中占据强势地位，同时在未来三年内实现约 12 亿美元的年度协同效应（包括规模效应）。复盘全球巨头的发展历史，并购在提高行业集中度、扩大单个公司规模和效益方面起到了关键的破局作用。

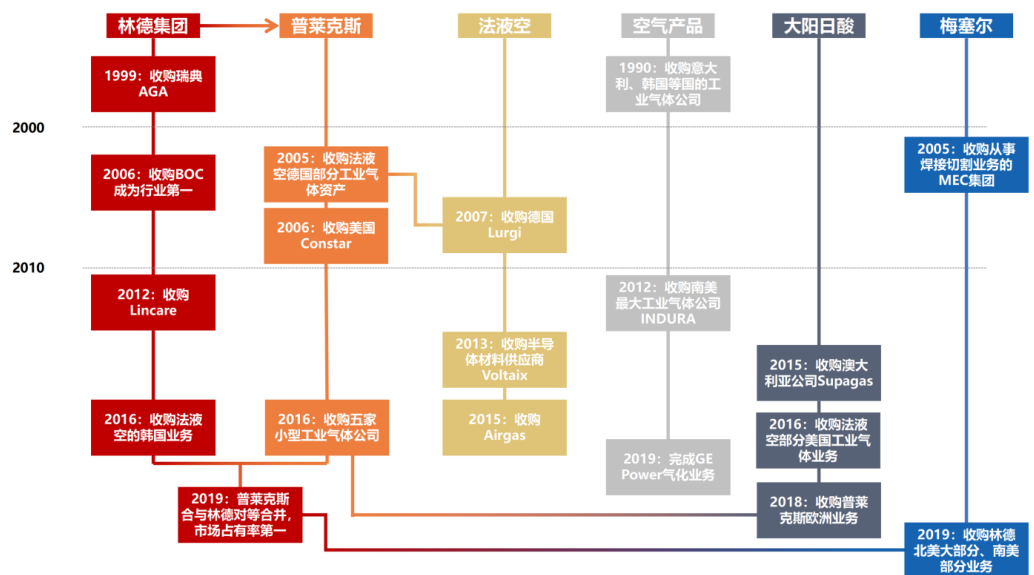
图24: 林德和普莱克斯合并可产生三年约 12 亿美元的年度协同效应



资料来源：林德公司公告、浙商证券研究所

行业内通过并购重组整合业务，成就四大全球工业气体龙头。相比于国内气体公司，海外企业起步早，也更早进行了并购重组。海外龙头林德集团早在 2000 年收购瑞典气体公司 AGA，2006 年收购 BOC 集团后成为工业气体领头羊；普莱克斯收购法液空德国工业气体资产、Constar 及多家气体公司；2018 年林德与普莱克斯完成合并，合并后的林德成为全球最大的工业气体公司。法国液化空气早在 2007 年收购德国 Lurgi 公司，2015 年收购同业 Airgas，成为全球最大的工业气体供应商之一。空气产品公司自 1990 年开始收购意大利、韩国等国的工业气体公司，2012 年收购南美最大工业气体公司 INDURA；日本工业气体公司大阳日酸 2016 年收购澳大利亚公司 Supagas，2016 年收购法液空美国工业气体业务，2018 年收购普莱克斯欧洲业务。现阶段，全球形成林德、法液空、空气产品、大阳日酸四大工业气体龙头。

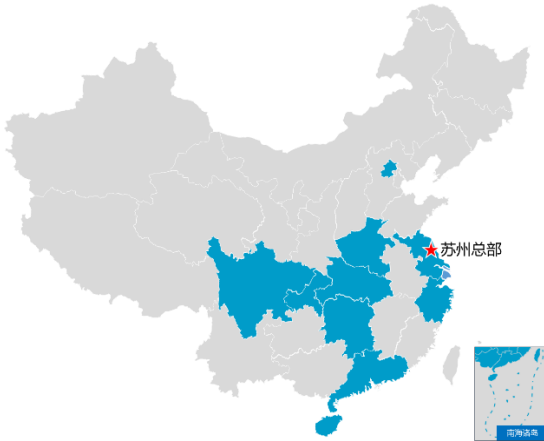
图25: 并购重组成就四大全球工业气体龙头



资料来源：《林德集团工业包装气体在中国》、《PPG和巴斯夫并购做“加法”》、《美国 praxair 公司出售其大部分欧洲工业气体业务以便与 linde 集团促成并购》、《普莱克斯收购 Constar 公司》、《全球主要工业气体公司发展概况》、《液化空气集团战略并购 Airgas 案例研究》、《Air Products 近 9 亿美元收购 Indura》空分网、中华新网、公司官网、浙商证券研究所

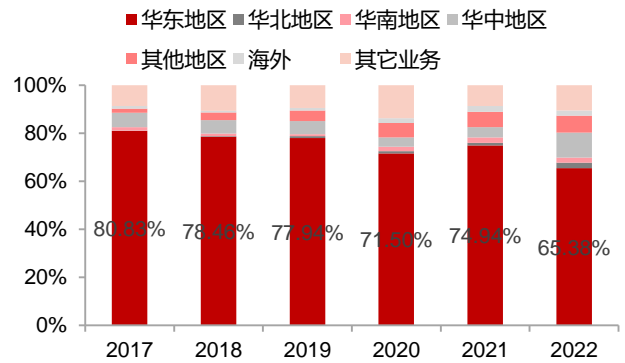
深耕华东先发优势明显，横向布局持续拓展全国。由于瓶装大宗气体的运输半径通常为充装站点周边 50 公里左右，因此公司要想扩大经营规模，将业务向周边地区拓展，建设新的以充装站为核心的销售网点是必由之路。公司在深耕长三角的同时，通过新建和收购整合的方式在珠三角、京津、川渝等我国重要经济区域进行业务布局，有计划地向全国扩张及开拓，提高公司的市场占有率，巩固公司的行业地位。2020-2022 年，华东区域营收占比分别为 71.50%、74.94%、65.38%，呈现逐年缓慢下降趋势，预计随着公司全国布局战略持续落地，华东以外区域营收占比有望继续提升。

图26: 公司持续拓展全国业务布局



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图27: 公司业务集中于华东地区，近年营收占比逐渐下降



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

并购布局湖南市场扭亏为盈，金宏模式成功经验复制加速横向布局。公司 2021 年通过股权收购 7 家子公司，其中 6 家位于华东地区，1 家位于工业发达地区长株潭以拓展湖南市场。公司于 2021 年 8 月收购长沙曼德 70% 股权，通过金宏气体标准化管理导入、优化产品结构、资产升级改造等方式，整合区域市场，经过一年半的进驻，长沙曼德实现扭亏为盈，2021 年 8 月-12 月长沙曼德营收 573 万元，净亏损 412 万元，2022 年曼德实现营收 1.65 亿元，净利润 669 万元。长沙曼德的成功有效验证华东区域外推广金宏模式的可行性，公司通过收并购后复制金宏标准化管理模式，未来的全国布局将更加可行、高效。

表3: 金宏气体近两年收购的企业名单

年份	区域	省份	收购企业	持股比例	2022 年营收 (万元)	2022 年净利润 (万元)
2022	华东	江苏	苏州苏铜液化气	100%	1,176	170
	华南	湖南	株洲华龙特种气体	70%	4,261	484
	华东	浙江	海宁立申制氧	85%	4,918	530
	华东	江苏	海安吉祥气体	95%	2,670	14
2021	华东	江苏	海安富阳乙炔气体	95%	1,546	79
	华东	江苏	泰州光明氧气供应	90%	1,341	-8
	华东	上海	上海申南特种气体	80%	5,366	449
	华南	湖南	长沙曼德	70%	16,569	669
	华东	江苏	苏州七都燃气液化气	90%	-	-

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

3.3 纵向: 持续发力半导体等新兴产业，加速推进特气产品国产替代

公司自主研发贯穿气体生产、提纯、检测、配送、使用全过程的核心技术体系。项目研发创新是现代企业赖以生存的核心竞争力，公司通过持续的研发投入不断优化现有工艺，

提高生产效率，并且获取了多项专利和科研成果，公司被评为“江苏省创新型企业 100 强”。公司技术团队凭借在气体生产、提纯、检测、运输方面的技术积淀，经过多年的自主研发，突破并系统建立了以超纯氮提纯工艺技术、二氧化碳回收及高纯生产技术、超纯氢气纯化技术、回收尾气提纯高纯氧化亚氮技术、深冷快线连续供气技术、高纯气体包装物处理技术、安全高效物流配送技术等核心技术为代表的，贯穿气体生产、提纯、检测、配送、使用全过程的技术体系。

图28： 公司自主研发贯穿气体生产、提纯、检测、配送、使用全过程的核心技术体系



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

公司主要产品技术参数比肩世界巨头，奠定公司特气产品国产替代基础。根据公司产品第三方检测报告及其他公司的产品指标、SEMI 标准，公司的超纯氮、高纯氢、高纯氧化亚氮、高纯二氧化碳等特气产品在产品纯度、杂质含量及质量稳定性方面已达半导体设备制造商联合会（SEMI）标准，与外资气体巨头处于同一水平，外资气体巨头也向公司采购同类产品作为自身设备检修维护时的备货。公司已成功获得多家电子半导体等新兴行业知名客户的广泛认可，未来公司有望进入更多国内外大型电子半导体等厂商的供应商体系。

表4： 公司主要产品技术比肩国外巨头

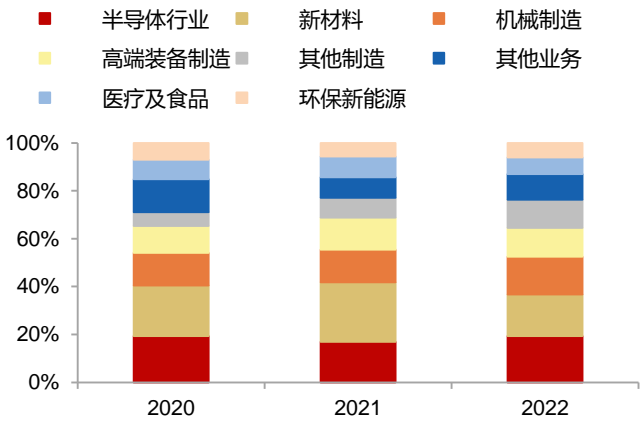
产品	参数指标	金宏气体	林德	SEMI 标准
超纯氮	纯度 (%)	≥99.999998%	≥99.99999%	≥99.99994%
	氧含量 (ppm)	≤0.001	≤0.02	≤0.1
	水含量 (ppm)	≤0.02	≤0.05	≤0.2
	杂质总含量 (ppm)	≤0.02	/	≤0.6
高纯氧化亚氮	纯度 (%)	≥99.9999%	≥99.999%	≥99.99994%
	氧含量 (ppm)	≤0.01	≤1	≤0.5
	二氧化碳含量 (ppm)	≤0.1	≤1	≤0.5
	水含量 (ppm)	≤0.4	≤1	≤1.0
高纯氢气	杂质总含量 (ppm)	≤0.9	/	≤5.5
	纯度 (%)	≥99.9996%	≥99.9996%	≥99.999%
	氧含量 (ppm)	≤0.4	≤1	≤1.0

高纯二氧化碳	二氧化碳含量 (ppm)	≤0.1	≤1	≤1.0
	水含量 (ppm)	≤1	≤3	≤3
	杂质总含量 (ppm)	≤4	/	≤10
	纯度 (%)	≥99.9998%	≥99.999%	≥99.999%
	氧含量 (ppm)	≤0.1	≤1	≤1
	总烃含量 (ppm)	≤0.001	≤1	≤2
	水含量 (ppm)	≤2	≤2	≤3

资料来源：亿欧数据、公司公告、浙商证券研究所

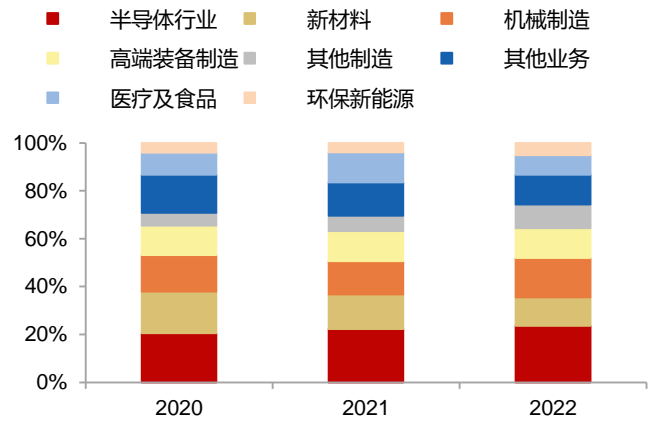
持续发力半导体等新兴产业，优质高端客户群不断开拓。公司聚焦国家战略需求和半导体材料关键技术，致力于电子半导体领域的特种气体国产化，公司产品已成功应用于集成电路、液晶面板、光伏等我国战略新兴产业，积累了包括中芯国际、长江存储、京东方、通威太阳能、天合光能等众多行业知名客户。公司近几年新兴行业营收占比不断提升，2022年公司对新材料、半导体客户的收入分别占公司总营收的19%和17%。此外，公司自主研发的超纯氨、高纯氧化亚氮等产品已正式供应了中芯国际、海力士、镁光、联芯集成、积塔等一批知名半导体客户。公司在2021年和北方集成电路技术创新中心（北京）有限公司签订12亿元的重大销售合同，2022年与广东芯粤能半导体有限公司签订了10亿元的重大销售合同，订单金额较前几年有了大幅度提高，且优质客户群不断拓展。

图29：新兴产业贡献大部分营收



资料来源：iFinD、浙商证券研究所

图30：新兴产业贡献大部分净利润



资料来源：iFinD、浙商证券研究所

表5：公司销售合同金额显著提升

签订时间	合同标的	客户	合同总金额 (万元)
2022	电子大宗载气	广东芯粤能半导体有限公司	100000
2021	电子大宗气体	北方集成电路技术创新中心（北京）有限公司	120000
2019	笑气、氨气	东台市梓骞科技发展有限公司	1252
2019	硅烷、氨气	通威太阳能（合肥）有限公司、通威太阳能（安徽）有限公司、通威太阳能（成都）有限公司	1041
2019	标气、液氧、液氮	江苏亨通光导新材料有限公司	3226
2019	氨气	江西乾照光电有限公司	1689
2019	氨气	江西乾照光电有限公司	1941

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

4 盈利预测和投资建议

4.1 业务拆分与盈利预测

公司作为国内民营工业气体龙头，近年深耕华东市场的同时，通过收购兼并及投资设厂进行全国横向布局，打造区域先入优势；同时纵向布局特气产品，持续发力半导体等新兴产业。我们综合行业和公司过去几年经营情况，做出以下关键假设：

大宗气体：公司通过收购兼并及投资设厂进行全国横向布局，不断扩大市场份额和建立区位优势，结合国内工业气体年均增速、制气外包比例等因素，预计 2023-2025 年公司大宗气体营收分别为 9.06、10.42、11.98 亿元，增速分别为 14%、15%、15%，考虑到公司区域整合成效逐步显现以及原料自给比例有望提升，预计毛利率稳步提升，分别为 35.7%、37.1%、38.6%。

特种气体：伴随着中美长期贸易摩擦和国内晶圆厂的不断扩产，国内特种气体的国产替代进程加速，公司通过纵向发展战略陆续推出特种气体新品，通过下游客户验证后批量供货，产品性能数据比肩世界巨头，不断开拓优质客户，持续发力新型产业，打开特气业务空间。考虑到公司下游客户拓展顺利以及多个特气产品新增产能逐步投产，预计 2023-2025 年营收分别为 9.67、12.72、16.73 亿元，增速分别为 30%、32%、32%，毛利率略有提升，分别为 41.2%、41.9%、42.5%。

燃气业务：非公司核心业务，预计未来几年营收规模和毛利率相对稳定。我们预计 2023-2025 年公司燃气业务营收分别为 1.8、1.5、1.2 亿元，对应毛利率分别为 18.3%、20.0%、20.0%。

综上，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 23.26、27.91、33.84 亿元，同比增速分别为 18%、20%、21%，毛利率分别为 37.1%、38.7%和 40.0%。

表6: 公司业务拆分(单位:百万元,%)

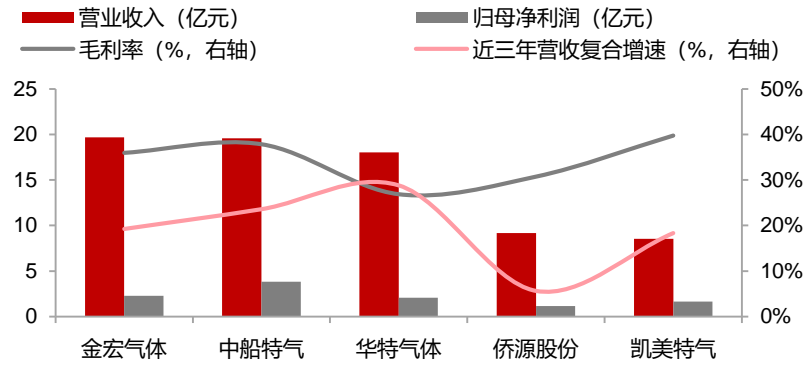
		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	营业收入	1,967	2,326	2,791	3,384
	YOY	13%	18%	20%	21%
	营业成本	1,259	1,462	1,711	2,029
	毛利率	36.00%	37.10%	38.70%	40.00%
大宗气体	营业收入	792	906	1,042	1,198
	YOY	13%	14%	15%	15%
	营业成本	515	583	655	736
	毛利率	35.10%	35.70%	37.10%	38.60%
特种气体	营业收入	744	967	1,272	1,673
	YOY	13%	30%	32%	32%
	营业成本	437	569	740	962
	毛利率	41.20%	41.20%	41.90%	42.50%
燃气	营业收入	221	180	150	120
	YOY	-5%	-19%	-17%	-20%
	营业成本	186	147	120	96
	毛利率	16.10%	18.30%	20.00%	20.00%
其他业务	营业收入	209	272	327	392
	YOY	39%	30%	20%	20%
	营业成本	122	163	196	235
	毛利率	41.70%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源: Wind、浙商证券研究所

4.2 估值分析及投资建议

首次覆盖并给予“买入”评级。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 23.26、27.91、33.84 亿元，同比增速分别为 18%、20%、21%，归母净利润分别为 3.10、4.06、5.27 亿元，同比增速分别为 35.17%、31.18%、29.65%，对应当前股价 PE 分别为 41、31、24 倍。我们选取从事工业气体业务的中船特气、华特气体、侨源股份、凯美特气作为可比公司，其中金宏气体作为综合性气体龙头，在营收体量、营收增速以及盈利能力等方面均处行业较好水平。2023-2025 年同行业平均 PE 分别为 40、29、23 倍。公司作为国内工业气体民营企业先行者，通过纵横发展战略加速成长，具备良好的发展前景，公司上市以来平均 PE 估值近 60 倍以上水平。因此，综合行业发展前景、行业公司平均估值，以及公司的历史估值水平，给予公司 2023 年 50 倍 PE，对应市值 155 亿元，目标价 31.92 元，对应当前股价有 23% 的空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

图31: 2022年公司营收、归母净利润、毛利率及近三年营收复合增速保持行业较好水平



资料来源: iFinD、浙商证券研究所

表7: 可比公司估值表

证券代码	可比公司	2023/5/30	归母净利润 (亿元)				PE 估值				PB
		总市值 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
688146.SH	中船特气	239	3.83	4.52	5.64	6.88	62	53	42	35	4.6
688268.SH	华特气体	104	2.00	2.68	3.52	4.55	52	39	30	23	6.6
301286.SZ	侨源股份	111	1.40	2.83	4.57	6.80	79	39	24	16	6.9
002549.SZ	凯美特气	74	2.19	2.58	3.51	4.15	34	29	21	18	5.8
		平均值						40	29	23	6.0
688106.SH	金宏气体	126	2.29	3.10	4.06	5.27	55	41	31	24	4.4

资料来源: Wind、浙商证券研究所

图32: 金宏气体近三年 PE Band



资料来源: iFinD、浙商证券研究所

5 风险提示

1) **原材料价格波动风险。**公司原材料价格受市场供需关系影响存在一定波动。原材料价格波动会对公司营业成本产生较大影响，对毛利率也会产生一定影响。受未来市场供需、经济周期等因素的影响，公司存在原材料价格波动的风险。

2) 规模扩张带来的管理和内控风险。伴随公司业务规模的扩张,收购及新设公司数量逐渐增多。若公司管理水平不能适应业务规模的快速扩张或相关管理制度未能在子公司得到有效执行,则公司将面临因规模扩张带来的管理风险和内控风险。

3) 安全生产的风险。工业气体产品大多为危险化学品,如果公司在生产、储存、提纯、检测和运输等环节管控不严,或安全生产制度未能得到有效执行,则公司将有发生安全生产事故的风险,进而影响公司的稳定生产,并对公司的经营业绩产生不利影响。

4) 大额限售股解禁风险。公司将于2023年6月16日解禁首发股东限售股份21,805万股,占解禁前流通股82.18%,如果首发股东解禁后出售股票,可能会造成股票价格波动。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,006	2,651	2,714	2,969
现金	656	991	1,164	1,013
交易性金融资产	566	766	466	666
应收账款	497	649	839	965
其它应收款	15	24	22	34
预付账款	32	44	51	61
存货	98	137	132	190
其他	143	40	40	40
非流动资产	2,728	3,002	3,227	3,415
金额资产类	23	23	23	23
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,345	1,643	1,857	2,010
无形资产	363	373	373	373
在建工程	333	241	196	173
其他	664	721	778	835
资产总计	4,735	5,654	5,942	6,384
流动负债	1,394	1,107	1,157	1,235
短期借款	542	242	142	42
应付款项	573	564	671	794
预收账款	0	0	0	0
其他	279	301	344	399
非流动负债	331	1,331	1,261	1,191
长期借款	140	240	170	100
其他	192	1,092	1,092	1,092
负债合计	1,726	2,439	2,419	2,427
少数股东权益	197	213	234	262
归属母公司股东权益	2,812	3,002	3,288	3,695
负债和股东权益	4,735	5,654	5,942	6,384

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,967	2,326	2,791	3,384
营业成本	1,259	1,462	1,711	2,029
营业税金及附加	16	19	22	27
营业费用	175	198	237	288
管理费用	181	209	251	305
研发费用	85	93	112	135
财务费用	14	19	10	5
资产减值损失	-8	-8	-8	-8
公允价值变动损益	-2	0	0	0
投资净收益	19	25	25	25
其他经营收益	34	38	35	35
营业利润	281	384	504	653
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	280	384	503	652
所得税	39	58	75	98
净利润	241	326	428	554
少数股东损益	12	16	21	28
归属母公司净利润	229	310	406	527
EBITDA	508	665	824	1,004
EPS (最新摊薄)	0.47	0.64	0.83	1.08

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	12.97%	18.24%	20.01%	21.23%
营业利润	37.51%	36.88%	31.11%	29.61%
归属母公司净利润	37.14%	35.17%	31.18%	29.65%
获利能力				
毛利率	35.97%	37.14%	38.71%	40.04%
净利率	11.65%	13.32%	14.56%	15.57%
ROE	8.15%	10.32%	12.36%	14.26%
ROIC	6.44%	7.06%	8.80%	10.73%
偿债能力				
资产负债率	36.45%	43.14%	40.71%	38.01%
净负债比率	57.35%	75.86%	68.67%	61.33%
流动比率	1.44	2.39	2.35	2.40
速动比率	1.32	2.20	2.16	2.17
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.45	0.48	0.55
应收账款周转率	6.46	8.06	8.09	8.08
应付账款周转率	4.49	4.50	4.50	4.50
每股指标(元)				
每股收益	0.47	0.64	0.83	1.08
每股经营现金	0.79	1.04	1.45	1.80
每股净资产	5.78	6.17	6.75	7.59
估值比率				
P/E	54.99	40.68	31.01	23.92
P/B	4.48	4.20	3.83	3.41
EV/EBITDA	18.10	19.62	15.43	12.65

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	385	504	705	877
净利润	241	326	428	554
折旧摊销	227	278	327	364
财务费用	12	27	23	20
投资损失	-19	-25	-25	-25
营运资金变动	-89	-108	-52	-40
其它	14	6	4	3
投资活动现金流	-695	-721	-219	-718
资本支出	-720	-549	-547	-546
长期投资	0	-200	300	-200
其他	25	28	28	28
筹资活动现金流	280	553	-313	-310
短期借款	341	-300	-100	-100
长期借款	69	100	-70	-70
其他	-129	753	-143	-140
现金净增加额	-33	336	173	-151

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>