

杭氧股份 (002430.SZ)

空分设备龙头地位稳固，继续做大做强气体业务

增持

核心观点

2022 年营收/归母净利润同比+7.79%/+1.37%。公司 2022 年实现营业收入 128.03 亿元，同比增长 7.79%；归母净利润 12.10 亿元，同比增长 1.37%；扣非归母净利润 11.26 亿元，同比减少 2.27%。**单季度看**，22Q4 收入为 30.37 亿元，同比增长 4.15%，归母净利润为-0.55 亿元，同比减少 137.64%。2022 年第四季度亏损主要系：**一是**公司计提资产和信用减值；**二是**稀有气体价格大幅下滑而影响销售；**三是**公司员工薪酬等成本费用因年度结算导致季度之间不平衡，四季度成本费用较高所致。

利润率水平保持稳定，期间费用率小幅上升。2022 年公司毛利率/净利率分别为 25.49%/10.03%，同比变动+0.85/-0.70 个 pct。**期间费用方面**，销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.14%/5.87%/0.63%/3.61%，同比变动+0.03/+0.23/-0.25/+0.65 个 pct，期间费用率同比略增，主要系公司加大研发力度导致研发费用增长较多所致。**现金流方面**，公司经营性现金流净额为 14.37 亿元，同比增长 13.89%，公司应收账款管理继续优化。

加快气体投资布局，气体业务收入占比超 60%。分业务看，气体销售/空分设备/石化产品/工程总包收入分别为：80.08/40.11/4.46/1.31 亿元，同比分别变动 +21.04%/-7.03%/-12.93%/-38.23%；毛利率分别为 25.29%/26.75%/20.19%/14.76%，同比分别变动-0.88/+2.72/+3.13/+2.54 个 pct。全年订单看，**1) 空分设备**：全年空分设备新订合同 60.88 亿元，新订大中型空分设备 35 套，合计制氧容量 225 万 Nm³/h；**2) 气体销售**：公司新签订晋南钢铁、浙江时代锂电、九江天赐及广西盛隆等供气项目，全年气体投资项目新增制氧量 39 万 Nm³/h。截至目前，公司在全国范围内投资设立专业气体公司达 56 家，总制氧能力超 280 万 Nm³/h；**3) 石化产品**：全年低温石化装备订单达 5.23 亿元，低温石化设备市占率保持国内领先，其中乙烯冷箱产品的市场占有率超过 80%。

风险提示：气体业务进展不及预期；大宗原材料价格波动；竞争加剧。

投资建议：公司为全球空分设备龙头，后拓展至工业气体服务，现已形成“工程总承包-空分设备制造-工业气体运营”的全产业链产品和服务体系，不断打开成长天花板。所处工业气体行业长坡厚雪，公司后起之秀有望加速成长。预计公司 23-25 年归母净利润为 15.07/17.98/21.36 亿元，对应 PE25/21/18 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,878	12,803	15,017	17,505	20,480
(+/-%)	18.5%	7.8%	17.29%	16.57%	16.99%
净利润(百万元)	1194	1210	1507	1798	2136
(+/-%)	41.6%	1.4%	24.53%	19.27%	18.84%
每股收益(元)	1.24	1.23	1.53	1.83	2.17
EBIT Margin	14.3%	14.1%	13.8%	14.1%	14.5%
净资产收益率 (ROE)	16.3%	14.8%	16.6%	17.9%	19.2%
市盈率 (PE)	31.4	31.6	25.4	21.3	17.9
EV/EBITDA	19.5	19.2	17.6	15.2	13.2
市净率 (PB)	5.11	4.67	4.22	3.80	3.43

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·专用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：李雨轩

0755-81981140

liyuxuan@guosen.com.cn

S0980521100001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	38.83 元
总市值/流通市值	38230/37439 百万元
52 周最高价/最低价	45.25/21.79 元
近 3 个月日均成交额	219.70 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

图1：杭氧股份 2022 年营业收入同比+7.79%



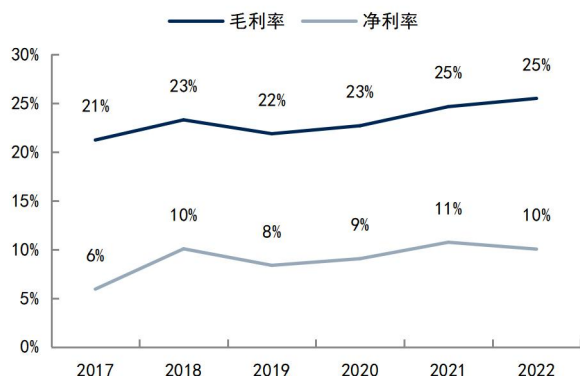
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：杭氧股份 2022 年归母净利润同比+1.37%



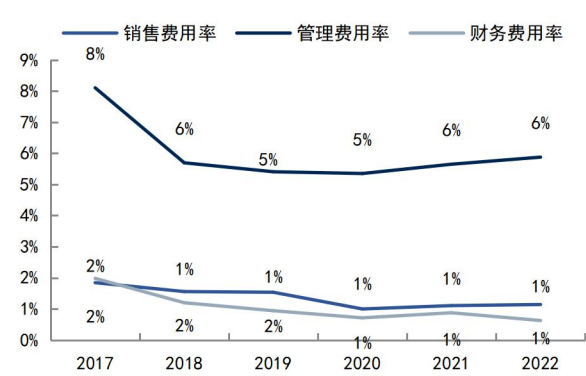
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：杭氧股份毛利率水平持续提升



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：杭氧股份期间费用率小幅上升



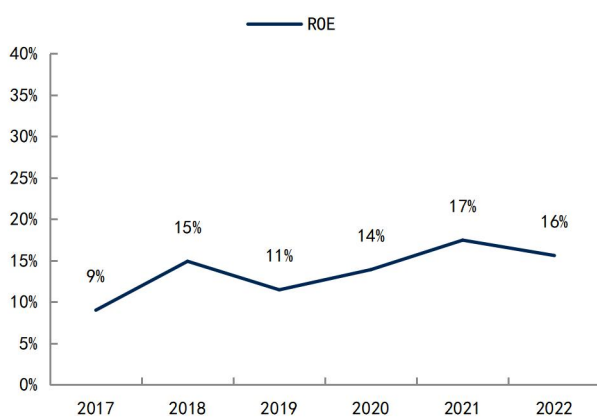
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图5：杭氧股份研发投入持续增长



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图6：杭氧股份 ROE 有所波动



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

证券简称	投资评级	收盘价 20230404	总市值（亿元）	EPS				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
陕鼓动力	未评级	10.54	182.09	0.50	0.57	0.69	0.86	21.23	18.41	15.26	12.19
金宏气体	未评级	23.70	115.10	0.34	0.47	0.75	0.99	68.89	50.12	31.57	23.85
华特气体	未评级	97.67	117.51	1.07	1.66	2.28	3.03	90.87	58.72	42.79	32.22
凯美特气	未评级	14.25	91.02	0.22	0.34	0.58	0.80	65.57	41.55	24.72	17.92
							平均值	61.64	42.20	28.59	21.55
杭氧股份	增持	38.83	382.30	1.21	1.23	1.53	1.83	32.02	31.59	25.37	21.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

注：未评级公司为 WIND 一致性预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1566	3292	2486	2426	2712	营业收入	11878	12803	15017	17505	20480
应收款项	2698	2343	3091	3267	3822	营业成本	8951	9540	11216	13022	15175
存货净额	2432	2071	2798	3212	3615	营业税金及附加	76	91	89	114	134
其他流动资产	2532	2861	3169	3779	4440	销售费用	131	146	171	198	233
流动资产合计	9228	10568	11544	12684	14590	管理费用	671	752	884	1010	1159
固定资产	5800	7596	8914	10117	11202	研发费用	352	463	588	685	802
无形资产及其他	375	370	356	342	328	财务费用	104	80	141	165	200
投资性房地产	469	515	515	515	515	投资收益	30	28	19	36	38
长期股权投资	174	190	230	276	310	资产减值及公允价值变动	53	42	63	58	54
资产总计	16047	19238	21558	23934	26945	其他收入	(432)	(632)	(588)	(685)	(802)
短期借款及交易性金融负债	640	1022	895	1667	2631	营业利润	1597	1632	2010	2405	2869
应付款项	1674	1635	2111	2042	2031	营业外净收支	(4)	18	11	8	12
其他流动负债	3686	3735	4765	5347	6211	利润总额	1593	1650	2021	2413	2882
流动负债合计	6000	6392	7770	9057	10873	所得税费用	318	366	424	508	617
长期借款及应付债券	1851	3581	3581	3581	3581	少数股东损益	80	73	90	107	128
其他长期负债	341	306	302	297	282	归属于母公司净利润	1194	1210	1507	1798	2136
长期负债合计	2192	3887	3883	3878	3863	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	8192	10279	11653	12935	14736	净利润	1194	1210	1507	1798	2136
少数股东权益	532	768	848	945	1060	资产减值准备	(111)	118	37	35	32
股东权益	7324	8192	9057	10054	11149	折旧摊销	641	721	760	893	1031
负债和股东权益总计	16047	19238	21558	23934	26945	公允价值变动损失	(53)	(42)	(63)	(58)	(54)
						财务费用	104	80	141	165	200
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(844)	433	(243)	(656)	(750)
每股收益	1.24	1.23	1.53	1.83	2.17	其它	166	(88)	44	61	83
每股红利	0.39	0.73	0.65	0.81	1.06	经营活动现金流	994	2352	2042	2073	2478
每股净资产	7.59	8.32	9.20	10.21	11.32	资本开支	0	(2652)	(2039)	(2060)	(2080)
ROIC	17%	15%	15%	17%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	16%	15%	17%	18%	19%	投资活动现金流	(83)	(2668)	(2079)	(2106)	(2114)
毛利率	25%	25%	25%	26%	26%	权益性融资	(10)	786	0	0	0
EBIT Margin	14%	14%	14%	14%	15%	负债净变化	680	688	0	0	0
EBITDA Margin	20%	20%	19%	19%	20%	支付股利、利息	(380)	(716)	(642)	(800)	(1042)
收入增长	19%	8%	17%	17%	17%	其它融资现金流	(1433)	1312	(127)	772	964
净利润增长率	42%	1%	25%	19%	19%	融资活动现金流	(842)	2042	(769)	(28)	(77)
资产负债率	54%	57%	58%	58%	59%	现金净变动	69	1726	(806)	(61)	287
息率	1.0%	1.9%	1.7%	2.1%	2.7%	货币资金的期初余额	1497	1566	3292	2486	2426
P/E	31.4	31.6	25.4	21.3	17.9	货币资金的期末余额	1566	3292	2486	2426	2712
P/B	5.1	4.7	4.2	3.8	3.4	企业自由现金流	0	(89)	112	132	540
EV/EBITDA	19.5	19.2	17.6	15.2	13.2	权益自由现金流	0	1911	(126)	773	1347

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032