

杭氧股份 (002430.SZ)

23H1 营收同比+4.29%，设备订单饱满、气体业务短期承压

买入

核心观点

2023H1 营收/归母净利润同比+4.29%/-29.31%。公司 2023H1 实现营收 64.44 亿元，同比增长 4.29%；归母净利润 5.25 亿元，同比下降 29.31%；扣非归母净利润 5.03 亿元，同比下降 29.89%。**单季度看**，23Q1/Q2 公司实现营收 32.88/31.55 亿元，同比变动+20.24%/-8.38%；归母净利润 2.76/2.49 亿元，同比变动-14.20%/-40.86%；扣非归母净利润 2.67/2.36 亿元，同比变动-14.79%/-41.57%。

盈利能力同比下滑，期间费用率有所上升。盈利能力方面，2023H1 公司毛利率/净利率为 24.20%/8.73%，同比变动-4.06/-3.96 个 pct。公司盈利能力下滑主要系上半年零售气价格低迷导致气体业务毛利率大幅下降所致。**期间费用方面**，销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.24%/6.40%/0.63%/3.20%，同比变动+0.21/+0.34/+0.06/+0.41 个 pct，整体期间费用率为 11.46%，同比变动+1.01 个 pct，期间费用率有所上升。**现金流方面**，公司经营性现金净额 1.92 亿元，同比下降 74.87%。

主要业务稳健发展，气体业务毛利率下滑。分业务看，2023H1 公司空分设备/石化产品/工程总包/气体销售/其他业务收入分别为 19.41/3.37/0.52/40.18/0.97 亿元，同比分别变动-0.75%/+8.94%/-47.37%/+7.79%/+8.86%，空分设备/气体销售业务毛利率分别为 31.65%/21.10%，同比分别变动+5.14/-9.08 个 pct。

设备业务订单饱满，气体板块开拓新蓝海。1) **制造板块**，公司空分设备和石化装备新签订单合同额达 43.21 亿元，同比增长 41.16%。空分设备方面，取得北方华锦 3 套 8.2 万等多套空分设备订单。石化装备方面，中标多套海外 PDH 装置项目，海外订单创历史峰值；2) **气体板块**，公司投资设立印尼杭氧，迈出气体产业国际化第一步；氢能源、食品氮、零售终端等多领域加速布局，新签气体项目总制氧量超 37 万立方米/h；特气板块对并购的西亚特电子、万达气体整合速度加快，战略布局持续推进。报告期内公司控股股东收购浙江盈德，若公司与之成功实现资产重组，有望确立国内工业气体行业龙头地位。

风险提示：并购整合事项不及预期；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，有望确立工业气体行业龙头地位，充分受益于工业气体长坡厚雪赛道，以及领先企业间整合带来的竞争格局优化。考虑到市场环境仍有一定不确定性，我们小幅下调公司 23-25 年归母净利润为 13.23/16.39/19.90 亿元（前值 14.31/17.05/20.23），对应 PE23/18/15 倍，维持“买入”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	13,762	16,162	18,828
(+/-%)	18.5%	7.8%	7.49%	17.43%	16.50%
净利润(百万元)	1194	1210	1323	1639	1990
(+/-%)	41.6%	1.4%	9.31%	23.89%	21.43%
每股收益(元)	1.24	1.23	1.34	1.66	2.02
EBIT Margin	14.3%	14.1%	13.2%	14.0%	14.8%
净资产收益率(ROE)	16.3%	14.8%	14.8%	16.6%	18.3%
市盈率(PE)	24.6	24.8	22.7	18.3	15.1
EV/EBITDA	16.1	15.9	15.9	13.4	11.5
市净率(PB)	4.01	3.66	3.35	3.04	2.76

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

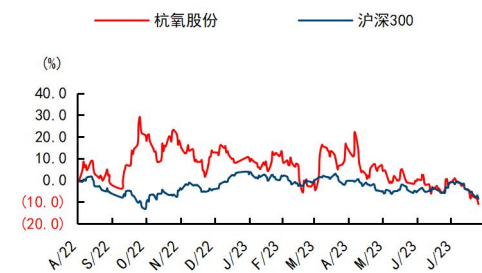
liyuxuan@guosen.com.cn

S0980521100001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	30.45 元
总市值/流通市值	29972/29359 百万元
52 周最高价/最低价	45.25/30.38 元
近 3 个月日均成交额	140.19 百万元

市场走势



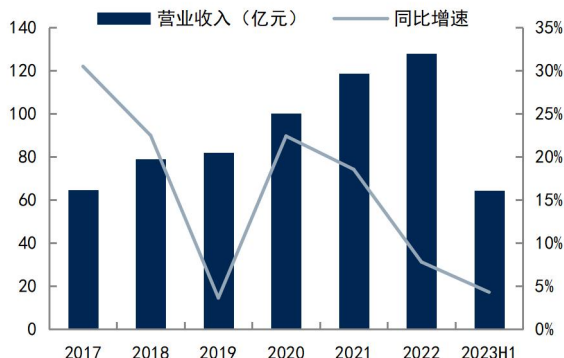
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《杭氧股份(002430.SZ)-控股股东拟收购浙江盈德，行业龙头整合有望带来经营格局改善》——2023-05-05

《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》——2023-04-06

图1: 杭氧股份 2023H1 营业收入同比+4.29%



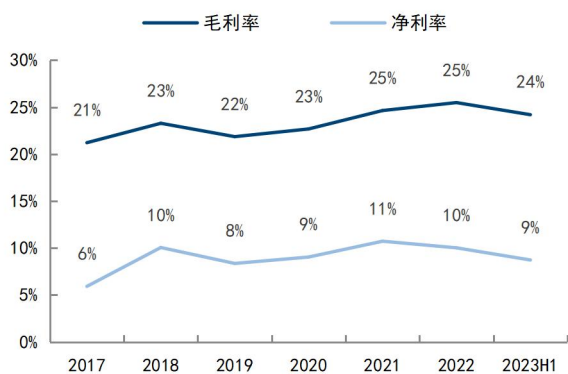
资料来源: 公司公告、iFind, 国信证券经济研究所整理

图2: 杭氧股份 2023H1 归母净利润同比-29.31%



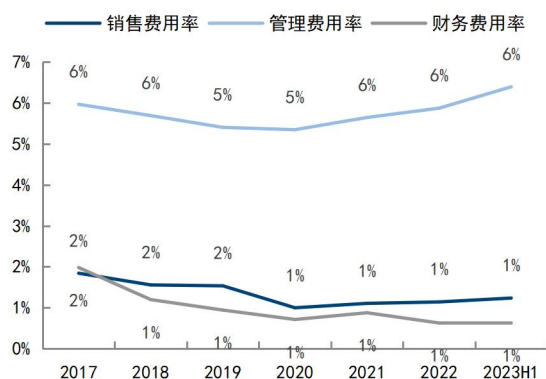
资料来源: 公司公告、iFind, 国信证券经济研究所整理

图3: 杭氧股份盈利能力整体稳定



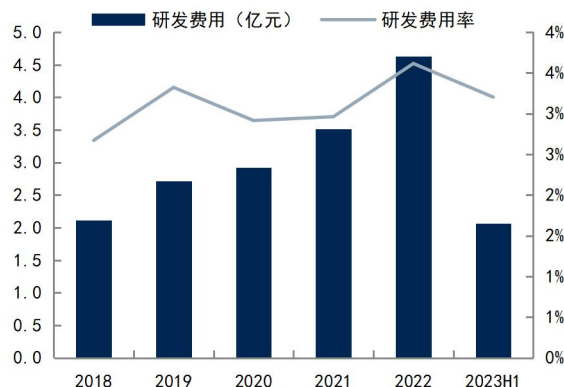
资料来源: 公司公告、iFind, 国信证券经济研究所整理

图4: 杭氧股份 23H1 期间费用率小幅上升



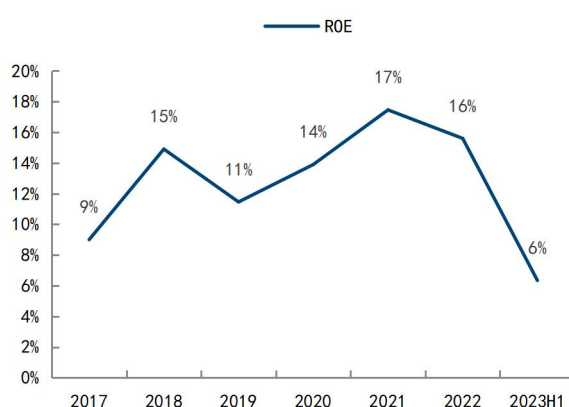
资料来源: 公司公告、iFind, 国信证券经济研究所整理

图5: 杭氧股份研发投入持续增长



资料来源: 公司公告、iFind, 国信证券经济研究所整理

图6: 杭氧股份 ROE 趋势上升



资料来源: 公司公告、iFind, 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 20230823	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
陕鼓动力	未评级	7.80	134.75	0.56	0.66	0.81	0.97	20.45	11.89	9.66	8.05
金宏气体	未评级	23.71	115.44	0.47	0.66	0.85	1.05	39.76	35.82	27.88	22.68
华特气体	未评级	57.99	69.87	1.71	2.00	2.68	3.50	43.3	28.99	21.71	16.57
凯美特气	未评级	10.01	71.49	0.26	0.29	0.39	0.49	58.31	35.97	26.58	21.08
							平均值	40.46	28.17	21.46	17.10
杭氧股份	买入	30.45	299.72	1.23	1.34	1.66	2.02	22.7	22.66	18.29	15.06

资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理及预测

注: 未评级公司为 iFind 机构一致预测。

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	2557	2426	2712	营业收入	11878	12803	13762	16162	18828
应收款项	2698	2343	2833	3016	3514	营业成本	8951	9540	10354	12045	13907
存货净额	2432	2071	2567	2954	3292	营业税金及附加	76	91	82	105	123
其他流动资产	2532	2861	2904	3489	4082	销售费用	131	146	157	182	214
流动资产合计	9228	10568	10861	11885	13600	管理费用	671	752	811	934	1067
固定资产	5800	7596	8914	10117	11202	研发费用	352	463	539	633	737
无形资产及其他	375	370	356	342	328	财务费用	104	80	140	165	201
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	20876	23135	25955	其他收入	(432)	(632)	(539)	(633)	(737)
短期借款及交易性金融负债	640	1022	895	1673	2669	营业利润	1597	1632	1763	2192	2672
应付款项	1674	1635	1937	1878	1849	营业外净收支	(4)	18	11	8	12
其他流动负债	3686	3735	4372	4919	5660	利润总额	1593	1650	1774	2200	2685
流动负债合计	6000	6392	7203	8470	10178	所得税费用	318	366	372	463	575
长期借款及应付债券	1851	3581	3581	3581	3581	少数股东损益	80	73	79	98	119
其他长期负债	341	306	302	297	282	归属于母公司净利润	1194	1210	1323	1639	1990
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	11086	12348	14042	净利润	1194	1210	1323	1639	1990
少数股东权益	532	768	839	926	1034	资产减值准备	(111)	118	37	35	32
股东权益	7324	8192	8951	9860	10880	折旧摊销	641	721	760	893	1031
负债和股东权益总计	16047	19238	20876	23135	25955	公允价值变动损失	(53)	(42)	(63)	(58)	(54)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	104	80	140	165	201
每股收益	1.24	1.23	1.34	1.66	2.02	营运资本变动	(844)	433	(56)	(636)	(699)
每股红利	0.39	0.73	0.57	0.74	0.99	其它	166	(88)	34	53	75
每股净资产	7.59	8.32	9.09	10.02	11.05	经营活动现金流	994	2352	2034	1926	2375
ROIC	17%	15%	14%	15%	17%	资本开支	0	(2652)	(2039)	(2060)	(2080)
ROE	16%	15%	15%	17%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	25%	25%	25%	25%	26%	投资活动现金流	(83)	(2668)	(2079)	(2106)	(2114)
EBIT Margin	14%	14%	13%	14%	15%	权益性融资	(10)	786	0	0	0
EBITDA Margin	20%	20%	19%	20%	20%	负债净变化	680	688	0	0	0
收入增长	19%	8%	7%	17%	17%	支付股利、利息	(380)	(716)	(564)	(730)	(971)
净利润增长率	42%	1%	9%	24%	21%	其它融资现金流	(1433)	1312	(127)	778	997
资产负债率	54%	57%	57%	57%	58%	融资活动现金流	(842)	2042	(690)	48	26
息率	1.3%	2.4%	1.9%	2.4%	3.2%	现金净变动	69	1726	(735)	(132)	287
P/E	24.6	24.8	22.7	18.3	15.1	货币资金的期初余额	1497	1566	3292	2557	2426
P/B	4.0	3.7	3.3	3.0	2.8	货币资金的期末余额	1566	3292	2557	2426	2712
EV/EBITDA	16.1	15.9	15.9	13.4	11.5	企业自由现金流	0	(89)	103	(17)	437
						权益自由现金流	0	1911	(135)	631	1275

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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