

金宏气体 (688106)

综合性气体供应商龙头, 大宗气体+特种气体并驾齐驱

买入 (首次)

2023 年 12 月 12 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 朱自尧

执业证书: S0600523080003

zhuzy@dwzq.com.cn

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

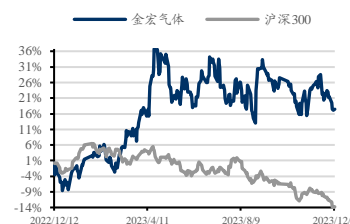
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,967	2,412	2,946	3,572
同比	13%	23%	22%	21%
归属母公司净利润 (百万元)	229	320	410	528
同比	37%	40%	28%	29%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.47	0.66	0.84	1.08
P/E (现价&最新股本摊薄)	50.58	36.22	28.25	21.95

关键词: #产能扩张 #进口替代

投资要点

- **综合性气体供应商龙头, 大宗气体特种气体并驾齐驱。**公司成立于 1999 年, 以大宗气体为基石开拓市场, 2010 年突破高端特气领域正式生产运营 7N 电子级超纯氨。公司深耕气体行业廿余载, 现已成为拥有大宗气体、特种气体、燃气的综合型气体供应商, 业务模式多元涵盖现场制气及槽罐供气、钢瓶供气的零售供气。业务种类不断突破涉及电子大宗、TGCM 等。公司下游客户广泛, 不仅包括冶金、化工等传统行业的客户, 还覆盖集成电路、光伏、医疗健康等新兴行业客户。
- **工业气体赛道景气度明朗, 下游迎扩产热潮电子特气加速发展。**1) 工业气体赛道景气度明朗, 下游领域不断拓宽, 我们预计 2030 年我国工业气体市场规模有望超 4392 亿元, 长坡厚雪。2) 半导体需求热潮成为行业扩容关键, 国产化率较低自主可控迫在眉睫。特气下游超四成应用于电子半导体领域, 2022 年气体占晶圆制造材料成本 13% 为第二大耗材。下游需求增长助特气市场空间扩容。我们预计 2030 年我国特种/电子特气市场规模有望达 1941/1436 亿元。2020 年我国电子特气国产化率仅 15%, 自主可控迫在眉睫, 本土企业有望加速发展。
- **大宗气体业务推进一体化战略, 向上增加原材料自给产能, 向下拓宽销售渠道。**公司积极自建空分项目, 苏相金宏润空分项目于 6 月成功封顶, 投产后将提高公司液氧、液氮的自给比率。公司坚持横向扩张战略, 核心区域不断增加零售网点, 截至 2023 年 8 月, 公司在长三角核心区域收购上海振志、上海畅和、上海医阳三家医用氧销售公司, 进一步整合上海区域的医用氧销售渠道。太仓金宏充装站项目正在产业化推进过程中, 启东金宏、如皋金宏两个新建项目正在申请备案等合规手续。公司的市场占有率, 巩固公司的行业地位。
- **产能迎释放高峰, 业绩步入高速增长时代。**1) 公司特气品类不断完善, 客户突破已显成效。公司拳头产品超纯氨、高纯氧化亚氮等产品已供应中芯国际、海力士、镁光、联芯集成等知名半导体客户。投产新品高纯二氧化碳已实现小批量供应, 正硅酸乙酯已在联芯、苏州和舰等公司进行大批量测试; 在建新品全氟丁二烯、一氟甲烷、八氟环丁烷、二氯二氢硅、六氯乙硅烷、乙硅烷、三甲基硅胺等 7 款产品正在产业化过程中。2) 电子大宗载气积极推进, 截至 2023 年 9 月, 公司已签订 7 个电子大宗载气项目订单: 广东芯粤能项目、西安卫光项目已量产供气; 北方集成创新中心项目在建中并处于临时供气状态; 广东光大项目、厦门天马项目、无锡华润上华项目、苏州龙驰项目尚未正式供气, 营收弹性可观。
- **盈利预测与投资评级:** 综合性气体供应商龙头, 大宗气体特种气体并驾齐驱。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.20/4.10/5.28 亿元, 同增 40%/28%/29%, 对应 36/28/22 倍 PE, 关注公司内生外延带动的业绩增长及半导体材料等下游国产替代逻辑, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期、项目研发不及预期、市场价格波动风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.80
一年最低/最高价	18.58/29.13
市净率(倍)	3.90
流通 A 股市值(百万元)	11,589.25
总市值(百万元)	11,589.25

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.11
资产负债率(% ,LF)	47.24
总股本(百万股)	486.94
流通 A 股(百万股)	486.94

相关研究

《金宏气体(688106): 2022 年半年报点评: 特气助力营收高增, 推动跨区域发展, 气体品类加速完善》

2022-08-29

《金宏气体(688106): 实现 IC 半导体领域 TGM 业务突破, 彰显综合气体供应商服务实力成长迎加速》

2022-08-12

内容目录

1. 国内工业气体领军企业，抢跑氢能&资源化新赛道.....	4
1.1. 国内工业气体领军企业，二十余载深耕细作结硕果.....	4
1.2. 大宗及特种气体并驾齐驱，业绩屡创新高竞争优势稳固.....	4
2. 工业气体赛道景气度明朗，下游迎扩产热潮电子特气加速发展.....	6
3. 公司纵向发展&横向布局，塑造核心竞争力.....	8
3.1. 横向布局开拓全国市场，新产能释放&新产品上市，业绩增长空间可期.....	8
3.2. 客户资源强劲，电子大宗气体项目突破开启新篇章.....	9
4. 盈利预测与投资评级.....	11
5. 风险提示.....	13

图表目录

图 1: 公司深耕气体行业二十余载.....	4
图 2: 2019-2022 年营收复增 19.23%&归母净利复增 8.95%	5
图 3: 项目运营贡献主要收入 (亿元)	5
图 4: 公司各业务毛利率情况.....	5
图 5: 2022 年公司行业营收占比.....	6
图 6: 2022 年公司营收区域占比.....	6
图 7: 我国工业气体市场规模 (亿元)	7
图 8: 2021 年中国特种气体下游应用.....	7
图 9: 2021 年特种气体分类及电子特气下游应用.....	7
图 10: 中国特种气体及电子特气市场规模 (亿元)	8
表 1: 2023 年项目在建产能情况.....	9
表 2: 部分公司合作客户列表.....	10
表 3: 电子特气相关下游认证周期.....	10
表 4: 在手电子大宗载气项目情况 (截至 2023 年 11 月)	11
表 5: 金宏气体盈利预测 (百万元)	12
表 6: 可比公司估值 (估值日期: 2023/12/10)	13

1. 国内工业气体领军企业，抢跑氢能&资源化新赛道

1.1. 国内工业气体领军企业，二十余载深耕细作结硕果

深耕气体行业廿余载，国内气体行业领军企业。苏州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。1) 2000年以大宗气体为基石开拓市场，收购法国液化空气有限公司在苏州的部分气体生产资产，以大宗气体业务为基石，逐步开拓市场；2) 2005年迈入循环经济业务，兴建年产10万吨二氧化碳回收项目成功打通尾气回收利用业务模式。2009年公司完成股份制改造，治理体系日趋完善；3) 2010年突破高端特气领域，7N电子级超纯氮正式生产运营，2012年投资建设天然气制氢项目，2014年公司在新三板挂牌；4) 2015年纵横发展布局全国市场，布局重庆建设氢气回收项目；2017年于河南平顶山投产销售高纯氧化亚氮；5) 2020年发力氢能&资源化领域，加大尾气资源回收项目投资，深度参与氢能产业链发展。同年公司在科创板上市（股票代码：688106）。

图1：公司深耕气体行业二十余载

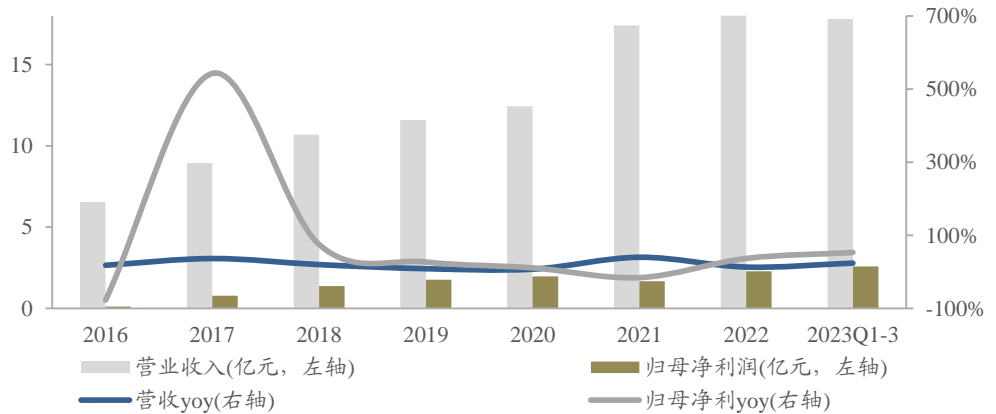


数据来源：公司官网，招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 大宗及特种气体并驾齐驱，业绩屡创新高竞争优势稳固

业绩稳步增长，2023年前三季度归母净利润同增53.31%。2023Q1-Q3公司实现营业收入17.80亿元，同比增长23.87%。2022年公司实现营业收入19.67亿元，同比增长12.97%，2019-2022年营收复合增速达19.23%。2023Q1-Q3归属于上市公司股东净利润2.59亿元，同比增长53.31%。2022年归属于上市公司股东净利润2.29亿元，同比增长37.14%，2019-2022年归母净利复合增速达8.95%。公司坚持纵向开发横向布局，叠加行业高景气度打开发展新空间。

图2: 2019-2022 年营收复增 19.23%&归母净利复增 8.95%

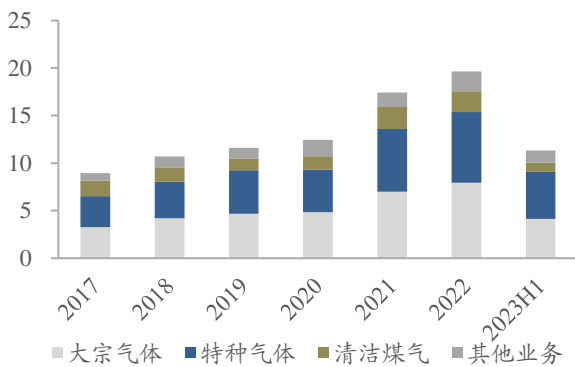


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

大宗气体&特种气体齐头并进, 贡献超七成营收。2023H1 公司大宗气体、特种气体和天然气业务分别实现营业收入 4.14/4.94/0.96 亿元, 占总营收比例为 37%/44%/8%。2020 年至 2023H1 期间, 特种气体业务营收逐年提升, 占总营收比例从 36%提升到 44%。2017 年至 2023H1 期间, 大宗气体和特种气体连续多年分别贡献公司总营收达 35%以上, 大宗及特种气体营收并驾齐驱, 营收占比保持稳定。

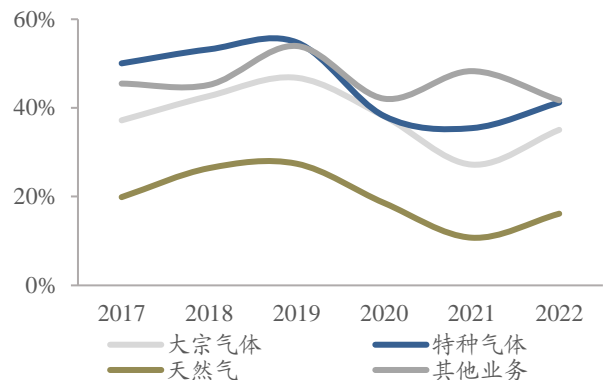
特种气体为高技术壁垒高附加值产品, 带动公司整体毛利率水平。2022 年特种气体毛利率达 41.23%, 作为高技术壁垒及高附加值产品连续多年维持在高毛利水平, 拉动公司整体毛利率; 2021 年在大宗商品涨价压力持续传导的背景下, 大宗气体毛利率从 2020 年的 38.1%下滑至 27.2%, 天然气毛利率从 2020 年的 18.6%下滑至 10.7%。伴随公司新空分项目逐步投产, 大宗商品价格回稳, 2022 年大宗气体毛利率回升至 35.06%, 天然气毛利率回升至 16.14%。

图3: 项目运营贡献主要收入 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 公司各业务毛利率情况



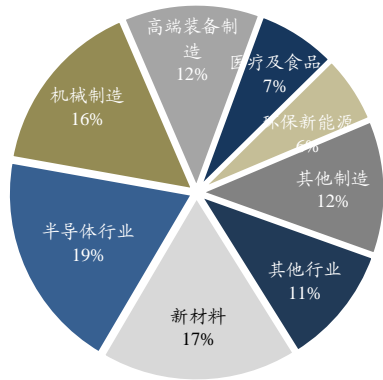
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司下游行业领域广泛, 结构层次稳定。凭借雄厚实力及优异质量, 公司获得众多

新兴行业客户的认可，2022 年所属新材料、半导体、机械制造客户分别贡献公司 17%、19%、16% 营收。公司与众多集成电路、液晶面板、LED 等知名客户建立长期稳定合作，保障公司业务稳定性。此外，公司凭借稳定供应保障能力，较好的满足了单体气体需求量较小，分布较为分散的中小型客户。在各个行业聚集了大量的拥趸客户，保证公司的持续稳定发展。

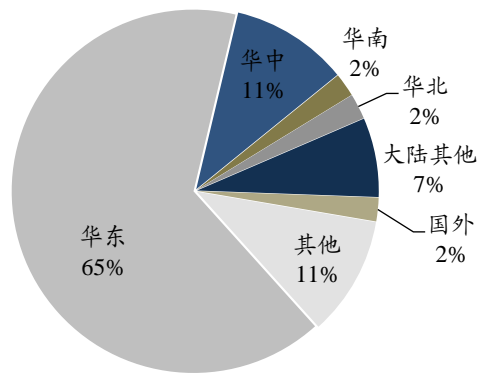
华东地区贡献超六成营收，持续向全国拓展提高市占率。华东地区营收占比从 2017 年的 81% 逐步下降至 2022 年的 65%。公司在深耕华东市场的同时，通过新建和收购整合等方式，积极向四川、重庆等地区拓展业务，提高市场占有率。

图5: 2022 年公司行业营收占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2022 年公司营收区域占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

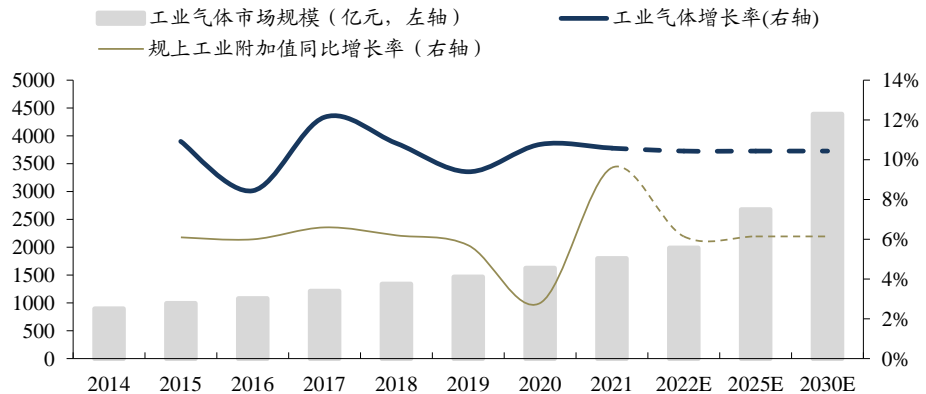
2. 工业气体赛道景气度明朗，下游迎扩产热潮电子特气加速发展

工业气体指用于工业用途，常温常压下为气态的产品，由于用途广泛，被称作“工业的血液”。工业气体种类繁多，根据纯度的不同，可分为大宗气体和特种气体两类。通常，大宗气体的纯度在 99.99% 以内，包括了通过液化空气分离制得的空分气体和通过化学合成制得的合成气体，目前已广泛应用在电子半导体、医疗健康、节能环保、新材料、新能源、高端装备制造等新兴产业以及冶金、化工两大传统行业。

受益于中国经济的不断发展，2030 年工业气体市场规模有望达 4392 亿元。由于工业气体被广泛应用在工业制造的各个领域，所以其市场规模的增速与工业产值的增速有明显的相关性。根据国家统计局披露，2015-2021 年我国规模以上(规上)工业附加值的年均增速为 6.14%。根据亿渡数据和前瞻产业研究院统计，2021 年我国工业气体市场规模达 1798 亿元，2015-2021 年均增速为 10.43%，是规上工业附加值年均增速的 1.70 倍，体现出了超过平均水平的增速。假设“十四五”期间我国规上工业附加数以 6.14% 稳步增长，按工业气体为规上工业附加值年均增速 1.70 倍测算，2025/2030 年我国工业气体市

场规模有望达 2674/4392 亿元。

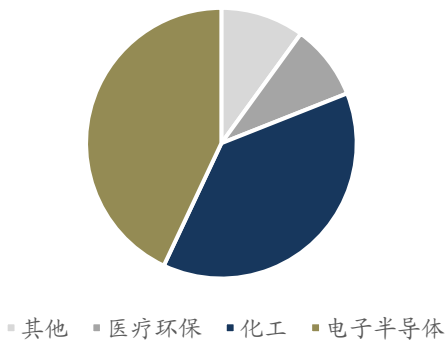
图7：我国工业气体市场规模（亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，亿渡数据，国家统计局，东吴证券研究所

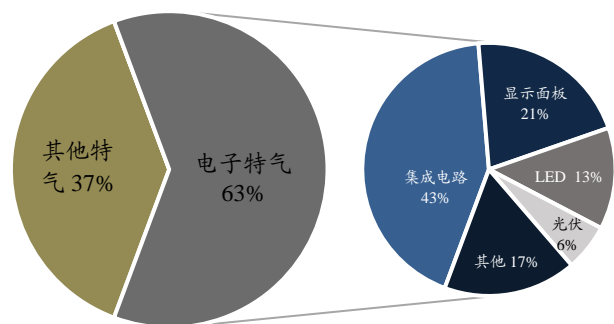
特种气体市场中电子特气占比超六成，半导体需求成为行业扩容关键。特种气体下游应用涉及电子半导体、化工、医疗环保等行业，2021 年各行业占比分别为 43%、38% 和 9%。根据亿渡数据统计，2021 年在特种气体的细分赛道中，电子特气的市场规模占比达到特种气体市场总规模 63%。电子气体被称为集成电路、液晶面板、LED 及光伏等材料的“粮食”和“源”。被广泛引用于电子产品制程工艺中的离子注入、刻蚀、气相沉积、掺杂等。2020 年我国电子特气国产化率仅 15%，自主可控迫在眉睫，本土企业有望加速发展。在国家政策持续推动以及电子半导体下游需求高速增加的带动下，电子特气市场空间有望进一步扩容。

图8：2021 年中国特种气体下游应用



数据来源：亿渡数据，东吴证券研究所

图9：2021 年特种气体分类及电子特气下游应用



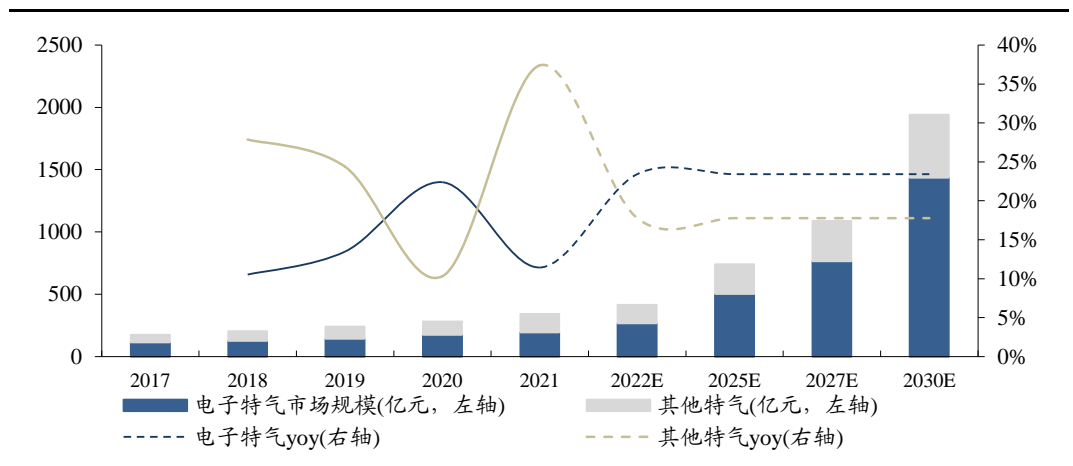
数据来源：亿渡数据，东吴证券研究所

电子特气占晶圆制造材料成本 13%为第二大耗材，本土材料厂商将直接受益于中国大陆晶圆制造产能扩张。电子特气是半导体制造中不可或缺的一部分，对半导体性能影响大。约 44%的电子特气可应用于半导体领域中，应用于如化学气相沉积、离子注入、光刻胶印刷、扩散、刻蚀、掺杂等重要环节，占晶圆制造材料 13%的成本，仅次于硅片，

是半导体第二大耗材，占 IC 材料总成本的 5%-6%。一个八寸的芯片厂每年气体的使用金额约为 5 千万元人民币。半导体材料与晶圆厂具备伴生性，本土材料厂商将直接受益于中国大陆晶圆制造产能扩张。

受下游需求带动，2030 年我国特种气体市场规模约 1941 亿元，电子特气市场规模达 1436 亿元。受益于下游产业的蓬勃发展，中国特种气体行业市场规模不断扩大，根据亿渡数据统计，17 年我国特种气体市场规模约为 175 亿元，2021 年市场规模已突破 342 亿元，与 2020 年相比同增 21.28%，4 年复增高达 18.24%。电子气体市场规模呈高速上升趋势，21 年规模达 216 亿元，同增 23.43%。我们保守假设 2022-2030 年特种气体增速按 21.28%，电子特气增速按 23.43% 进行测算，2022/2025/2030 年我国特种气体市场规模可达 415/740/1941 亿元，其中电子特气市场规模为 267/501/1436 亿元，2030 年占比将达 74%。

图10：中国特种气体及电子特气市场规模（亿元）



数据来源：亿渡数据，东吴证券研究所

3. 公司纵向发展&横向布局，塑造核心竞争力

3.1. 横向布局开拓全国市场，新产能释放&新产品上市，业绩增长空间可期

横向布局开拓全国市场，推进大宗气体业务一体化。2023 年公司在夯实华东地区业务的同时，积极推动全国销售网点建设，23Q1-Q3 营业收入创新高达 17.80 亿元，同比上涨 23.87%。近年来公司坚持横向布局通过新建和收购整合等方式向四川、重庆等地区拓展业务，积极打通华东片区以外站点。2017 至 2022 年公司在非华东地区的营收占比从 19%提高至 35%，2023 年公司新设启东金宏、天津金宏、如皋金宏，建设气体充装和服务站点。公司同时推进特种气体和大宗气体公司的并购，2023 年收购上海振志、上海畅和以及上海医阳，整合上海地区医用氧销售渠道。提高市场占有率全国销售网点的部署将有利于公司未来进一步壮大。通过并购整合及新建产能等方式，为客户提供更加及时、优质的供气服务，把“金宏”品牌打造成行业民族品牌。

新产能释放&新产品上市，业绩增长空间可期。2023 年公司在特种气体产业化、碳

捕集利用、氢气生产、空分生产和电子大宗载气项目建设等多方面进行布局。在特气业务方面，公司有苏州 85 亩地项目二期/三期（新建高端电子专用材料项目）、眉山金宏项目、全椒金宏项目等多个项目在建待投产，核心产品超纯氨将新增 1 万吨产能，全氟丁二烯、一氟甲烷、八氟环丁烷、二氯二氢硅、六氯乙硅烷、乙硅烷及三甲基硅胺等 7 款电子级特气产品将实现产业化。在大宗气体业务方面，公司有嘉兴金宏项目、太仓金宏项目、苏相空分项目、淮南中安项目等项目在建待投产，建成后氮氧氩产能大幅提升，部分原料气可实现自给，二氧化碳产能将新增 40 万吨/年。2023 年基于各产品投产节奏，公司未来营收增长将主要来自于超纯氨、氢气、二氧化碳等新增产能的释放，高纯二氧化碳、硅烷、氦气等新增产品的导入，以及电子大宗载气项目的正式供气，增长空间可期。

表1：2023 年项目在建产能情况

项目名称	项目类型	规划产品及产能	预估试生产时间	资金来源	达产后收入(万元/年)	达产后净利润(万元/年)	回收期(含税&建设期)	IRR
苏州85亩地项目二期	特种气体	全氟丁二烯200吨/年、一氟甲烷100吨/年、八氟环丁烷500吨/年	2023年12月	可转债/自筹	114015.00	21330.58	6.16年	23%
苏州85亩地项目三期	特种气体	二氯二氢硅200t/年、六氯乙硅烷50t/年	2023年12月					
眉山金宏项目	特种气体	一期2000万Nm3氢气;10000吨超纯氨及副产品	2023年6月	募集资金/自筹				
全椒金宏项目	特种气体	乙硅烷10吨、三甲基硅胺(TSA)10吨	2023年12月	募集资金/自筹				
嘉兴金宏项目	大宗气体	食品级二氧化碳20万吨/年、干冰8万吨/年	2023年6月	项目贷/自筹				
太仓金宏项目	大宗气体	年充装125万瓶工业气体项目(氧气55万瓶、氮气28万瓶、氩气20万瓶、二氧化碳12万瓶、混合气10万瓶)	2023年12月	IPO	5809.00	1599.00	4.57年	29%
华龙特气项目	大宗气体	制氢一期2000Nm/h天然气制氢项目(年产1440万标立方米的氢气)	2023年12月	可转债/自筹	5904.00	1025.19	8.31年	10%
淮南中安项目	大宗气体	食品级二氧化碳18万吨/年、工业级二氧化碳2万吨/年、干冰8万吨/年	2023年12月	可转债/自筹				
苏相空分项目	自建空分	560tpd液体空分(年产氩气11250吨、液氧23581吨、液氮45000吨、液氦963吨)	2023年12月	可转债/自筹	8347.35	1816.58	7.40年	12%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 客户资源强劲，电子大宗气体项目突破开启新篇章

客户资源强劲，受众多新兴行业客户认可。公司部分产品的容器处理技术、气体提纯技术、气体充装技术和检测技术已经达到国际通行标准，得益于质量及价格优势，公司已获得众多新兴行业知名客户的广泛认可。公司优势产品超纯氨、高纯氧化亚氮已正式供应了中芯国际、SK 海力士、镁光、联芯集成、积塔、华润微电子、华力集成等一批知名半导体客户。2023 年，公司实现超纯氨量产供应 SK 海力士，且达到主供状态，投产新品电子级正硅酸乙酯已在联芯、苏州和舰等公司进行大批量测试，投产新品高纯二氧化碳与海力士、联芯等客户积极对接测试过程中，对长鑫存储实现小批量供应。近年

来公司品牌影响力持续提升，业务的稳定性持续增强。

表2: 部分公司合作客户列表

行业	客户
集成电路	中芯国际、海力士、新加坡镁光、积塔、联芯集成、华润微电子、华力微电子、矽品科技、华天科技、士兰微等
液晶面板	京东方、三星电子、天马微电子、TCL 华星、中电熊猫、龙腾光电等
LED	三安光电、聚灿光电、乾照光电、华灿光电、澳洋顺昌等
光纤通信	亨通光电、富通集团、住友电工等
光伏	通威太阳能、天合光能、隆基股份等

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表3: 电子特气相关下游认证周期

下游行业	认证周期	相关气体
光伏	0.5-1 年	超纯氮、超纯氩、高纯二氧化碳、高纯氢、硅烷、氧化亚氮
显示面板	1-2 年	超纯氮、超纯氩、超纯氧、高纯氢、高纯氦
集成电路	2-3 年	高纯氧化亚氮、超纯氮、高纯氢、高纯二氧化碳

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

电子大宗气体项目突破, 开启新篇章。凭借公司在泛半导体现场制气运营领域中长达 10 年的经验积累、专业的技术人员储备以及高质量的产品保障, 2021-2023 年期间获得多个电子大宗载气项目订单, 主要包括:

1) 公司于 2021 年 11 月 19 日与**北方集成电路技术创新中心(北京)有限公司**签订供应合同, 供应氮气、氢气、氧气等电子大宗气体, 订单服务周期 15 年, 合同金额约为人民币 12.00 亿元(不含税), 供应模式采取现场制气与槽车运送相结合。电子大宗气体项目突破证明了公司通过电子特气业务进入电子大宗气业务战略获得成功, 开启了公司电子大宗气体这一宽广的新业务领域。

2) 公司于 2022 年 2 月 8 日与**广东芯粤能半导体有限公司**签订供应合同, 合约期限为 20 年, 合约金额为 10 亿元, 供应氮气、氩气、氢气等电子大宗气体, 对应芯粤能碳化硅芯片 2 万片 6 寸产能和 2 万片 8 寸产能。芯粤能项目将解决国内汽车芯片短缺的问题, 制成的产品下游主要应用于 SiC 第三代半导体车规级芯片生产领域, 终端应用于电动汽车。同时, 该项目属于第三代化合物半导体产能, 对公司未来承接相关业务都具有较好示范作用, 且有利于促进公司后续在华南区域的业务拓展。该项目于 2023 年 8 月 1 日正式量产, 标志着公司已具备完整电子大宗载气业务开发、建设、运行能力。

3) 公司于 2022 年 5 月 6 日与**广东光大企业集团有限公司**签订电子大宗载气项目订单, 合约金额为 2.5 亿元, 供应现场制氮、制氢、制氧产品, 突破了公司在 MINI-LED、GaN 芯片领域的客户案例。

4) 公司于 2022 年 12 月获得**厦门天马光电子有限公司**电子大宗载气项目订单, 中标金额 7.33 亿元, 合约期限为 15 年, 产品供应天马光首条专精于中小显示领域的高世代生产线(第 8.6 代新型显示面板生产线), 开拓了公司为液晶面板领域客户提供电子大宗载气服务的案例。

5) 公司于 2023 年 4 月获得**无锡华润上华科技有限公司**电子大宗载气项目订单, 合

约期限为 15 年,合约金额约 8.50 亿元,标志了公司实现对成熟量产品晶圆代工厂的突破。

6) 公司于 2023 年 7 月获得苏州龙驰半导体科技有限公司电子大宗载气项目订单。

7) 公司于 2023 年 8 月获得西安卫光科技有限公司电子大宗载气项目订单,合约期限 10 年。

表4: 在手电子大宗载气项目情况 (截至 2023 年 11 月)

项目名称	项目状态	项目周期	合约金额
北方集成电路项目	在建/临时供气	15 年	12 亿元
广东芯粤能项目	量产供气	20 年	10 亿元
广东光大项目	未正式供气	-	2.5 亿元
厦门天马光项目	未正式供气	15 年	7.33 亿元
无锡华润上华项目	未正式供气	15 年	8.50 亿元
苏州龙驰项目	未正式供气	-	-
西安卫光科技项目	量产供气	10 年	-

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

成功复制外资巨头商业模式, 涉足 TGCM 业务模式打开半导体市场。全面气体及化学品运维管理服务 (TGCM) 为针对半导体行业的一种前中后端全流程专业化供气服务模式。半导体厂商对气体质量和及时性的要求极高, 气体供应及运维服务需要较强的专业性和安全管控能力。目前, TGCM 市场多为外资大型气体公司承接, 如液化空气、林德集团、空气化工、太阳日酸等。TGCM 模式将进一步增强客户与气体供应商之间的粘性。

公司以特种气体为敲门砖, 通过特种气体进入集成电路、液晶面板等半导体行业客户的供应链, 进而向其导入其配套使用的电子大宗气体, 逐渐成为客户的多品种气体供应商及 TGCM 提供商。既简化客户的采购环节, 又可促进公司气体销量的增长, 增强协同效应, 提升客户黏性。公司自涉足特种气体产品以来, 已持续为 TGCM 模式持续储备技术和人才。公司于 2022 年 8 月与 SK 海力士半导体 (中国) 有限公司签订 TGCM 服务合同, 在原有电子特种气体供应合作的基础上, 为其提供系统运营、质量管理、日常作业、现场管理等方面的气体管理服务, 为公司 TGCM 业务中首个 IC 半导体客户案例, 有助于公司提高在 TGCM 业务领域中的知名度。

4. 盈利预测与投资评级

随着公司大宗气体和特种气体产能规模持续扩大, 关注公司内生外延所致的业绩增长以及半导体材料等下游国产替代逻辑, 我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 24.12/29.46/35.72 亿元, 同比增长 23%/22%/21%, 毛利率为 38%/39%/39%。其中:

- 1) **大宗气体业务:** 公司通过收购兼并等方式横向布局, 不断加强全国销售服务网点建设提升市占率。同时, 公司积极新建产能, 有嘉兴金宏项目(二氧化碳、干冰)、淮南中安项目(二氧化碳、干冰)、苏相空分项目(氮气、液氧、液氮、液氩)等多项目在 2023 年陆续建成并投产, 未来业绩有望增厚。经测算, 我们预计 2023-2025 年大宗气体业务营业收入增速分别为 20%、15%和 15%, 2023 年-2025 年大宗气体业务毛利率为 34%、35%、36%。
- 2) **特种气体业务:** 在国产替代政策强力支持、下游行业积极扩产需求、公司加快推进新品研发及产能释放的多重驱动下, 未来特种气体业务规模将不断扩大。眉山金宏项目规划新建 10000 吨超纯氨及副产品和一期 2000 万 Nm³ 氢气, 于 2023 年 6 月开启试生产, 伴随产能释放即将贡献营收。苏州 85 亩地项目二期/三期、全椒金宏项目包含 7 款电子级特气产品, 计划于 2023 年 12 月开始试生产预计于 2024 年陆续增厚营收。经测算, 我们预计 2023-2025 年特种气体业务营业收入增速分别为 39%、35%和 29%, 2023 年-2025 年特种气体业务毛利率为 49%、47%和 45%。

表5: 金宏气体盈利预测(百万元)

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
大宗气体					
营业收入	698.72	792.32	912.36	1050.87	1210.71
YOY	45%	13%	20%	15%	15%
毛利	190.09	277.80	312.46	365.79	439.66
YOY	3%	46%	12%	17%	20%
毛利率	27%	35%	34%	35%	36%
业务收入比例	40%	40%	38%	36%	34%
特种气体					
营业收入	658.73	743.97	1036.99	1398.08	1800.76
YOY	47%	13%	39%	35%	29%
毛利	233.60	306.73	504.32	663.21	815.13
YOY	36%	31%	64%	32%	23%
毛利率	35%	41%	49%	47%	45%
业务收入比例	38%	38%	43%	47%	50%
天然气					
营业收入	232.67	221.28	232.34	243.96	256.16
YOY	65%	-5%	5%	5%	5%
毛利	24.96	35.71	18.94	19.89	20.88
YOY	-5%	43%	-47%	5%	5%
毛利率	11%	16%	8%	8%	8%
业务收入比例	13%	11%	10%	8%	7%
其他业务					
营业收入	151.17	209.48	230.43	253.47	304.16
YOY	-12%	15%	10%	10%	20%

毛利	73.00	87.35	83.87	92.26	126.83
YOY	1%	20%	-4%	10%	37%
毛利率	48%	42%	36%	36%	42%
业务收入比例	9%	11%	10%	9%	9%
汇总					
营业收入	1741.29	1967.05	2412.12	2946.39	3571.80
YOY	40%	13%	23%	22%	21%
毛利	521.65	707.59	919.59	1,141.15	1,402.51
YOY	15%	36%	30%	24%	23%
毛利率	30%	36%	38%	39%	39%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

综合性气体供应商龙头，大宗气体特种气体并驾齐驱。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.20/4.10/5.28 亿元，同比增加 40%/28%/29%，对应 36/28/22 倍 PE，关注公司内生外延带动的业绩增长以及半导体材料等下游国产替代逻辑，首次覆盖，给予“买入”评级。

工业气体又可细分为大宗气体及特种气体，我国大宗气体市场主要参与企业包括金宏气体、广钢气体、凯美特气等。特种气体生产企业包括金宏气体、华特气体、雅克科技、南大光电、中船特气等。我们认为公司所处的工业气体市场空间充足，公司积极布局空分产能提高大宗气体盈利能力，以技术研发为核心在特气国产浪潮下迎高增。公司产能&技术优势突出巩固龙头地位，产能投放在即将实现快速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：可比公司估值（估值日期：2023/12/10）

可比公司	股票代码	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
华特气体	688268.SH	69.42	83.64	2.06	2.48	3.09	40.60	33.73	27.07
凯美特气	002549.SZ	10.52	75.27	1.74	2.26	3.01	43.26	33.31	25.01
中船特气	688146.SH	35.45	187.68	3.66	4.61	5.52	51.32	40.74	34.03
广钢气体	688548.SH	12.61	166.38	3.08	4.06	5.46	53.99	40.95	30.47
行业平均	-	30.36	125.77	2.75	3.50	4.47	45.08	35.39	27.70
金宏气体	688106.SH	23.80	115.89	3.20	4.10	5.28	36.22	28.25	21.95

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：华特气体、凯美特气盈利预测来自东吴证券研究所，其余来自 Wind 一致预期）

5. 风险提示

1) 下游需求不及预期

公司特种气体下游主要为半导体等新兴产业，若下游扩产增速不及预期，可能会对公司未来新签订单造成不确定性，影响公司未来特种气体业务增速。

2) 项目研发不及预期

公司长期聚焦于特种气体的研发，该领域具有较高的技术壁垒。公司目前有较多在研项目，如果公司未来研发方向出现失误、技术人才储备不足或新产品研发进度低于预期，可能会造成公司未来收入增长放缓。

3) 市场价格波动风险

若未来国内经济增速放缓或市场竞争加剧，可能会导致公司主要产品氮气、氧气、氩气及超纯氨等产品售价下滑。若公司未能及时通过技术革新有效降低成本，可能会对业务的盈利状况和后续发展产生一定影响。

金宏气体三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,006	2,301	2,705	2,921	营业总收入	1,967	2,412	2,946	3,572
货币资金及交易性金融资产	1,221	1,346	1,546	2,027	营业成本(含金融类)	1,259	1,493	1,805	2,169
经营性应收款项	632	745	910	699	税金及附加	16	19	24	29
存货	98	135	163	121	销售费用	175	205	247	286
合同资产	0	0	0	0	管理费用	181	217	262	314
其他流动资产	55	74	86	75	研发费用	85	104	124	143
非流动资产	2,728	3,241	3,664	4,019	财务费用	14	42	57	71
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	34	31	37	43
固定资产及使用权资产	1,398	1,511	1,633	1,687	投资净收益	19	12	15	17
在建工程	333	373	413	453	公允价值变动	(2)	10	10	10
无形资产	363	484	644	784	减值损失	(12)	(5)	0	0
商誉	267	407	537	667	资产处置收益	4	7	9	10
长期待摊费用	39	39	39	39	营业利润	281	388	497	639
其他非流动资产	329	428	399	389	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
资产总计	4,735	5,542	6,369	6,940	利润总额	280	387	496	638
流动负债	1,394	1,769	2,131	2,118	减:所得税	39	63	81	105
短期借款及一年内到期的非流动负债	589	774	929	1,085	净利润	241	324	415	534
经营性应付款项	573	654	791	603	减:少数股东损益	12	5	4	6
合同负债	26	0	0	0	归属母公司净利润	229	320	410	528
其他流动负债	206	340	410	430	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.47	0.66	0.84	1.08
非流动负债	331	386	436	486	EBIT	281	429	553	710
长期借款	140	190	240	290	EBITDA	508	694	881	1,055
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.97	38.12	38.73	39.27
租赁负债	17	17	17	17	归母净利率(%)	11.65	13.26	13.92	14.78
其他非流动负债	175	180	180	180	收入增长率(%)	12.97	22.63	22.15	21.23
负债合计	1,726	2,155	2,567	2,604	归母净利润增长率(%)	37.14	39.64	28.23	28.71
归属母公司股东权益	2,812	3,186	3,597	4,125					
少数股东权益	197	201	206	211					
所有者权益合计	3,009	3,387	3,802	4,336					
负债和股东权益	4,735	5,542	6,369	6,940					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	385	648	781	1,022	每股净资产(元)	5.79	6.21	7.06	8.14
投资活动现金流	(695)	(949)	(918)	(664)	最新发行在外股份(百万股)	487	487	487	487
筹资活动现金流	280	238	137	123	ROIC(%)	6.98	8.85	9.89	11.07
现金净增加额	(33)	(75)	0	481	ROE-摊薄(%)	8.15	10.04	11.41	12.80
折旧和摊销	227	265	327	345	资产负债率(%)	36.45	38.88	40.31	37.52
资本开支	(720)	(641)	(739)	(681)	P/E (现价&最新股本摊薄)	50.58	36.22	28.25	21.95
营运资本变动	(89)	20	3	96	P/B (现价)	4.11	3.83	3.37	2.92

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>