

杭氧股份 (002430)

证券研究报告
2024年03月29日

利润超预期，行业相对底部，工业气体龙头值得关注

2023年全年：1) 实现营收 133.09 亿元，同比+3.95%；实现归母净利润 12.16 亿元，同比+0.48%；实现扣非归母净利润 11.24 亿元，同比-0.17%。2) 全年毛利率 22.91%，同比-2.58pct；归母净利润率 9.14%，同比-0.32pct；扣非归母净利润率 8.45%，同比-0.35pct。3) 期间费用率为 11.58%，同比+0.32pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.41%、5.99%、3.4%、0.77%，同比分别变动+0.27、+0.12、-0.21、+0.15pct。

2023Q4 单季度：1) 实现营收 35.29 亿元，同比+16.19%，环比+5.77%；实现归母净利润 3.65 亿元，同比扭亏为盈，环比+11.84%；实现扣非归母净利润 3.19 亿元，同比扭亏为盈，环比+5.91%。2) Q4 单季度毛利率 19.16%，同比+5.47pct，环比-5.24pct；归母净利润率 10.34%，同比+12.16pct，环比+0.56pct；扣非归母净利润率 9.05%，同比+11.93pct，环比+0.01pct。

分业务来看：1) **空分设备：**收入 42.4 亿元，同比增加 5.7%，毛利率 31.52%，同比+4.77pct。全年新签设备销售合同额达 64.70 亿元，其中，全年外贸合同额达 9.08 亿元，占比 14.03%。2) **气体销售：**收入 81.9 亿元，同比增加 2.3%，毛利率 18.75%，同比-6.54pct。气体业务利润率有所下滑，主要系特种气体价格下降幅度较多。积极拓展投资模式和投资领域，公司全年新签山东杭氧、河南晋开、山西天泽等多个气体投资项目，制氧量（含氮气项目）45 万 Nm³/h，截至 2023 年末气体投资累计制氧量 320 万 Nm³/h。2023 年内公司新签印尼气体项目，迈出了气体产业国际化的第一步。

上游设备龙头+中游气体龙头，全产业链优势明显，国产替代+产品结构升级+行业格局优化，长期成长逻辑坚实。

1) **全产业链优势明显。**杭氧作为国内空分设备的龙头，市占率超过 50%，依托空分装置优势，从上游设备制造向中游气体供应切入，在增量市场的市占率接近 50%，全产业链优势明显。我国工业气体市场规模接近 2000 亿元，海外企业仍占有较大的存量市场份额；目前国内厂商在新增订单上占据明显优势，外资逐渐退出中国市场，国产替代空间较大。2) **盈德杭氧两大巨头有望 3 年内迎来里程碑式整合，工业气体格局优化逻辑持续验证。**从全球工业气体发展史来看，林德、法液空等巨头在收购兼并中不断扩大规模，市场由无序竞争逐渐向寡头垄断发展，竞争格局得到改善。盈德与杭氧作为国内工业气体的两大巨头企业，在设备制造与气体供应领域的优势互补，协同效应明显。在杭氧间接控股股东杭州资本的推动下，二者预计将在 3 年内完成整合，两大气体龙头的整合有望进一步扩大规模优势。

盈利预测：公司 2023 年利润超过我们此前盈利预测，但考虑到国内经济复苏形势不确定性较强，保守起见，我们稍微下调了盈利预测，预计 24-26 年归母净利润 14.5、16.8、19.4 亿元（24-25 年前值：15.5、19.7 亿元），对应 PE 为 19.31、16.70、14.51 倍，维持“买入”评级。

风险提示：气体价格波动、产能建设不达预期、并购进展不及预期

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,803.21	13,309.00	15,186.86	17,287.57	19,380.18
增长率(%)	7.79	3.95	14.11	13.83	12.10
EBITDA(百万元)	3,064.95	2,919.10	2,986.82	3,344.94	3,698.68
归属母公司净利润(百万元)	1,210.30	1,216.10	1,454.95	1,682.93	1,936.45
增长率(%)	1.37	0.48	19.64	15.67	15.06
EPS(元/股)	1.23	1.24	1.48	1.71	1.97
市盈率(P/E)	23.22	23.11	19.31	16.70	14.51
市净率(P/B)	3.43	3.16	2.87	2.62	2.36
市销率(P/S)	2.19	2.11	1.85	1.63	1.45
EV/EBITDA	13.15	11.06	9.96	8.40	7.06

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	28.55 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	984.31
流通 A 股股本(百万股)	971.56
A 股总市值(百万元)	28,102.07
流通 A 股市值(百万元)	27,738.17
每股净资产(元)	8.93
资产负债率(%)	55.43
一年内最高/最低(元)	42.58/22.02

作者

朱晔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《杭氧股份-季报点评:业绩符合预期，Q4 有望迎来业绩拐点，长期成长逻辑依旧坚实》2023-10-29
- 《杭氧股份-半年报点评:气体价格波动影响毛利拉低业绩，下游回暖带动气体价格量价齐升，工业气体龙头长期成长逻辑坚实》2023-08-25
- 《杭氧股份-公司点评:顺周期核心标的，钢铁及石化下游景气度全面回暖，带动工业气体量价齐增》2023-08-03

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,292.16	3,345.96	5,501.52	7,480.06	9,872.99	营业收入	12,803.21	13,309.00	15,186.86	17,287.57	19,380.18
应收票据及应收账款	2,308.49	2,659.21	3,078.04	3,356.77	3,749.30	营业成本	9,540.05	10,259.72	11,632.72	13,209.73	14,775.87
预付账款	1,251.45	1,127.46	1,134.46	1,360.71	1,348.20	营业税金及附加	91.37	82.91	83.53	95.08	106.59
存货	2,071.43	2,496.48	2,996.75	3,167.80	3,645.52	销售费用	145.98	188.06	170.09	191.89	213.18
其他	481.99	593.07	2,343.08	1,957.72	2,768.32	管理费用	752.04	797.19	835.28	947.36	1,058.16
流动资产合计	9,405.51	10,222.19	15,053.86	17,323.06	21,384.32	研发费用	462.74	452.74	470.79	532.46	593.03
长期股权投资	190.40	203.33	203.33	203.33	203.33	财务费用	80.15	102.67	109.13	102.22	77.52
固定资产	6,608.70	6,657.27	6,786.48	6,635.55	6,293.66	资产/信用减值损失	(195.68)	31.98	30.00	30.00	30.00
在建工程	986.87	3,046.96	2,167.87	1,559.51	1,140.66	公允价值变动收益	0.00	0.00	(2.10)	0.00	0.00
无形资产	373.25	519.09	482.50	445.90	409.30	投资净收益	28.25	31.15	28.00	28.00	28.00
其他	511.22	828.54	628.46	648.46	678.46	其他	266.32	(276.75)	0.00	0.00	(0.00)
非流动资产合计	8,670.44	11,255.19	10,268.64	9,492.74	8,725.41	营业利润	1,631.99	1,639.33	1,941.22	2,266.82	2,613.82
资产总计	19,238.45	22,620.32	25,322.50	26,815.80	30,109.73	营业外收入	26.33	10.44	25.00	24.00	23.00
短期借款	320.21	493.48	2,000.00	2,100.00	2,200.00	营业外支出	8.29	6.10	9.00	10.00	11.00
应付票据及应付账款	1,635.13	2,011.45	1,995.38	2,481.25	2,444.04	利润总额	1,650.03	1,643.67	1,957.22	2,280.82	2,625.82
其他	1,934.61	2,914.21	6,790.66	6,533.39	8,372.88	所得税	366.48	368.66	411.02	478.97	551.42
流动负债合计	3,889.94	5,419.14	10,786.04	11,114.65	13,016.92	净利润	1,283.55	1,275.02	1,546.20	1,801.85	2,074.40
长期借款	2,539.31	2,713.44	2,000.00	2,100.00	2,200.00	少数股东损益	73.24	58.92	91.26	118.92	137.95
应付债券	1,041.96	1,079.90	1,200.00	1,250.00	1,300.00	归属于母公司净利润	1,210.30	1,216.10	1,454.95	1,682.93	1,936.45
其他	305.68	283.52	310.00	315.00	320.00	每股收益(元)	1.23	1.24	1.48	1.71	1.97
非流动负债合计	3,886.96	4,076.86	3,510.00	3,665.00	3,820.00						
负债合计	10,279.10	12,538.57	14,296.04	14,779.65	16,836.92	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	767.73	1,184.31	1,239.23	1,307.46	1,388.94	成长能力					
股本	984.54	984.31	984.31	984.31	984.31	营业收入	7.79%	3.95%	14.11%	13.83%	12.10%
资本公积	1,975.80	2,406.56	2,406.56	2,406.56	2,406.56	营业利润	2.22%	0.45%	18.42%	16.77%	15.31%
留存收益	5,240.12	5,471.71	6,347.27	7,312.80	8,456.68	归属于母公司净利润	1.37%	0.48%	19.64%	15.67%	15.06%
其他	(8.84)	34.84	49.09	25.03	36.32	获利能力					
股东权益合计	8,959.35	10,081.74	11,026.46	12,036.16	13,272.82	毛利率	25.49%	22.91%	23.40%	23.59%	23.76%
负债和股东权益总计	19,238.45	22,620.32	25,322.50	26,815.80	30,109.73	净利率	9.45%	9.14%	9.58%	9.73%	9.99%
						ROE	14.77%	13.67%	14.87%	15.69%	16.29%
						ROIC	15.91%	13.85%	13.03%	16.35%	19.83%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	53.43%	55.43%	56.46%	55.12%	55.92%
净利润	1,283.55	1,275.02	1,454.95	1,682.93	1,936.45	净负债率	14.63%	28.97%	7.11%	-7.71%	-22.27%
折旧摊销	720.60	876.78	936.47	975.89	1,007.34	流动比率	1.65	1.34	1.40	1.56	1.64
财务费用	104.11	156.36	109.13	102.22	77.52	速动比率	1.33	1.05	1.12	1.27	1.36
投资损失	(28.25)	(31.15)	(28.00)	(28.00)	(28.00)	营运能力					
营运资金变动	(1,134.98)	(105.41)	402.44	(92.78)	(6.49)	应收账款周转率	5.14	5.36	5.29	5.37	5.45
其它	491.90	291.77	89.16	118.92	137.95	存货周转率	5.69	5.83	5.53	5.61	5.69
经营活动现金流	1,436.94	2,463.37	2,964.15	2,759.18	3,124.76	总资产周转率	0.73	0.64	0.63	0.66	0.68
资本支出	2,504.59	3,428.11	123.52	175.00	205.00	每股指标(元)					
长期投资	16.11	12.92	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.23	1.24	1.48	1.71	1.97
其他	(5,226.16)	(6,639.17)	(241.32)	(327.00)	(387.00)	每股经营现金流	1.46	2.50	3.01	2.80	3.17
投资活动现金流	(2,705.46)	(3,198.14)	(117.80)	(152.00)	(182.00)	每股净资产	8.32	9.04	9.94	10.90	12.07
债权融资	2,031.54	1,560.47	(89.30)	163.51	287.91	估值比率					
股权融资	(539.92)	277.35	(601.49)	(792.15)	(837.74)	市盈率	23.22	23.11	19.31	16.70	14.51
其他	754.60	(1,303.65)	0.00	0.00	(0.00)	市净率	3.43	3.16	2.87	2.62	2.36
筹资活动现金流	2,246.22	534.17	(690.79)	(628.64)	(549.83)	EV/EBITDA	13.15	11.06	9.96	8.40	7.06
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	17.20	15.81	14.51	11.86	9.70
现金净增加额	977.69	(200.59)	2,155.56	1,978.53	2,392.93						

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com