

**评级：买入（维持）**

市场价格：18.64元

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：聂磊

执业证书编号：S0740521120003

Email: nielei@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

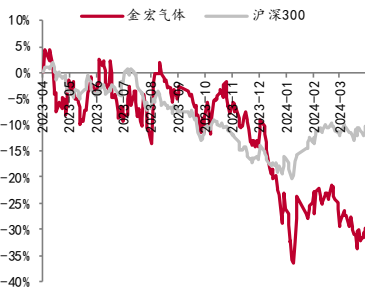
研究助理：张昆

Email: zhangkun06@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	487
流通股本(百万股)	487
市价(元)	18.64
市值(百万元)	9,077
流通市值(百万元)	9,077

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

- 《金宏气体深度报告：渠道为核、特气跃迁，纵横发展领军者》 (20230712)
- 《电子气体行业深度报告：长期价值辨差异，海外为鉴探新机》 (20240202)
- 《工业气体行业深度报告：长坡厚雪优质赛道，国产替代大有可为》 (20230509)

**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,967	2,427	2,877	3,708	4,357
增长率 yoy%	13%	23%	19%	29%	18%
归母净利润(百万元)	229	315	400	510	636
增长率 yoy%	37%	37%	27%	28%	25%
每股收益(元)	0.47	0.65	0.82	1.05	1.31
每股现金流量	0.79	0.95	0.98	1.75	2.28
净资产收益率	8%	9%	11%	12%	13%
P/E	39.6	28.8	22.7	17.8	14.3
P/B	3.2	2.9	2.6	2.3	2.1

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价截至2024年04月26日

**投资要点**

- 事件 1：公司发布 2023 年报**，报告期内实现营收和归母净利润分别为 24.3 亿元和 3.2 亿元，分别同比+23.4%和+37.5%，其中单 Q4 实现营收和归母净利润分别为 6.5 亿元和 0.56 亿元，分别同比+22.1%和-6.9%，环比+0.2%和-42.2%。
- 事件 2：公司发布 2024 年一季报**，Q1 公司实现营收 5.9 亿元，同比+13.7%，归母净利润 0.76 亿元，同比+26.7%，环比+36.5%。
- 大工业项目实现突破，自下而上完备综合业务矩阵。**据公司公众号，公司 2023 年 6 月成立大工业事业部，2 个月后突破中型现场制气项目（空分群），在 2024 年 3 月份获得辽宁省营口市 7 万等级空分项目（合同总价值 24 亿、合同期 20 年），实现大型现场供气项目的突破。至此，公司从钢瓶供气到现场制气、从工业大宗到电子气体都将具备成熟的供应模式及项目储备，综合型业务矩阵建立完成。
- 公司是对标林德的综合型气体供应商。**以海外龙头气体公司为鉴，无论从下游应用结构，还是供气模式上来看占比都较为分散，具备较强的抗风险属性。金宏同样在业务模式以及下游应用占比上具备类似的综合性，本质上是降低对单一下游行业景气的依赖度，以及在原材料/生产/运输/客户/管理等方面形成协同，相辅相成。多元的下游结构以及综合型的业务矩阵将助力公司更好的拥抱工业气体万亿蓝海市场。
- 持续贯彻纵横战略，多点开花或将贡献稳步增长。**2023 年全年业绩超预期，源于电子大宗项目的从 0-1、电子特气优势产品的量价齐升，以及工业大宗的稳步增长。展望 2024 年，公司将依旧贯彻纵横战略，横向通过跨区域布局、海外市场布局拓展服务区域，纵向通过拓展服务模式、开拓服务场景、拓展产品品类丰富服务手段---
  - 1) 工业大宗方面**，零售气坚持横向扩张，多项现场制气的投产将贡献增量以及加强气源自给能力。公司具备领先同业的高效运维管理能力，在苏州区域实现高市占率的同时仍可实现高速增长，据公司公众号，截至 2023 年 12 月 18 日，公司吴江分公司 2023 年末税销售超过 1 亿元，同比增长 43%，超额实现年度既定目标，且瓶装气销售也突破百万瓶，创历史新高。依托苏州成功基因公司坚定横向扩张，通过新建及并购等方式围绕长三角以及聚焦经济体量较好的区域进行布局；同时，公司坚定“走出国门”，于 2023 年 1 月成立国际事业部，2023 年新突破 22 个国家，累计出口 32 个国家，实现海外地区营业收入同比 92.7% 的增长。而在现场制气方面，公司于 2023 年拓展了多个新项目，累计投产 9 项现场制气项目，未来伴随苏相空分项目的投产以及规划现场制气项目的富余液体，公司也将持续提升大宗气体气源的自给能力。
  - 2) 电子大宗方面**，伴随多个项目陆续投产及爬坡，稳定贡献增量的同时盈利能力或将持续攀升。公司近年来陆续与北方集成电路、广东芯粤能、厦门天马、无锡华润等 8 家

4《金宏气体 2023 年业绩快报点评：特气业务贡献显著，以综合型定位稳步成长》(20240226)

5《金宏气体 2023 年三季度业绩点评：综合型定位下盈利持续稳增，静待电子大宗及特气项目陆续放量》(20231025)

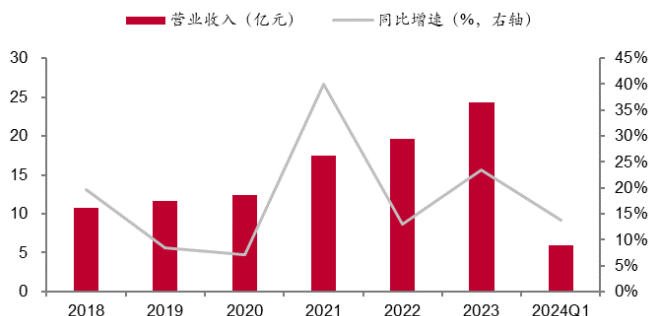
6《金宏气体 2023 年前三季度业绩预增点评：电子大宗贡献增量，双轮驱动持续成长》(20231011)

7《金宏气体 2023 年半年报点评：特气产品量价齐升贡献显著，电子大宗进展顺利支撑成长》(20230820)

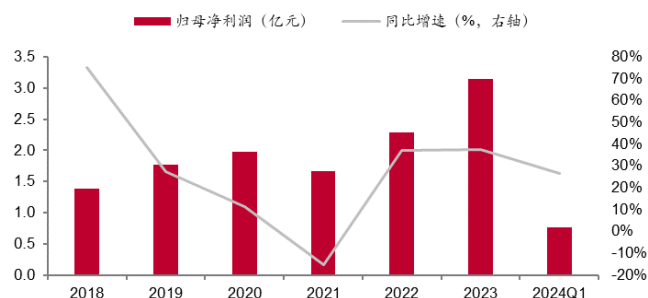
客户达成合作，合同总金额超过 40 亿元。2023 年 8 月，广东芯粤能项目量产供应，标志着公司已具备完整电子大宗载气业务开发、建设、运营能力；2024 年 4 月，无锡华润项目成功举办量产供气仪式，此次项目不仅是新增业绩，更是气体行业重大的突破—首次实现成熟量产品圆产线电子大宗载气存量业务的替代。

**3) 特种气体方面**，超纯氨、氢气、高纯二氧化碳等多个品种新产能释放在即，氨气&硅烷资源量稳步增加。2023 年特种气体业务营收同比增长 46.5%，占主营业务收入比重由 39.23%提升至 46.34%，业绩贡献显著。2024 年多个特气项目也将陆续推进，眉山超纯氨项目于 2023 年 7 月进入试生产，越南超纯氨项目也在产业化推进过程中；眉山氨气项目和株洲华龙氨气项目分别于 2023 年 7 月和 2024 年 1 月进入试生产阶段；截至 2024 年 3 月，高纯二氧化碳已在两家存储公司批量供应，在台积电、厦门联芯、SK 海力士等公司进行测试；正硅酸乙酯在厦门联芯已实现批量供应。而在氨气与硅烷的资源储备方面，公司于 2023 年 5 月与中集安瑞科举行液氨储罐略合作签约，多方开拓液氨储罐的采购渠道，储罐数量稳步提升，截至 2023 年底，公司销售进口氨气的液氨储罐数量达 16 个；同时公司也在 2023 年间稳步推进与中能硅业、SK 等硅烷气厂商的合作，资源量稳步增加。

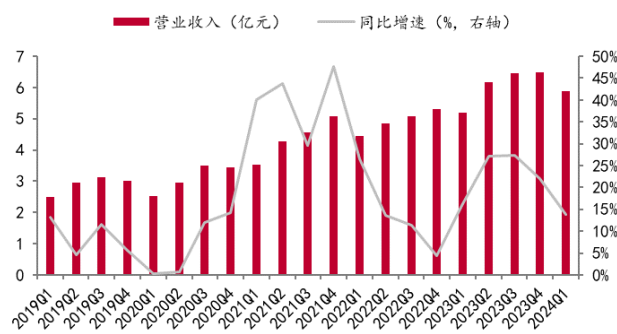
- **投资建议：**公司作为国内工业气体民营领军者，坚持贯彻纵横发展战略，在大宗气体和特种气体的双轮驱动下，兼具成长弹性及持续性。考虑到光伏等下游需求的预期变化以及公司大工业、电子大宗载气等现场制气项目的投产节奏，我们调整盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利分别为 4.0/5.1/6.4（24/25 年前值为 4.0/5.0）亿元，同比增速分别为 27.0%/27.5%/24.6%，对应当前股价 PE 分别为 22.7x/17.8x/14.3x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不达预期；技术工艺迭代过快；项目进展不及预期等。

**图表 1：2023 年实现营收 24.3 亿元，同比+23.4%**


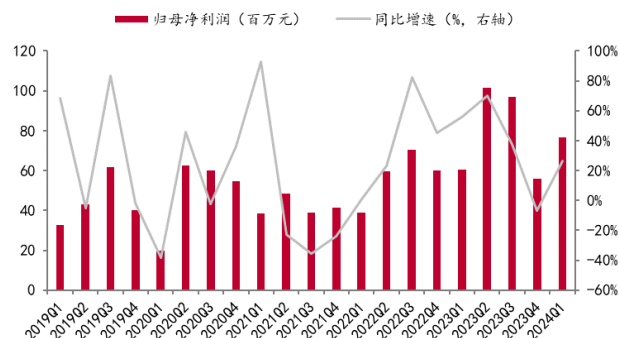
来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 2：2023 年实现归母净利 3.2 亿元，同比+37.5%**


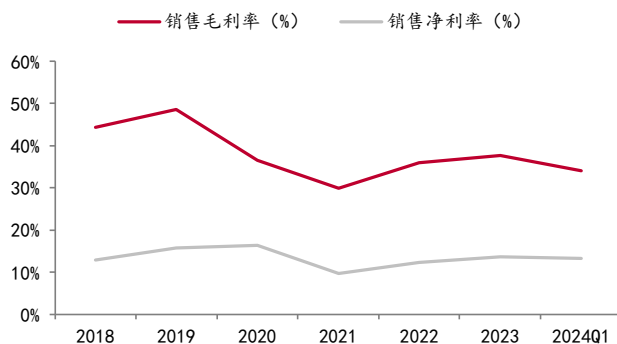
来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 3：2024Q1 实现营收 5.9 亿元，同比+13.7%，环比-0.9%**


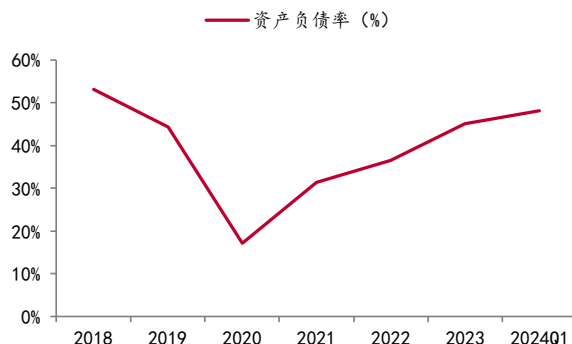
来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 4：2024Q1 实现归母净利 0.8 亿元，同比+26.7%，环比+36.5%**


来源：Wind，中泰证券研究所

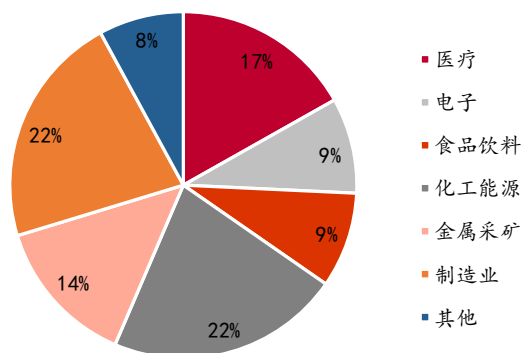
**图表 5：2024Q1 毛利率和净利率分别为 34.1%和 13.2%，分别同比-4.0pct 和+0.9pct**


来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 6：2023Q4 末资产负债率 48.2%，同比+11.0pct**


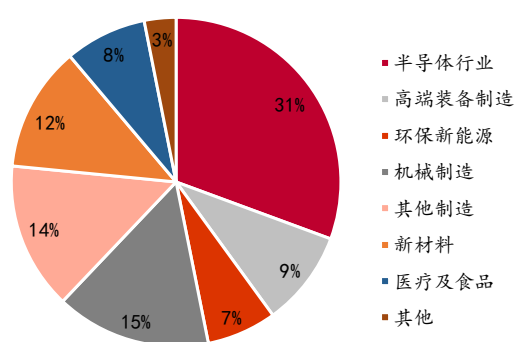
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 7：林德公司 2023 年下游结构占比 (%)



来源：林德公司官网，中泰证券研究所

图表 8：金宏气体 2023 年下游结构占比 (%)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	632	288	371	436	营业收入	2,427	2,877	3,708	4,357
应收票据	154	284	373	403	营业成本	1,511	1,787	2,267	2,594
应收账款	391	423	518	599	税金及附加	18	21	26	32
预付账款	45	43	57	68	销售费用	211	245	315	370
存货	145	148	196	223	管理费用	215	253	334	392
合同资产	0	0	0	0	研发费用	86	112	156	196
其他流动资产	1,080	1,089	1,173	1,242	财务费用	17	12	9	13
流动资产合计	2,449	2,273	2,688	2,970	信用减值损失	-6	-4	-5	-5
其他长期投资	30	50	50	50	资产减值损失	-17	-10	-15	-14
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	5	6	3	4
固定资产	1,491	1,865	2,232	2,593	投资收益	6	20	15	14
在建工程	1,011	1,311	1,561	1,761	其他收益	41	40	40	40
无形资产	356	431	442	458	<b>营业利润</b>	<b>401</b>	<b>501</b>	<b>641</b>	<b>800</b>
其他非流动资产	904	922	924	921	营业外收入	3	8	8	8
非流动资产合计	3,791	4,578	5,208	5,783	营业外支出	3	2	2	2
<b>资产合计</b>	<b>6,240</b>	<b>6,852</b>	<b>7,896</b>	<b>8,753</b>	<b>利润总额</b>	<b>401</b>	<b>507</b>	<b>647</b>	<b>806</b>
短期借款	240	1,349	1,611	1,606	所得税	73	81	104	129
应付票据	550	422	586	734	<b>净利润</b>	<b>328</b>	<b>426</b>	<b>543</b>	<b>677</b>
应付账款	310	393	505	586	少数股东损益	13	26	33	41
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>315</b>	<b>400</b>	<b>510</b>	<b>636</b>
合同负债	42	40	50	63	NOPLAT	342	436	550	688
其他应付款	88	88	88	88	EPS (按最新股本摊薄)	0.65	0.82	1.05	1.31
一年内到期的非流动负债	92	92	92	92					
其他流动负债	120	135	166	188					
流动负债合计	1,443	2,519	3,098	3,356					
长期借款	281	351	371	391					
应付债券	861	0	0	0					
其他非流动负债	234	234	234	234					
非流动负债合计	1,377	585	605	625					
<b>负债合计</b>	<b>2,819</b>	<b>3,105</b>	<b>3,703</b>	<b>3,982</b>					
归属母公司所有者权益	3,171	3,472	3,885	4,424					
少数股东权益	249	275	307	348					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,420</b>	<b>3,747</b>	<b>4,192</b>	<b>4,772</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,240</b>	<b>6,852</b>	<b>7,896</b>	<b>8,753</b>					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>462</b>	<b>478</b>	<b>851</b>	<b>1,108</b>
现金收益	589	706	884	1,079
存货影响	-47	-2	-48	-27
经营性应收影响	-45	-148	-184	-108
经营性应付影响	272	-45	276	229
其他影响	-308	-32	-77	-65
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,297</b>	<b>-1,031</b>	<b>-944</b>	<b>-947</b>
资本支出	-1,061	-1,017	-961	-967
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-236	-14	17	20
<b>融资活动现金流</b>	<b>735</b>	<b>208</b>	<b>176</b>	<b>-96</b>
借款增加	747	318	282	14
股利及利息支付	-152	-224	-257	-329
股东融资	60	50	50	50
其他影响	80	64	101	169

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	23.4%	18.5%	28.9%	17.5%
EBIT增长率	42.3%	24.4%	26.3%	24.9%
归母公司净利润增长率	37.5%	27.0%	27.5%	24.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	37.7%	37.9%	38.9%	40.5%
净利率	13.5%	14.8%	14.6%	15.5%
ROE	9.2%	10.7%	12.2%	13.3%
ROIC	12.2%	12.8%	13.7%	15.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	45.2%	45.3%	46.9%	45.5%
债务权益比	50.0%	54.1%	55.1%	48.7%
流动比率	1.7	0.9	0.9	0.9
速动比率	1.6	0.8	0.8	0.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	53	51	46	46
应付账款周转天数	64	71	71	76
存货周转天数	29	30	27	29
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.65	0.82	1.05	1.31
每股经营现金流	0.95	0.98	1.75	2.28
每股净资产	6.51	7.13	7.98	9.08
<b>估值比率</b>				
P/E	28.8	22.7	17.8	14.3
P/B	2.9	2.6	2.3	2.1

来源：Wind，中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。