

公司研究

空分设备收入持续增长，静待气体价格回暖

——杭氧股份（002430.SZ）2024 年年报点评

要点

公司 24 年营收稳定增长，利润率有所下降

杭氧股份 2024 年实现营业收入 137.16 亿元，同比增长 3.06%；归母净利润 9.22 亿元，同比下降 24.15%；每股收益 0.94 元。毛利率 20.85%，同比下降 2.06 个百分点；净利率 7.23%，同比下降 2.35 个百分点。

零售气市场低迷，气体业务有所承压

2024 年公司气体业务实现营业收入 81.00 亿元，同比下降 1.15%；毛利率为 16.17%，同比下降 2.52 个百分点，主要受零售气市场低迷等因素影响。24 年气体板块危中求机，各业务单元全力拼抢市场，填补气体产业投资版图空白。公司全年新签气体投资项目 6 个，新增投产项目制氧量约 65 万 Nm³/h，累计制氧量 350 万 Nm³/h。公司加速拓展气体零售业务，全年销售液体 282 万吨。

空分设备收入持续增长，筑稳业绩增长底盘

2024 年公司设备销售业务实现营业收入 50.65 亿元，同比增长 7.22%；毛利率为 27.71%，同比下降 2.14 个百分点。公司紧密跟踪市场动态变化，保持在设备销售市场的重要优势。24 年公司空分石化设备全年累计订货额 55.12 亿元，签订大中型空分设备 22 套，其中 6 万以上特大型空分 12 套。外贸合同额达 9.33 亿元，占比近 17%，其中墨西哥 5 万 Nm³/h 空分项目主要设备均采用杭氧自主研发的先进技术。石化装备合同额达 8.41 亿元创历史新高，乙烯冷箱、液氮洗冷箱、CO 深冷分离装置及烷烃脱氢装置依旧延续国内市占率领先地位。

持续研发投入，不断拓展气体应用领域打开未来增长空间

2024 年公司研发费用支出 4.49 亿元，研发费用率达 3.27%。公司在满足钢铁等传统行业用气需求的同时，积极开发电子气、医疗气、新能源气体、高纯气体等，不断拓展气体应用领域。公司管道电子级氢气和氦气销量大幅增加，分别同比增长 88.31%和 92.87%。公司全年销售医用氧 4.5 万吨，首套医用现场制气项目投运。

维持“买入”评级

零售气市场持续低迷，我们下调公司 25-26 年归母净利润预测 14.8%/16.6% 至 11.2/13.2 亿元，引入 27 年归母净利润预测 14.9 亿元，对应 EPS 分别为 1.14/1.34/1.52 元。公司气体业务品类不断拓宽，设备订单饱满，维持“买入”评级。

风险提示：经济景气度持续下降，气体价格大幅下跌，特种气体业务进展停滞

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,309	13,716	16,018	18,078	20,114
营业收入增长率	3.95%	3.06%	16.78%	12.86%	11.26%
归母净利润（百万元）	1,216	922	1,125	1,315	1,493
归母净利润增长率	0.48%	-24.15%	21.96%	16.94%	13.48%
EPS（元）	1.24	0.94	1.14	1.34	1.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.67%	10.03%	11.65%	12.39%	12.77%
P/E	16	22	18	15	13
P/B	2.2	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-02，23-25 年股本分别为 984.3/983.9/983.9 百万股

买入（维持）

当前价：20.32 元

作者

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001
021-52523851
chenjianing@ebscn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005
0755-23915357
huangshuaibin@ebscn.com

分析师：李佳琦

执业证书编号：S0930524070006
021-52523836
lijiaqi@ebscn.com

联系人：夏天宇

xiatianyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.84
总市值(亿元):	199.93
一年最低/最高(元):	16.51/30.89
近 3 月换手率:	50.89%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.77	-3.33	-39.34
绝对	-0.88	-0.44	-30.47

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,309	13,716	16,018	18,078	20,114
营业成本	10,260	10,856	12,656	14,247	15,797
折旧和摊销	877	941	1,026	1,134	1,221
税金及附加	83	105	144	163	181
销售费用	188	186	224	244	261
管理费用	797	767	929	1,039	1,146
研发费用	453	449	529	597	664
财务费用	103	115	105	226	316
投资收益	31	30	25	25	25
营业利润	1,639	1,250	1,475	1,713	1,939
利润总额	1,644	1,255	1,494	1,732	1,954
所得税	369	263	299	346	391
净利润	1,275	991	1,195	1,385	1,563
少数股东损益	59	69	70	70	70
归属母公司净利润	1,216	922	1,125	1,315	1,493
EPS(元)	1.24	0.94	1.14	1.34	1.52

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,463	2,246	2,459	2,523	2,891
净利润	1,216	922	1,125	1,315	1,493
折旧摊销	877	941	1,026	1,134	1,221
净营运资金增加	217	-191	86	476	473
其他	154	574	222	-403	-297
投资活动产生现金流	-3,198	-2,730	-3,344	-3,075	-3,051
净资本支出	-2,873	-2,928	-1,018	-1,020	-1,020
长期投资变化	203	156	-20	-20	-20
其他资产变化	-529	43	-2,307	-2,035	-2,011
融资活动现金流	534	171	1,166	861	465
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,663	620	1,932	1,446	1,197
无息负债变化	596	523	1,388	715	617
净现金流	-195	-316	281	309	305

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	22.9%	20.9%	21.0%	21.2%	21.5%
EBITDA 率	19.1%	18.2%	17.1%	16.8%	16.9%
EBIT 率	12.6%	11.3%	10.7%	10.5%	10.8%
税前净利润率	12.4%	9.1%	9.3%	9.6%	9.7%
归母净利润率	9.1%	6.7%	7.0%	7.3%	7.4%
ROA	5.6%	4.1%	4.3%	4.5%	4.6%
ROE (摊薄)	13.7%	10.0%	11.6%	12.4%	12.8%
经营性 ROIC	9.5%	7.8%	7.6%	7.4%	7.6%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	55%	57%	61%	62%	62%
流动比率	1.34	1.29	1.19	1.21	1.26
速动比率	1.05	1.01	0.96	0.99	1.04
归母权益/有息债务	1.42	1.34	1.10	1.03	1.02
有形资产/有息债务	3.45	3.35	3.06	2.93	2.89

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	22,620	24,070	27,925	31,113	34,074
货币资金	3,346	2,121	2,403	2,712	3,017
交易性金融资产	2	2	2	2	2
应收账款	1,668	1,735	2,035	2,283	2,525
应收票据	991	557	641	723	805
其他应收款 (合计)	40	32	64	72	80
存货	2,496	2,321	2,381	2,464	2,497
其他流动资产	550	1,217	1,678	2,090	2,497
流动资产合计	11,365	10,604	12,114	13,306	14,396
其他权益工具	4	4	4	4	4
长期股权投资	203	156	176	196	216
固定资产	6,656	7,896	8,869	9,315	9,416
在建工程	3,047	3,698	2,639	2,003	1,622
无形资产	515	503	480	460	440
商誉	262	196	196	196	196
其他非流动资产	249	667	2,969	5,029	7,065
非流动资产合计	11,255	13,466	15,811	17,808	19,679
总负债	12,539	13,682	17,002	19,163	20,977
短期借款	493	277	875	725	679
应付账款	1,747	2,005	2,531	2,992	3,475
应付票据	265	491	506	427	316
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	395	416	416	416	416
流动负债合计	8,462	8,204	10,181	10,967	11,405
长期借款	2,713	4,089	5,465	6,841	8,216
应付债券	1,080	1,116	1,116	1,116	1,116
其他非流动负债	245	234	234	234	234
非流动负债合计	4,077	5,478	6,820	8,196	9,572
股东权益	10,082	10,389	10,923	11,950	13,097
股本	984	984	984	984	984
公积金	3,007	3,025	3,025	3,025	3,025
未分配利润	4,872	5,007	5,344	6,301	7,379
归属母公司权益	8,897	9,193	9,658	10,615	11,692
少数股东权益	1,184	1,195	1,265	1,335	1,405

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.41%	1.35%	1.40%	1.35%	1.30%
管理费用率	5.99%	5.59%	5.80%	5.75%	5.70%
财务费用率	0.77%	0.84%	0.66%	1.25%	1.57%
研发费用率	3.40%	3.27%	3.30%	3.30%	3.30%
所得税率	22%	21%	20%	20%	20%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.80	0.80	0.36	0.42	0.48
每股经营现金流	2.50	2.28	2.50	2.56	2.94
每股净资产	9.04	9.34	9.82	10.79	11.88
每股销售收入	13.52	13.94	16.28	18.37	20.44

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	16	22	18	15	13
PB	2.2	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	10.6	11.6	11.3	10.8	10.0
股息率	3.9%	3.9%	1.8%	2.1%	2.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP