

杭氧股份(002430)

报告日期: 2025 年 04 月 13 日

工业气体龙头：纯内需攻防兼备，周期底部业绩有望拐点向上 ——杭氧股份点评报告

核心逻辑

□ 一句话逻辑

中国工业气体龙头，“防御+进攻”兼备的纯内需标的；气体行业处于周期底部，公司经历 2024 年气体行业的“极限压力测试”后，未来业绩有望拐点向上。

□ 超预期逻辑

1) 市场认为：宏观经济承压+国际贸易摩擦背景下，公司业绩可能下滑。

2) 我们认为：公司为纯内需标的，2024 年国内收入占比达 95%，受贸易摩擦风险小。且在 2024 年气价创历史新低的背景下、业绩已基本触底。在不考虑经济复苏的基础上，未来公司依靠管道气（量投放）+设备业务（新疆煤化工+海外）、业绩基本盘仍能稳步向上，如果宏观经济复苏，零售气业绩潜在弹性大。

（1）管道气：公司的“防御”属性，受宏观经济波动小，稳定增长。管道气的商业模型相对稳定、一旦项目在客户端投产、将带来公司稳定的收益和现金流，受宏观经济波动较小。2024 年公司总制氧量累计签单量 350 万 Nm³/h，同比增长 8.6%（30 万 Nm³/h），为公司未来管道气量的稳步增长提供保障。远期在国产替代大趋势下，2021 年公司在第三方供气市场的存量份额为 9%，增量份额为 45%，我们预计远期公司在第三方存量市场的份额将是 2021 年的 3-4 倍（30-40% 市占率），为公司贡献稳定的长期业绩增量。

（2）零售气：公司的“进攻”属性，当前气价处于历史底部、如经济复苏潜在弹性大。截至 4 月 11 日，工业气体综合气价为 453 元/吨、同比下滑 27%。且价格处于历史分位数的 12%、相较 2021 年的最高点跌幅 77%。零售气体业务的销售量和销售价格由市场供求关系决定、跟宏观经济情况直接相关。未来如宏观经济复苏，带动工业气体气价上涨，零售气给公司带来的潜在业绩弹性将会较大。

（3）空分设备：受益新疆煤化工+海外需求，预计保持稳健。公司作为国内大型空分设备龙头企业，国内市场占有率首位位居，产量和销量全球第一。一方面公司加快国际化布局，海外营收与订单稳步增长，2024 年外贸订单占比近 17%，实现快速增长。另一方面国内新疆煤化工对于空分设备的扩产需求潜力大，公司作为国内龙头，将优先受益。

（4）其他领域：未来潜在新增量、受益国产替代。公司培育特种气体、新能源气体等为新业务增长点。破解特种气体“卡脖子”难题，实现氪氩氙制取储运应用一体化，建立自主、可控、稳定的氦气供应链，为国家半导体、核电、航空航天、医疗等行业提供解决方案。

□ 检验与催化

1) 检验的指标：公司气体+设备签单数据，宏观经济数据，工业气体价格。

2) 可能催化剂：宏观经济复苏加速，工业气体价格持续上涨，公司在气体业务领域收购进展提速。

□ 研究的价值

1) 与众不同的认识：

市场担心宏观经济压力+贸易摩擦风险如持续，导致工业气体价格和需求持续较差，公司中长期成长空间将有限。

我们认为目前中国工业气体市场总需求近 2000 亿元（内需），但中国人均气体消费量占西欧、美国等发达国家人均气体消费量的 30-40%，未来仍有较大增长空间。同时，第三方外包市场快速增长，预计外包比例将从 2021 年的 41%提升至 2025 年的 45%。工业气体行业长坡厚雪，即使在不考虑零售气业绩贡献的假设下，杭氧股份作为国内工业气体龙头，受益国内行业需求增长+公司市占率提升+盈利能力提升，远期成长空间仍超数倍，有望逐步迈向“中国的林德”。

投资评级：买入(维持)

分析师：邱世梁

执业证书号：S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：李思扬

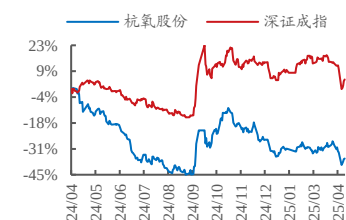
执业证书号：S1230522020001

lisiyang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 19.19
总市值(百万元)	18,880.85
总股本(百万股)	983.89

股票走势图



相关报告

- 1 《控股股东计划增持 1-2 亿元，彰显公司发展信心》 2025.04.09
- 2 《2024 年报业绩符合预期，期待工业气体龙头底部向上》 2025.03.28
- 3 《收购杭州新世纪混合气体，成长潜力持续打开》 2025.01.17

2) 与前不同的认识：公司产品结构升级，盈利能力远期有望持续提升：1) 气体业务收入占比持续提升，而气体业务的成长性、盈利能力均高于设备业务。2) 气体业务中零售业务的收入占比持续提升，零售气盈利能力高于管道气。3) 零售气体业务中的电子特气业务收入占比将持续提升，电子特气业务的盈利能力远高于普通工业气体零售业务。

□ 盈利预测与估值

预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 10.7、13.0、15.1 亿元，同比增速分别为 16%、22%、17%，对应 PE 分别为 18、15、12 倍。维持“买入”评级。

□ 风险提示

控股股东交易不确定性风险，行业竞争风险及市场风险，气体价格波动风险。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13716	15053	17137	19561
(+/-) (%)	3%	10%	14%	14%
归母净利润	922	1067	1298	1513
(+/-) (%)	-24%	16%	22%	17%
每股收益(元)	0.94	1.08	1.32	1.54
P/E	20	18	15	12
ROE (%)	2.3	2.2	2.2	2.1

资料来源：浙商证券研究所

附录 1：可比公司盈利预测与估值。杭氧估值处于较低水平。

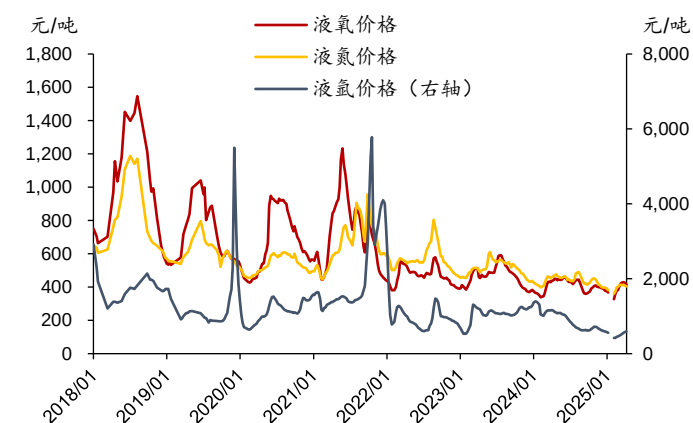
表 1：杭氧股份：与工业气体主要上市公司估值比较（截至 2025 年 4 月 11 日）

代码	公司	市值/亿元	归母净利润/亿元				PE				PB	ROE
			2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E		
LIN.O	德国林德	15,062	439	472			34	32			5.0	16%
ONWF.L	法液空	7,912	242	249			33	32			3.8	13%
APD.N	空气化工	4,314	165	268			26	16			4.4	16%
海外气体公司平均值							31	27			4	15%
002430.SZ	杭氧股份	189	12.2	9.2	10.7	13.0	16	20	18	15	3.4	14%
688146.SH	中船特气	150	3.3	3.0	4.2	5.3	45	49	36	28	3.4	6%
688548.SH	广钢气体	151	3.2	2.5	3.8	5.1	47	61	40	29	3.1	6%
601369.SH	陕鼓动力	146	10.2	10.4	12.4	14.2	14	14	12	10	1.6	12%
301286.SZ	侨源股份	103	2.0		2.4	4.2	51		44	24	6.9	12%
688268.SH	华特气体	65	1.7	1.8	2.3	2.9	38	35	28	23	5.0	9%
002549.SZ	凯美特气	73	-0.3								3.5	-1%
002971.SZ	和远气体	38	0.8				45				3.5	6%
603173.SH	福斯达	36	1.9		3.5	4.5	19		10	8	2.6	13%
国内气体公司平均值							34	36	27	20	4	8.5%

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理（2023-2024 年归母净利润为实际值，除杭氧股份、各家 2025-2026 年盈利预测为 Wind 一致预期）

附录2：工业气体气价走势：综合气价处于历史低分位数的12%，相较最高点跌幅77%。

图1：2018年至今氧、氮、氩价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图2：综合气价处于历史分位数的12%、相较最高点跌幅77%

分位数	液氧	液氮	液氩	空分综合
0%	327	360	420	360
25%	433	471	873	583
50%	500	542	1116	670
75%	679	603	1424	857
100%	1547	1188	5779	1947
最低点出现时间	2025/02	2025/02	2025/02	2025/02
最高点出现时间	2018/08	2018/07	2021/10	2021/10

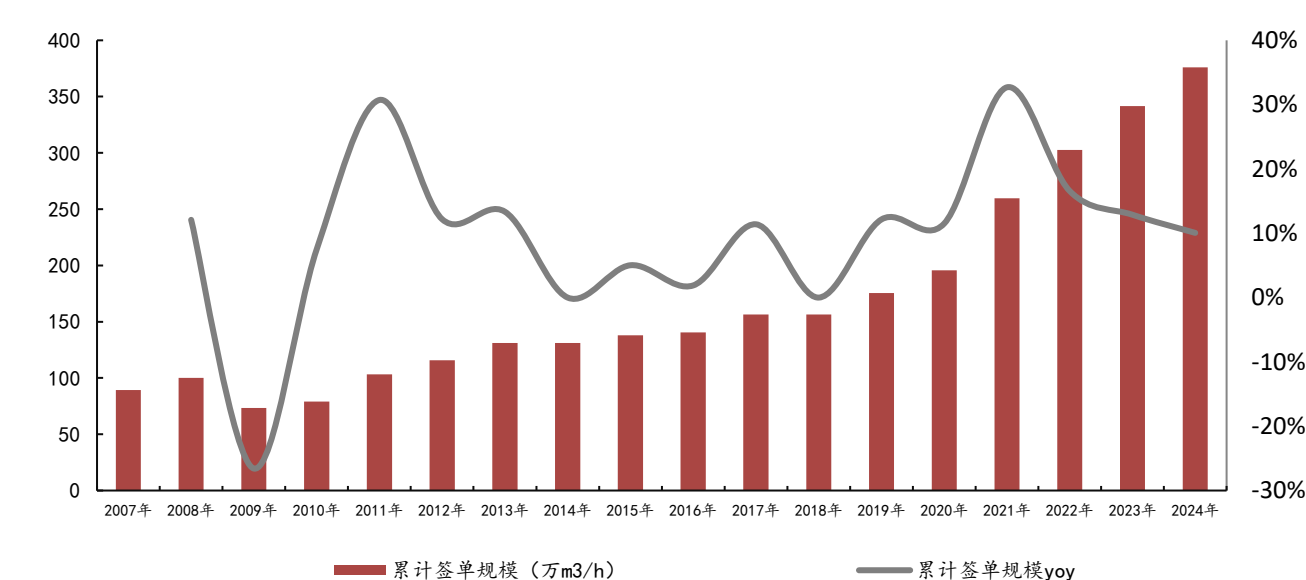
最新气价

2025/4/11	414	404	590	453
所处历史分位数	15%	3%	1%	12%
相对于最高点跌幅	-73%	-66%	-90%	-77%

资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

附录3：公司管道气累计签单情况。近年来快速增长。

图3：公司管道气累计签单情况，构筑公司“防御”属性，公司未来管道气量的投放稳健增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10604	12105	13694	15510
现金	2121	2121	2334	2567
交易性金融资产	2	1	2	2
应收账款	2292	3166	3723	4360
其它应收款	32	40	46	50
预付账款	1291	1207	1368	1559
存货	2321	2898	3284	3741
其他	2543	2670	2937	3231
非流动资产	13466	13722	13979	14084
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	156	156	156	156
固定资产	7896	8661	9253	9696
无形资产	503	516	544	543
在建工程	3698	3199	2799	2479
其他	1213	1189	1228	1210
资产总计	24070	25826	27673	29594
流动负债	8204	9555	11067	12617
短期借款	277	1401	2035	2854
应付款项	2496	2234	2531	2884
预收账款	0	0	0	0
其他	5432	5920	6501	6880
非流动负债	5478	5493	5486	5486
长期借款	4089	4089	4089	4089
其他	1389	1403	1397	1396
负债合计	13682	15047	16553	18103
少数股东权益	1195	1257	1333	1421
归属母公司股东权	9193	9521	9786	10070
负债和股东权益	24070	25826	27673	29594

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2246	609	1426	1732
净利润	991	1129	1374	1601
折旧摊销	941	563	639	708
财务费用	115	165	180	189
投资损失	(30)	(38)	(42)	(45)
营运资金变动	(127)	(507)	(204)	(117)
其它	356	(705)	(521)	(604)
投资活动现金流	(2730)	(780)	(855)	(767)
资本支出	(1890)	(800)	(800)	(800)
长期投资	51	(21)	13	(2)
其他	(890)	41	(68)	34
筹资活动现金流	171	171	(358)	(731)
短期借款	(217)	1124	634	819
长期借款	1376	0	0	0
其他	(988)	(953)	(992)	(1550)
现金净增加额	(312)	0	212	233

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13716	15053	17137	19561
营业成本	10856	12074	13683	15587
营业税金及附加	105	98	111	117
营业费用	186	181	202	229
管理费用	767	858	943	1076
研发费用	449	527	583	646
财务费用	115	165	180	189
资产减值损失	121	(75)	(86)	(98)
公允价值变动损益	0	50	50	50
投资净收益	30	38	42	45
其他经营收益	102	107	120	110
营业利润	1250	1421	1733	2021
营业外收支	4	9	6	6
利润总额	1255	1430	1739	2027
所得税	263	300	365	426
净利润	991	1129	1374	1601
少数股东损益	69	62	76	88
归属母公司净利润	922	1067	1298	1513
EBITDA	2292	2180	2583	2954
EPS（最新摊薄）	0.94	1.08	1.32	1.54

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	3.06%	9.75%	13.85%	14.14%
营业利润	-23.74%	13.63%	21.98%	16.59%
归属母公司净利润	-24.15%	15.71%	21.63%	16.57%
获利能力				
毛利率	20.85%	19.79%	20.16%	20.32%
净利率	7.23%	7.50%	8.02%	8.19%
ROE	9.01%	10.08%	11.86%	13.39%
ROIC	7.12%	7.79%	8.76%	9.60%
偿债能力				
资产负债率	56.84%	58.26%	59.82%	61.17%
净负债比率	42.17%	45.53%	46.55%	46.36%
流动比率	1.29	1.27	1.24	1.23
速动比率	1.01	0.96	0.94	0.93
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.60	0.64	0.68
应收账款周转率	8.06	8.43	8.73	8.74
应付账款周转率	5.79	6.13	6.64	6.66
每股指标(元)				
每股收益	0.94	1.08	1.32	1.54
每股经营现金	2.28	0.62	1.45	1.76
每股净资产	9.34	9.68	9.95	10.23
估值比率				
P/E	20.47	17.69	14.55	12.48
P/B	2.05	1.98	1.93	1.88
EV/EBITDA	11.48	11.42	9.92	8.85

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买 入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
2. 增 持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
3. 中 性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减 持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看 好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2. 中 性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
3. 看 淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>