

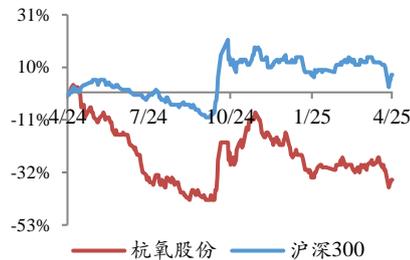
设备基石筑牢，气体稳步推进，增持彰显信心

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-4-14

收盘价（元）	19.19
近12个月最高/最低（元）	31.84/16.51
总股本（百万股）	984
流通股本（百万股）	978
流通股比例（%）	99.35
总市值（亿元）	189
流通市值（亿元）	188

公司价格与沪深300走势比较



分析师：张帆

执业证书号：S0010522070003

邮箱：zhangfan@hazq.com

分析师：徒月婷

执业证书号：S0010522110003

邮箱：tuyueting@hazq.com

分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

- 《工业气体领军企业，优势业务韧性显现，模式、品类、区域多向拓展》2024-9-6
- 《杭氧股份点评：2024Q3 业绩符合预期，韧性展现，静待气价回升》2024-11-7

主要观点：

● 事件概况

杭氧股份于2025年3月27日发布2024年年度报告：2024年全年公司实现营业收入137.16亿元，同比增加3.06%；归母净利润为9.22亿元，同比下降24.15%；毛利率为20.85%，同比下降2.06pct；归母净利率为7.23%，同比下降2.35pct。营收小幅增长，利润有所下降，主要受到宏观经济、液体价格低迷等因素影响。

2024年第四季度公司实现营业收入33.64亿元，同比下降4.7%，环比下降7.2%；归母净利润2.47亿元，同比下降32.3%，环比提升3.8%；毛利率为22.2%，同比提升3.06pct，净利率为7.6%，同比下降3.11pct。

● 设备基石筑牢，稳步推进气体产业链布局

中大型空分筑牢设备基石，外贸合同带来增量。公司设备销售业务2024年实现营业收入50.65亿元，同比增长7.22%；毛利率为27.71%，同比下降2.14%。公司空分石化设备2024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%。石化装备合同额创历史新高，达8.41亿元，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。

气体业务规模稳增，新应用领域积极拓展。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16.17%，同比下降2.52%。2024年，公司全年新签气体投资项目6个，新增投产项目总制氧量约65万Nm³/h。公司自有产权空分装置累计达88套，累计总制氧量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。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氮气销量大幅增加，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。

● 控股股东增持展现信心

2025年4月10日，公司控股股东杭州杭氧控股有限公司计划6个月内，通过二级市场增持公司股份，包括集中竞价、大宗交易等方式，增持金额不低于人民币1亿元、不高于人民币2亿元，增持不设置固定价格区间，结合资本市场行情开展股份增持。控股股东增持展现了对公司长期投资价值的认可及未来发展前景信心。

● 投资建议

考虑下游需求带来的气价影响，小幅下调公司盈利预测，预测公司2025-2027年营业收入分别为162.31/190.24/213.16亿元（2025-2026年调整前为180.66/211.12亿元），归母净利润分别为10.13/12.59/14.70亿元（2025-2026年调整前为10.45/13.40亿元），以当前总股本9.84亿股计算的摊薄EPS为1.03/1.28/1.49元。公司当前股价对2025-2027年预测EPS的PE

倍数分别为 19/15/13 倍，考虑到公司作为空分设备和气体运营的领军企业，优势设备产品夯实业绩基础，气体规模及品类稳步拓展带来弹性，维持“买入”评级。

● **风险提示**

1) 国际环境复杂多变，宏观环境、相关产业政策等因素影响公司下游钢铁、化工等行业景气度的风险；2) 行业竞争加剧的风险；3) 关键技术和人才流失风险；4) 气体业务销售量和销售价格波动的风险；5) 异地子公司增长、运营模式及下游的多元化等带来的运营管控风险；6) 研究依据的信息更新不及时，未能充分反映公司最新状况的风险。

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13716	16231	19024	21316
收入同比 (%)	3.1%	18.3%	17.2%	12.0%
归属母公司净利润	922	1013	1259	1470
净利润同比 (%)	-24.2%	9.8%	24.3%	16.7%
毛利率 (%)	20.9%	20.0%	20.3%	20.7%
ROE (%)	10.0%	10.3%	11.7%	12.5%
每股收益 (元)	0.94	1.03	1.28	1.49
P/E	23.19	18.64	15.00	12.85
P/B	2.33	1.91	1.76	1.61
EV/EBITDA	11.12	8.71	7.63	6.83

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测
资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10604	11778	13446	15308
现金	2121	1546	1450	1793
应收账款	1735	2044	2401	2687
其他应收款	32	43	48	55
预付账款	1291	1484	1768	1952
存货	2321	2945	3311	3738
其他流动资产	3103	3715	4468	5083
非流动资产	13466	14940	16341	17500
长期投资	156	150	137	114
固定资产	7896	8283	8389	8578
无形资产	503	484	463	442
其他非流动资产	4911	6024	7353	8365
资产总计	24070	26718	29787	32808
流动负债	8204	9358	10725	11686
短期借款	277	369	385	349
应付账款	2005	2302	2743	3027
其他流动负债	5923	6687	7597	8310
非流动负债	5478	6224	6992	7956
长期借款	4089	4835	5600	6563
其他非流动负债	1389	1389	1392	1393
负债合计	13682	15582	17717	19642
少数股东权益	1195	1258	1335	1432
股本	984	984	984	984
资本公积	2425	2425	2425	2425
留存收益	5784	6470	7326	8325
归属母公司股东权益	9193	9879	10735	11734
负债和股东权益	24070	26718	29787	32808

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2246	1896	2605	2917
净利润	991	1075	1336	1567
折旧摊销	954	1249	1394	1541
财务费用	153	324	364	406
投资损失	-32	-36	-43	-48
营运资金变动	94	-713	-437	-546
其他经营现金流	983	1784	1765	2110
投资活动现金流	-2730	-2658	-2718	-2625
资本支出	-2928	-2700	-2774	-2694
长期投资	54	6	13	22
其他投资现金流	145	36	43	48
筹资活动现金流	171	190	17	51
短期借款	-217	92	16	-36
长期借款	1376	746	765	962
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	18	0	0	0
其他筹资现金流	-1006	-648	-764	-875
现金净增加额	-316	-576	-96	344

资料来源: WIND, 华安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13716	16231	19024	21316
营业成本	10856	12978	15155	16894
营业税金及附加	105	114	133	154
销售费用	186	208	253	282
管理费用	767	891	1026	1128
财务费用	115	277	325	368
资产减值损失	-98	-25	-25	-25
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	30	36	43	48
营业利润	1250	1348	1681	1971
营业外收入	12	16	13	13
营业外支出	7	7	7	7
利润总额	1255	1357	1687	1977
所得税	263	282	350	411
净利润	991	1075	1336	1567
少数股东损益	69	62	77	97
归属母公司净利润	922	1013	1259	1470
EBITDA	2361	2882	3405	3887
EPS (元)	0.94	1.03	1.28	1.49

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	3.1%	18.3%	17.2%	12.0%
营业利润	-23.7%	7.8%	24.7%	17.3%
归属于母公司净利润	-24.2%	9.8%	24.3%	16.7%
获利能力				
毛利率 (%)	20.9%	20.0%	20.3%	20.7%
净利率 (%)	6.7%	6.2%	6.6%	6.9%
ROE (%)	10.0%	10.3%	11.7%	12.5%
ROIC (%)	6.4%	6.8%	7.7%	8.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	56.8%	58.3%	59.5%	59.9%
净负债比率 (%)	131.7%	139.9%	146.8%	149.2%
流动比率	1.29	1.26	1.25	1.31
速动比率	0.61	0.54	0.51	0.54
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.64	0.67	0.68
应收账款周转率	8.06	8.59	8.56	8.38
应付账款周转率	5.79	6.03	6.01	5.86
每股指标 (元)				
每股收益	0.94	1.03	1.28	1.49
每股经营现金流 (摊薄)	2.28	1.93	2.65	2.97
每股净资产	9.34	10.04	10.91	11.93
估值比率				
P/E	23.19	18.64	15.00	12.85
P/B	2.33	1.91	1.76	1.61
EV/EBITDA	11.12	8.71	7.63	6.83

分析师与研究助理简介

分析师：张帆，华安机械行业首席分析师，机械行业从业2年，证券从业16年，曾多次获得新财富分析师。

分析师：徒月婷，华安机械行业分析师，南京大学金融学本硕，曾供职于中泰证券、中山证券。

分析师：王强峰，华安证券化工行业首席分析师，浙江大学化工硕士，2年中化国际战略、市场工作经验，3年化工卖方研究经验，所在团队曾获2021年wind基础化工金牌分析师第一名。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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。