



杭氧股份 (002430.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

毛利率超预期，关注设备业绩释放

业绩简评

4 月 28 日，公司发布 25 年一季报，25Q1 公司实现收入 35.6 亿元，同比+7.9%，归母净利润 2.3 亿元，同比+10.8%。

经营分析

业绩超预期，主要源于毛利率回升。根据公司 25 年一季报，公司 25Q1 毛利率 21.5%，同比+1.6pct，或由海外设备收入确认以及气体项目爬坡、固定成本摊薄所致。

看好公司空分设备业绩释放。根据公司 24 年年报，公司 2024 年空分设备毛利率 29.9%，依然维持在非常高的水平，盈利能力稳健。根据石油和化工采供资讯，2025 年 4 月 8 日，新疆山能化工有限公司准东五彩湾 80 万吨/年煤制烯烃项目空分技术、工艺包及成套设备专项招标中标候选人公示，第一中标候选人为公司。据我们测算，未来五年平均每年新增现代煤化工产能对应的空分设备需求不少于 187 万 Nm³/h，即 2018-2024 年平均水平的 2.0 倍，2022 年公司在国内空分设备市占率为 43.2%，居第一。看好公司空分设备业务受益于国内现代煤化工扩产。

盈利预测、估值与评级

预测 25/26/27 年公司实现归母净利润 10.0/12.6/15.4 亿元，同比+8.3%/+26.5%/+21.9%，对应当前 PE 为 19/15/12x，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济波动；原材料价格波动；项目进展不及预期。

机械组

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

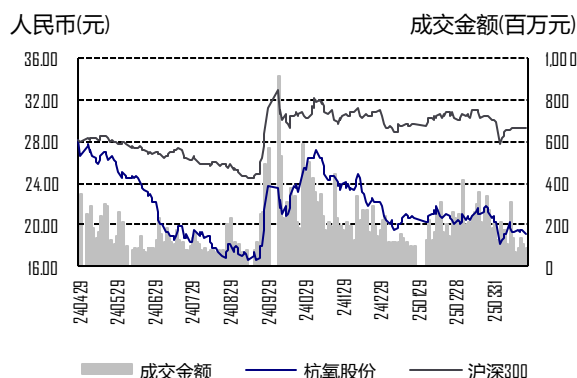
联系人：李子安

lizian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：19.08 元

相关报告：

- 1.《杭氧股份公司点评：气体利润拖累，稳健扩张延续》，2025.3.28
- 2.《杭氧股份公司点评：拟发行可转债，推进在手项目投资》，2025.3.3
- 3.《杭氧股份公司点评：并表杭州新世纪，加码下游应用场景》，2025.1.15



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,309	13,716	16,333	18,544	20,692
营业收入增长率	3.95%	3.06%	19.08%	13.53%	11.58%
归母净利润(百万元)	1,216	922	999	1,264	1,541
归母净利润增长率	0.48%	-24.15%	8.31%	26.48%	21.93%
摊薄每股收益(元)	1.235	0.937	1.015	1.284	1.566
每股经营性现金流净额	2.50	2.28	1.90	2.81	3.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.67%	10.03%	10.21%	11.86%	13.08%
P/E	23.64	23.25	18.79	14.86	12.18
P/B	3.23	2.33	1.92	1.76	1.59

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	11,878	13,309	13,716	16,333	18,544	20,692
增长率		4.0%	3.1%	19.1%	13.5%	11.6%
主营业务成本	-8,951	-10,260	-10,856	-13,036	-14,636	-16,190
%销售收入	75.4%	77.1%	79.1%	79.8%	78.9%	78.2%
毛利	2,927	3,049	2,860	3,297	3,908	4,501
%销售收入	24.6%	22.9%	20.9%	20.2%	21.1%	21.8%
营业税金及附加	-76	-83	-105	-122	-139	-155
%销售收入	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-131	-188	-186	-229	-260	-290
%销售收入	1.1%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-671	-797	-767	-898	-1,020	-1,138
%销售收入	5.6%	6.0%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%
研发费用	-352	-453	-449	-539	-612	-683
%销售收入	3.0%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	1,697	1,528	1,353	1,509	1,877	2,236
%销售收入	14.3%	11.5%	9.9%	9.2%	10.1%	10.8%
财务费用	-104	-103	-115	-228	-264	-274
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	1.4%	1.4%	1.3%
资产减值损失	-78	32	-121	-80	-80	-80
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	30	31	30	30	30	30
%税前利润	1.9%	1.9%	2.4%	2.2%	1.8%	1.5%
营业利润	1,597	1,639	1,250	1,337	1,669	2,018
营业利润率	13.4%	12.3%	9.1%	8.2%	9.0%	9.8%
营业外收支	-4	4	4	8	8	8
税前利润	1,593	1,644	1,255	1,345	1,677	2,026
利润率	13.4%	12.4%	9.1%	8.2%	9.0%	9.8%
所得税	-318	-369	-263	-276	-344	-415
所得税率	20.0%	22.4%	21.0%	20.5%	20.5%	20.5%
净利润	1,274	1,275	991	1,069	1,334	1,611
少数股东损益	80	59	69	70	70	70
归属于母公司的净利润	1,194	1,216	922	999	1,264	1,541
净利率	10.1%	9.1%	6.7%	6.1%	6.8%	7.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,274	1,275	991	1,069	1,334	1,611
少数股东损益	80	59	69	70	70	70
非现金支出	725	864	1,075	1,180	1,499	1,760
非经营收益	19	101	85	231	253	267
营运资金变动	-757	224	94	-613	-322	-310
经营活动现金净流	1,262	2,463	2,246	1,868	2,764	3,327
资本开支	-1,050	-2,873	-2,928	-2,649	-2,566	-2,066
投资	-71	-41	54	0	0	0
其他	8	-285	145	30	30	30
投资活动现金净流	-1,113	-3,198	-2,730	-2,619	-2,536	-2,036
股权募资	0	113	12	-47	0	0
债权募资	296	1,574	596	1,410	709	-321
其他	-391	-1,153	-437	-624	-691	-724
筹资活动现金净流	-95	534	171	739	19	-1,045
现金净流量	43	-195	-316	-12	247	246

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,566	3,346	2,121	2,100	2,339	2,579
应收款项	2,971	2,885	2,884	3,435	3,900	4,351
存货	2,432	2,496	2,321	2,964	3,328	3,682
其他流动资产	2,259	2,638	3,278	3,176	3,535	3,884
流动资产	9,228	11,365	10,604	11,675	13,102	14,495
%总资产	57.5%	50.2%	44.1%	43.9%	45.0%	47.0%
长期投资	274	246	196	116	36	-44
固定资产	5,800	9,704	11,595	13,514	14,617	14,962
%总资产	36.1%	42.9%	48.2%	50.8%	50.2%	48.5%
无形资产	436	781	706	768	828	886
非流动资产	6,819	11,255	13,466	14,936	16,021	16,344
%总资产	42.5%	49.8%	55.9%	56.1%	55.0%	53.0%
资产总计	16,047	22,620	24,070	26,611	29,122	30,839
短期借款	640	2,473	1,681	3,091	3,800	3,479
应付款项	1,773	2,318	2,705	2,840	3,190	3,529
其他流动负债	3,587	3,671	3,819	4,115	4,631	5,136
流动负债	6,000	8,462	8,204	10,046	11,621	12,144
长期贷款	1,851	2,713	4,089	4,089	4,089	4,089
其他长期负债	341	1,363	1,389	1,430	1,425	1,422
负债	8,192	12,539	13,682	15,565	17,136	17,655
普通股股东权益	7,324	8,897	9,193	9,781	10,651	11,779
其中：股本	965	984	984	984	984	984
未分配利润	4,121	4,872	5,007	5,642	6,512	7,639
少数股东权益	532	1,184	1,195	1,265	1,335	1,405
负债股东权益合计	16,047	22,620	24,070	26,611	29,122	30,839

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.238	1.235	0.937	1.015	1.284	1.566
每股净资产	7.592	9.039	9.344	9.941	10.826	11.972
每股经营现金净流量	1.308	2.503	2.283	1.899	2.809	3.382
每股股利	0.600	1.000	0.200	0.370	0.400	0.420
回报率						
净资产收益率	16.30%	13.67%	10.03%	10.21%	11.86%	13.08%
总资产收益率	7.44%	5.38%	3.83%	3.75%	4.34%	5.00%
投入资本收益率	13.12%	7.25%	6.19%	6.20%	7.11%	8.13%
增长率						
主营业务收入增长率	18.53%	3.95%	3.06%	19.08%	13.53%	11.58%
EBIT 增长率	30.33%	-15.61%	-11.45%	11.50%	24.40%	19.09%
净利润增长率	41.60%	0.48%	-24.15%	8.31%	26.48%	21.93%
总资产增长率	11.17%	17.58%	6.41%	10.56%	9.43%	5.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.9	43.7	45.3	44.0	44.0	44.0
存货周转天数	89.8	81.3	81.0	83.0	83.0	83.0
应付账款周转天数	55.2	56.8	63.1	56.0	56.0	56.0
固定资产周转天数	161.8	182.6	210.1	219.4	214.9	198.7
偿债能力						
净负债/股东权益	11.78%	28.94%	45.84%	56.07%	55.59%	46.29%
EBIT 利息保障倍数	16.3	14.9	11.8	6.6	7.1	8.2
资产负债率	51.05%	55.43%	56.84%	58.49%	58.84%	57.25%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	14	16	16	47
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.07	1.06	1.06	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。司



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究