

Q1 业绩重回上升通道, 2025 年煤化工项目持续突破——工业气体系列报告

杭氧股份 (002430.SZ)

核心观点

2024 年零售液体价格低迷, 叠加商誉减值, 使得公司业绩阶段性承压。随着管道气投产规模提升, 公司 2025Q1 业绩重回上升通道。公司气体在手项目充裕, 有望支撑未来 3 年发展。设备领域, 公司凭借过往特高等级空分销售业绩, 在煤化工领域优势凸显; 继神华宁煤 10 万等级空分、内蒙古宝丰 11 万等级空分等项目之后, 4 月以来再次中标大型煤化工项目。随着新疆煤化工项目持续推进, 公司设备业务有望实现蓬勃发展。

事件

2024 年度, 公司实现营收 137.16 亿元, 同比+3.06%; 归母净利润 9.22 亿元, 同比-24.15%; 扣非归母净利润 8.61 亿元, 同比-23.41%。2024 年单四季度, 实现营收 33.64 亿元, 同比-4.68%; 归母净利润 2.47 亿元, 同比-32.26%; 扣非归母净利润 2.35 亿元, 同比-26.52%。

2025Q1 公司实现营收 35.65 亿元, 同比+7.85%; 归母净利润 2.26 亿元, 同比+10.82%; 扣非归母净利润 2.23 亿元, 同比+13.81%。

简评

2024 年业绩阶段性承压, 海外设备订单占比显著提升

2024 年公司各项业务稳步推进, 整体营收稳中有升; 利润端出现较大幅度下滑, 主要系零售液体价格低迷所致; 此外公司全年计提 9,813.98 万元资产减值, 其中对收购的子公司万达气体计提 6,534.53 万元商誉减值, 对 2024Q4 利润产生进一步影响。基于卓创资讯工业气体价格加以统计, 2024 年液氧、液氮、液氩均价分别为 405.83、439.66、903.74 元/吨, 分别同比下降 12.50%、13.82%、14.21%。杭氧股份持续提升终端零售比例与长协比例, 预计液体价格的变动较行业更加温和; 但低迷的价格制约了公司盈利水平的释放。

1) 分业务: 2024 年公司气体销售业务收入同比小幅下降 1.15% 至 81.00 亿元, 占主营业务比例下降 2.33pct 至 60.67%; 空分设备收入同比增长 6.77% 至 45.25 亿元, 占主营业务比例提升 1.31pct 至 33.90%; 石化产品 (乙烯冷箱等) 收入同比增长 11.25% 至 5.39 亿元, 占主营业务比例提升 0.31pct 至 4.04%; 工程总包收入同比增长 108.22% 至 1.86 亿元, 主要系公司承接的外部合同增加所致。

维持

买入

吕娟

lyujuan@csc.com.cn

021-68821610

SAC 编号:S1440519080001

SFC 编号:BOU764

李长鸿

lichanghong@csc.com.cn

010-56135181

SAC 编号:S1440523070001

发布日期: 2025 年 04 月 29 日

当前股价: 19.08 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-11.99/-9.46	-7.51/-8.68	-33.52/-39.99
12 月最高/最低价 (元)		28.95/16.67
总股本 (万股)		98,395.62
流通 A 股 (万股)		97,019.03
总市值 (亿元)		187.74
流通市值 (亿元)		185.11
近 3 月日均成交量 (万)		912.12
主要股东		
杭州杭氧控股有限公司		53.33%

股价表现



相关研究报告

【中信建投机械设备】杭氧股份 (002430):10 月零售液体价格修复, 公司有望迎来“量价齐升”发展机遇——工业气体系列报告
24.10.31

2) 分地区: 2024 年公司境内收入同比增长 3.99% 至 129.67 亿元, 营收占比 94.54%; 境外收入同比下降 10.72% 至 7.49 亿元, 营收占比 5.46%。2024 年公司境外设备合同额达 9.33 亿元, 占比设备合同额比例近 17%, 预计将对未来 2 年海外收入增长奠定基础。

盈利水平: 2024 年, 公司综合毛利率同比下降 2.06pct 至 20.85%; 其中气体销售毛利率同比下滑 2.58pct 至 16.17%, 主要系零售液体价格承压, 空分设备毛利率同比下滑 1.64pct 至 29.88%, 预计主要系大型设备中压缩机自主配套比例下降所致。2024 年期间费用率同比下降 0.52pct 至 11.06%, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别变动 -0.06pct、-0.40pct、-0.13pct、+0.07pct 至 1.35%、5.59%、3.27%、0.84%。2024 年公司净利率同比下降 2.35pct 至 7.23%, 随着未来零售液体价格的提升, 净利率存在较大修复空间。

2、2025Q1 业绩增速回升, 得益于管道气制气规模稳步提升

2025Q1 公司营收、利润增速回升, 预计主要得益于管道气制气规模较快提升。基于卓创资讯工业气体价格加以统计, 2025Q1 液氧、液氮、液氩均价分别为 377.33、388.54、496.52 元/吨, 分别同比变动 +0.56%、-8.69%、-58.76%。近年来零售液体持续价格下降, 在气体业务中占比逐步降低, 短期内对利润端影响边际转弱。2025Q1 公司毛利率同比提升 1.55pct 至 21.45%, 预计主要系空分设备产品结构与区域结构变化, 以及管道气开工率的小幅修复所致。2025Q1 期间费用率小幅提升 0.03pct 至 10.84%, 净利率提升 0.28pct 至 7.00%。

3、设备: 2024 年设备新签订单有所下降, 2025 年中标新疆煤化工领域 11 万方特大等级空分

2024 年公司空分石化设备全年累计订货额 55.12 亿元, 同比下降 14.81%, 主要系下游资本开支偏弱, 但公司依旧保持了较高的市场份额。2024 年公司签订大中型空分设备 22 套, 其中 6 万以上特大型空分 12 套。2024 年外贸合同额达 9.33 亿元, 在设备中占比近 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。2025 年 4 月, 总投资 208.58 亿元的新疆山能化工准东 80 万吨煤制烯烃项目中标候选人公示, 杭氧股份作为第一中标候选人中标 2 套 11 万 Nm³/h 空分装置。公司凭借过往特大等级空分销售业绩, 在煤化工领域优势凸显; 继神华宁煤 10 万等级空分、内蒙古宝丰 11 万等级空分等项目之后, 再次中标大型煤化工项目。随着新疆煤化工项目持续推进, 公司设备业务有望实现蓬勃发展。

4、工业气体: 新签订单阶段性下滑, 管道气项目投产持续推进, 夯实增长中枢

新签订单: 按公司公告披露加以汇总, 2024 年累计新签气体项目 34.35 万 Nm³/h, 同比下滑 23.67%, 同样受下游资本开支偏弱影响。其中, 新建项目 23.27 万 Nm³/h、收购项目 11.08 万 Nm³/h, “收购存量建增量”特征进一步显现, 这代表着第三方供气模式渗透率正逐步提升。

项目投产: 2024 年公司新增气体投产项目约 65 万 Nm³/h, 且大部分于下半年投产; 随着产能爬坡, 预计对公司 2025 年气体业务增长形成有力支撑。截至 2024 年报披露, 公司气体项目 (已投产+在建+在手) 累计总制氧量 350 万 Nm³/h, 项目储备充足, 预计至少可支撑未来 3 年发展。

零售液体&电子气: 2024 年公司销售液体 282 万吨, 随着管道气的持续投放, 液体销量将继续提升。公司加大电气的开拓力度, 2024 年管道电子级氢气和氩气销量大幅增加, 分别同比增长 88.31% 和 92.87%。公司利润的充分释放仍有赖于零售液体价格的回暖; 在 2025Q1 下游需求低迷的冲击下, 零售液体价格展现出了较强的韧性, 预计未来价格进一步向下空间相对有限, 向上弹性值得期待。

投资建议: 我们预计公司 2025-2027 年实现收入分别为 159.96、180.62、199.74 亿元, 归母净利润分别为 10.41、12.64、15.34 亿元, 同比分别变动 +12.89%、+21.36%、+21.37%, 对应 2025-2027 年 PE 估值分别为 18.03、14.86、12.24 倍, 维持“买入”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,309.00	13,716.49	15,995.63	18,061.78	19,974.22
YoY(%)	3.95	3.06	16.62	12.92	10.59
净利润(百万元)	1,216.10	922.36	1,041.30	1,263.68	1,533.77
YoY(%)	0.48	-24.15	12.89	21.36	21.37
毛利率(%)	22.91	20.85	20.49	20.92	21.51
净利率(%)	9.14	6.72	6.51	7.00	7.68
ROE(%)	13.67	10.03	10.52	11.74	12.99
EPS(摊薄/元)	1.24	0.94	1.06	1.28	1.56
P/E(倍)	15.44	20.35	18.03	14.86	12.24
P/B(倍)	2.13	2.07	1.92	1.76	1.60

资料来源: Wind, 中信建投

风险分析：

- 1) 零售气价格下行的风险：**当前国内外经济局势复杂，公司零售气需求景气度存在不确定性，如果景气度超预期下行，叠加公司产能进一步释放，可能导致零售气价格继续下行。
- 2) 气体行业竞争加剧的风险：**包括大宗气体与零售气在内的外包气体市场空间大，吸引新进入者涌入，可能会导致公司在某些区域市场无法充分发挥空分设备自制的优势，进而导致市场份额下降。
- 3) 管理风险：**随着公司气体子公司的数量以及已投产的装置规模持续不断增加，对公司管理水平提出越来越高的要求，治理结构风险加大。
- 4) 设备业务增长乏力的风险：**设备业务作为传统业务，尽管公司竞争优势明显，但是受整个下游重化工业景气度的影响，可能出现下滑的风险。

分析师介绍

吕娟

董事总经理，研委会副主任，上海区域总监，高端制造组组长，机械行业首席分析师。复旦大学经济学硕士，法国 EDHEC 商学院金融工程交换生，河海大学机械工程及自动化学士，2007.07-2016.12 曾就职于国泰君安证券研究所任机械首席分析师，2017.01-2019.07 曾就职于方正证券研究所任董事总经理、副所长、机械首席分析师。曾获新财富、金牛、IAMAC、水晶球、第一财经、WIND 最佳分析师第一名。2021 年新财富最佳分析师机械行业第二名。

李长鸿

机械行业分析师。中国人民大学金融硕士，西南财经大学经济学学士，FRM 持证人。2021 年加入中信建投证券，历任研究发展部建材、机械研究员，当前研究方向为工业气体、仪器仪表、风电设备、轨道交通。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准:A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk