

杭氧股份 (002430.SZ)

Q3 气价回温，新增产能放缓，公司利润率提升

杭氧三季度业绩符合预期，Q3 单季度的毛、净利率均实现同环比的提升。Q3 的气价有支撑，主要归因于行业新增产能的放缓+三季度出现液氧等大宗气的需求回暖。展望后市，我们继续看好行业的供给出清节奏。若后续迎来周期上行，杭氧股份有望实现戴维斯双击。继续维持“强烈推荐”评级。

□杭氧股份发布 2025Q3 业绩：1) 2025 年前三季度营收 114.3 亿元，yoy+10.4%；前三季度归母净利润为 7.6 亿元，yoy+12.1%；2) Q3 单季度营收 41 亿元，yoy+13.1%；归母净利润 2.78 亿元，yoy+16.8%。业绩符合预期。三季度整体气价表现良好，支撑了公司零售气业务毛利率。此外伴随着更多的项目开车+气价提升，公司收入端也实现了双位数增长。

□Q3 单季度毛利率达到 20.5%，环比 Q2 小幅提升 0.440ct，同比提升 0.64pct；Q3 单季度净利率达到 7.70%，环比 Q2 小幅提升 0.12pct，同比提升 0.49pct。利润率同环比提升，表明杭氧股份利润率的下降趋势被遏制，行业从产能过剩逐渐进入消化磨合期。

□行业产能增速显著放缓，Q3 气价有支撑：

1) Q3 以来，杭氧少有新增气体项目投建，仅两个对原有项目的增资行为（江苏杭氧和宁波电子气项目）。与此同时，在建工程密集转固且存量在建工程减少。固定资产余额增长至 108.39 亿元，环比 Q2 增加了 22%，但在建工程余额仅为 13.27 亿元，环比 Q2 下降了 58%。

2) 三季度气价稳中有升。三季度液氧均价在 474 元/吨，较二季度均价涨 10%，较去年同期涨 15.7%。上涨原因包括：多地钢厂批量采购带动需求修复+煤化工液氧需求放量。

□展望后市，我们认为，节后气价受装置开工下降+企业检修、故障等影响，供应减少进一步带来气价增长，在 10 月仍利好杭氧的气体业务。从中期来看，终端市场存在库存压力+液氧成本紧贴液氧价格的双重负担，且 Q4 仍有较多新增空分产能投入，预计将有更多零散供应商退出市场，加速市场出清。然而，在当下偏低的气价水平下，杭氧利润率已逐渐实现企稳回升。且老旧项目密集进入折旧完毕阶段，有望在后续两年额外贡献 3-4% 的净利率。行业集中度的提高，也将进一步增大杭氧在周期上行阶段的利润弹性。

□继续维持“强烈推荐”评级。我们预计杭氧股份 25、26 年利润 10.4 亿、13 亿。周期底部阶段，公司 26 年 PE 约为 21 倍。周期上行阶段，杭氧是极有望迎来戴维斯双击的股票（气价抬估值，增厚的存量气体项目抬高业绩）。当前杭氧向下具备一定安全边际，向上仍有上攻潜力。继续强烈推荐！

□风险提示：大宗气体价格持续处于低位；下游化工、钢铁的资本开支持续下滑；海外业务拓展不及预期；新兴气体项目拓展不及预期。

强烈推荐（维持）

中游制造/机械

目标估值：NA

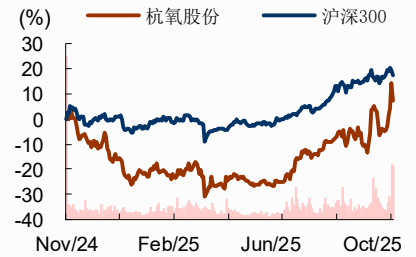
当前股价：27.65 元

基础数据

总股本（百万股）	978
已上市流通股（百万股）	978
总市值（十亿元）	27.1
流通市值（十亿元）	27.0
每股净资产（MRQ）	10.0
ROE（TTM）	10.3
资产负债率	56.3%
主要股东	杭州杭氧控股有限公司
主要股东持股比例	54.11%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	39	10
相对表现	18	16	-9



相关报告

- 1、《杭氧股份（002430）—存量气体业务收入、利润率双增，业绩增长拐点已现》2025-08-28
- 2、《杭氧股份（002430）—终端气价逐步企稳，底部逆势扩张加码后续业绩弹性》2025-03-30
- 3、《杭氧股份（002430）Q3 气体市场仍显低迷，期待下游需求回暖》2024-10-30

郭倩倩 S1090525060003

guoqianqian@cmschina.com.cn

吴洋 S1090523080001

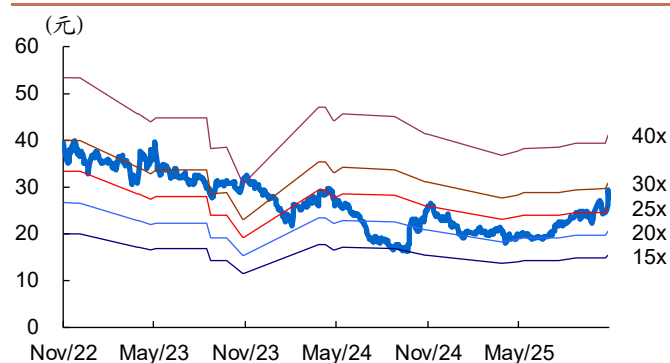
wuyang2@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	13309	13716	16602	18899	20889
同比增长	4%	3%	21%	14%	11%
营业利润(百万元)	1639	1250	1411	1764	1918
同比增长	0%	-24%	13%	25%	9%
归母净利润(百万元)	1216	922	1039	1297	1409
同比增长	0%	-24%	13%	25%	9%
每股收益(元)	1.24	0.94	1.06	1.32	1.43
PE	22.4	29.5	26.2	21.0	19.3
PB	3.1	3.0	2.7	2.5	2.3

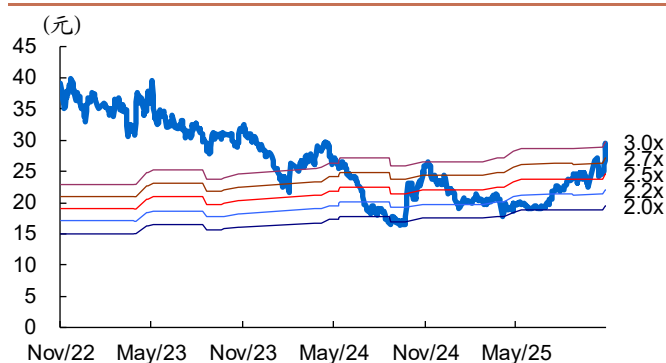
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：杭氧股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：杭氧股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	11365	10604	12265	13653	14894
现金	3346	2121	2000	2000	2000
交易性投资	2	2	2	2	2
应收票据	991	557	674	768	849
应收款项	1668	1735	2076	2364	2613
其它应收款	40	32	39	44	49
存货	2496	2321	2820	3190	3535
其他	2822	3834	4653	5285	5846
非流动资产	11255	13466	14551	15498	16326
长期股权投资	203	156	156	156	156
固定资产	6656	7896	9051	10062	10947
无形资产商誉	781	706	635	572	514
其他	3615	4709	4709	4709	4709
资产总计	22620	24070	26816	29151	31220
流动负债	8462	8204	10127	11380	12323
短期借款	493	277	2271	2551	2587
应付账款	2011	2496	3043	3442	3814
预收账款	3043	3176	3872	4380	4854
其他	2914	2255	941	1007	1069
长期负债	4077	5478	5478	5478	5478
长期借款	2713	4089	4089	4089	4089
其他	1363	1389	1389	1389	1389
负债合计	12539	13682	15605	16858	17800
股本	984	984	984	984	984
资本公积金	2275	2402	2402	2402	2402
留存收益	5638	5807	6551	7537	8557
少数股东权益	1184	1195	1273	1370	1476
归属于母公司所有者权益	8897	9193	9938	10923	11943
负债及权益合计	22620	24070	26816	29151	31220

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2463	2246	1893	2367	2699
净利润	1275	991	1117	1394	1515
折旧摊销	877	941	1057	1194	1314
财务费用	156	153	299	325	335
投资收益	(31)	(32)	(133)	(133)	(133)
营运资金变动	174	226	(455)	(420)	(338)
其它	13	(33)	8	7	6
投资活动现金流	(3198)	(2730)	(2011)	(2011)	(2011)
资本支出	(3082)	(2962)	(2143)	(2143)	(2143)
其他投资	(117)	232	133	133	133
筹资活动现金流	534	171	(4)	(357)	(688)
借款变动	1157	1118	590	280	36
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	454	127	0	0	0
股利分配	(984)	(984)	(295)	(312)	(389)
其他	(91)	(89)	(299)	(325)	(335)
现金净增加额	(201)	(312)	(121)	(0)	0

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13309	13716	16602	18899	20889
营业成本	10260	10856	13235	14971	16590
营业税金及附加	83	105	127	145	160
营业费用	188	186	225	189	209
管理费用	797	767	895	1019	1126
研发费用	453	449	544	619	684
财务费用	103	115	299	325	335
资产减值损失	32	(121)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	113	98	98	98	98
投资收益	69	35	35	35	35
营业利润	1639	1250	1411	1764	1918
营业外收入	10	12	12	12	12
营业外支出	6	7	7	7	7
利润总额	1644	1255	1415	1769	1922
所得税	369	263	298	374	407
少数股东损益	59	69	78	97	106
归属于母公司净利润	1216	922	1039	1297	1409

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	4%	3%	21%	14%	11%
营业利润	0%	-24%	13%	25%	9%
归母净利润	0%	-24%	13%	25%	9%
获利能力					
毛利率	22.9%	20.9%	20.3%	20.8%	20.6%
净利率	9.1%	6.7%	6.3%	6.9%	6.7%
ROE	13.7%	10.0%	10.5%	11.9%	11.8%
ROIC	8.7%	6.6%	7.6%	8.7%	8.8%
偿债能力					
资产负债率	55.4%	56.8%	58.2%	57.8%	57.0%
净负债比率	22.9%	24.0%	23.7%	22.8%	21.4%
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
存货周转率	4.5	4.5	5.1	5.0	4.9
应收账款周转率	5.4	5.5	6.6	6.4	6.3
应付账款周转率	5.6	4.8	4.8	4.6	4.6
每股资料(元)					
EPS	1.24	0.94	1.06	1.32	1.43
每股经营净现金	2.50	2.28	1.92	2.41	2.74
每股净资产	9.04	9.34	10.10	11.10	12.14
每股股利	1.00	0.30	0.32	0.40	0.43
估值比率					
PE	22.4	29.5	26.2	21.0	19.3
PB	3.1	3.0	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	12.7	14.4	11.9	10.0	9.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。