

杭氧股份(002430)

报告日期：2025年12月02日

# 中国工业气体龙头：“周期+成长”，核聚变打开空间

## ——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，“周期+成长”兼备的纯内需标的；气体行业处于周期底部，未来业绩有望拐点向上。加速布局可控核聚变领域，打开第二成长曲线

#### □ 超预期逻辑

- 1) 市场认为：宏观经济承压，公司业绩增长存在不确定性。
- 2) 我们认为：2025年气体价格已展现出触底回升趋势，且宏观PPI指标已经历多年下行、期待周期触底向上。如果未来宏观经济复苏，零售气业绩潜在弹性大。即使不考虑经济复苏的基础下，未来公司依靠管道气（量投放）+设备业务（新疆煤化工+海外需求）、业绩基本盘仍能稳步向上。同时公司加速布局可控核聚变领域，与安徽聚变新能等头部客户紧密合作，第二成长曲线打开。

(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Nm<sup>3</sup>/h，同比增长8.6% (30万Nm<sup>3</sup>/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)，贡献长期业绩增量。同时，当前在行业处于周期底部、龙头公司具备一定的项目收并购机会 (如此前盈德气体)，为公司增长提供更大的成长潜力。

(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2025年10月，工业气体综合气价为469元/吨、同比提升1.5%。且价格处于历史分位数的9%、相较2021年的最高点跌幅76%。未来如宏观经济复苏，带动工业气体气价上涨，零售气带来的潜在业绩弹性将会较大。同时公司培育电子特气等新增长点、实现氟氯氪氙制取储运应用一体化，打开成长空间。

(3) 可控核聚变设备：未来市场空间大、打开第二增长极。低温系统是保障超导磁场运行的核心，价值量高、技术壁垒强。公司10月已中标安徽聚变新能低温氦系统，彰显公司技术实力。核聚变行业未来成长空间大、国产替代动力强，将打造公司第二成长曲线。

#### □ 检验与催化

- 1) 检验的指标：宏观经济数据，工业气体价格，核聚变设备订单。
- 2) 可能催化剂：宏观经济复苏加速，工业气体价格持续上涨，公司在可控核聚变领域进展提速。

#### □ 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，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”。

2) 与前不同的认识：此前认为公司所处的工业气体领域偏传统顺周期行业，成长弹性不足。目前认为，公司通过其在气体设备领域的积累、成功切入可控核聚变低温系统领域，目前该环节国产替代空间较大，公司成长空间加速打开。

#### □ 盈利预测与估值

**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	25,857.90
总股本(百万股)	978.35

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《一季报业绩超预期，期待工业气体龙头周期底部向上》  
2025.04.29
- 2 《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》  
2025.04.13
- 3 《控股股东计划增持1-2亿元，彰显公司发展信心》  
2025.04.09

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 24、20、17 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	1.09	1.33	1.55
P/E	28	24	20	17
ROE(%)	9%	10%	12%	13%

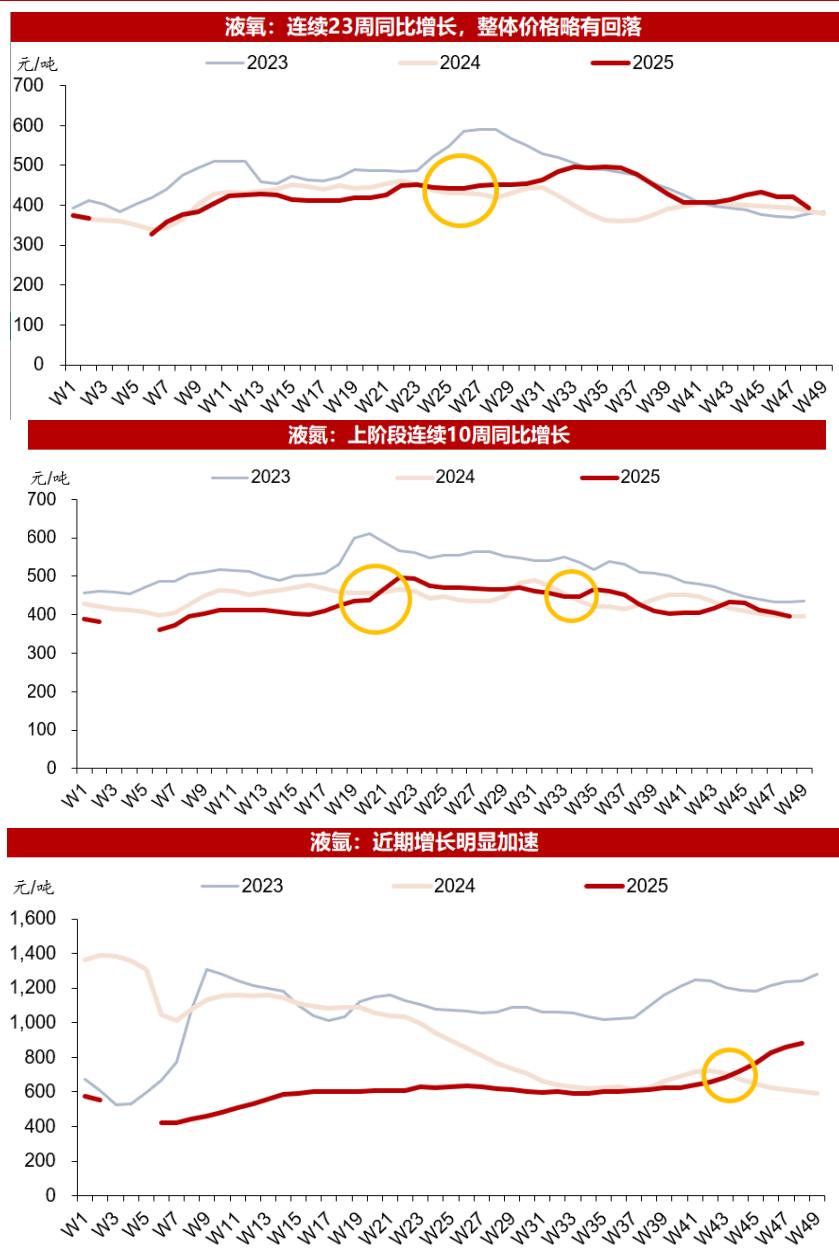
资料来源：浙商证券研究所

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 12 月 1 日）

代码	公司	市值/亿元	归母净利润/亿元				PE				PB	ROE 2024 年	ROA 2024 年
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E			
LIN.O	德国林德	13,452	472				29				5.1	17%	11%
ONWF.L	法液空	7,845	249				32				3.6	12%	10%
APD.N	空气化工	4,109	268				15				3.9	22%	13%
海外气体公司平均值							25				4	17%	11%
002430.SZ	杭氧股份	259	9.2	10.7	13.0	15.1	28	24	20	17	2.4	10%	6%
688146.SH	中船特气	216	3.0	3.5	4.5	5.7	71	61	48	38	2.8	6%	5%
688548.SH	广钢气体	167	2.5	3.0	4.1	5.5	67	56	41	30	2.3	4%	3%
601369.SH	陕鼓动力	161	10.4	10.9	12.2	13.9	15	15	13	12	1.8	12%	4%
301286.SZ	侨源股份	149	1.5	2.5	3.0	3.7	100	59	50	40	8.2	9%	10%
688268.SH	华特气体	71	1.8	2.0	2.4	2.8	39	35	29	25	3.2	9%	8%
002549.SZ	凯美特气	159	-0.5	1.0	1.2	1.4		153	129	111	2.1	-2%	-2%
002971.SZ	和远气体	70	0.7	1.0	1.1	1.2	96	69	63	58	2.9	5%	3%
国内气体公司平均值							59	59	49	41	3	6.5%	4.5%

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理（除杭氧股份、各家 2025-2027 年盈利预测为 Wind 一致预期）

**附录 2：2025 年工业气体价格整体保持同比增长趋势。**
**图1：工业气体价格走势：经历 2024 年底部后、触底向上**


资料来源：Wind、公司公告，浙商证券研究所

### 附录3：杭氧股份：在可控核聚变领域已连续中标订单。

表2：杭氧股份：在可控核聚变领域已进行多项举措

时间	事件	客户/合作伙伴
2025年11月15日	投资设立产业基金：关注工业气体、低温深冷技术、可控核聚变、创新型能源动力装备等投资机会	与杭州资本（间接股东）下属公司
2025年10月29日	中标：低温氮系统项目，应用于BEST低温系统	聚变新能（安徽）
2025年9月27日	中标：低温液氦综合性能测试系统采购项目	通用机械关键核心基础件创新中心（安徽）
2025年9月1日	正式成为安徽省聚变产业联合会的一员	

资料来源：Wind、官方微信公众、证券之星，浙商证券研究所整理（除杭氧股份、各家2025-2027年盈利预测为Wind一致预期）

### 附录4：可控核聚变：成本占比构成拆分，低温系统占比高。

图2：ITER工程验证堆成本中设备费用占比86%

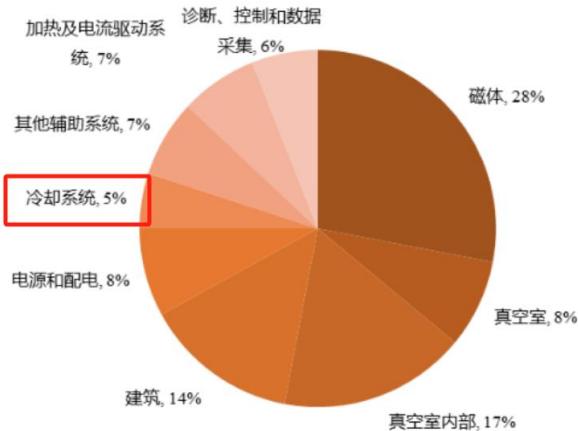
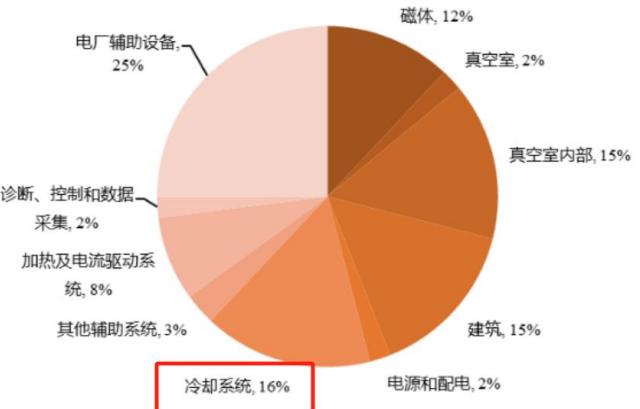


图3：DEMO商业示范堆成本中设备费用占比85%



资料来源：《Superconductors for fusion:a roadmap》，浙商证券研究所

资料来源：《Superconductors for fusion:a roadmap》，浙商证券研究所

### 附录3：杭氧股份大股东在盈德气体参股。

图4：杭氧股份大股东：杭州资本，在盈德气体参股19.55%



资料来源：Wind、公司公告，浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>					<b>营业收入</b>	13716	15053	17137	19561
现金	2121	2121	2334	2567	营业成本	10856	12074	13683	15587
交易性金融资产	2	1	2	2	营业税金及附加	105	98	111	117
应收账款	2292	3166	3723	4360	营业费用	186	181	202	229
其它应收款	32	40	46	50	管理费用	767	858	943	1076
预付账款	1291	1207	1368	1559	研发费用	449	527	583	646
存货	2321	2898	3284	3741	财务费用	115	165	180	188
其他	2543	2670	2937	3231	资产减值损失	121	(75)	(86)	(98)
<b>非流动资产</b>	13466	13722	13979	14084	公允价值变动损益	0	50	50	50
金融资产类	0	0	0	0	投资净收益	30	38	42	45
长期投资	156	156	156	156	其他经营收益	102	107	120	110
固定资产	7896	8661	9253	9696	<b>营业利润</b>	1250	1421	1733	2021
无形资产	503	516	544	543	营业外收支	4	9	6	6
在建工程	3698	3199	2799	2479	<b>利润总额</b>	1255	1430	1739	2027
其他	1213	1189	1228	1210	所得税	263	300	365	426
<b>资产总计</b>	24070	25826	27673	29594	<b>净利润</b>	991	1129	1374	1601
<b>流动负债</b>	8204	9556	11062	12605	少数股东损益	69	62	76	88
短期借款	277	1401	2029	2841	<b>归属母公司净利润</b>	922	1067	1298	1513
应付款项	2496	2234	2531	2884	EBITDA	2292	2180	2583	2954
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	0.94	1.09	1.33	1.55
其他	5432	5920	6501	6880					
<b>非流动负债</b>	5478	5493	5486	5486					
长期借款	4089	4089	4089	4089					
其他	1389	1403	1397	1396					
<b>负债合计</b>	13682	15048	16548	18090					
少数股东权益	1195	1257	1333	1421					
归属母公司股东权	9193	9521	9792	10082					
<b>负债和股东权益</b>	24070	25826	27673	29594					

### 现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2246	609	1426	1732	<b>成长能力</b>				
净利润	991	1129	1374	1601	营业收入	3.06%	9.75%	13.85%	14.14%
折旧摊销	941	563	639	708	营业利润	-23.74%	13.63%	21.99%	16.60%
财务费用	115	165	180	188	归属母公司净利润	-24.15%	15.71%	21.64%	16.57%
投资损失	(30)	(38)	(42)	(45)	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	(127)	(507)	(204)	(117)	毛利率	20.85%	19.79%	20.16%	20.32%
其它	356	(705)	(521)	(604)	净利率	7.23%	7.50%	8.02%	8.19%
<b>投资活动现金流</b>	(2730)	(780)	(855)	(767)	ROE	9.01%	10.08%	11.85%	13.38%
资本支出	(1890)	(800)	(800)	(800)	ROIC	7.12%	7.79%	8.76%	9.60%
长期投资	51	(21)	13	(2)	<b>偿债能力</b>				
其他	(890)	41	(68)	34	资产负债率	56.84%	58.27%	59.80%	61.13%
<b>筹资活动现金流</b>	171	171	(358)	(731)	净负债比率	42.17%	45.54%	46.53%	46.32%
短期借款	(217)	1125	628	812	流动比率	1.29	1.27	1.24	1.23
长期借款	1376	0	0	0	速动比率	1.01	0.96	0.94	0.93
其他	(988)	(953)	(986)	(1543)	<b>营运能力</b>				
<b>现金净增加额</b>	(312)	(0)	212	233	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
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.94	1.09	1.33	1.55
					每股经营现金	2.30	0.62	1.46	1.77
					每股净资产	9.34	9.73	10.01	10.31
					<b>估值比率</b>				
					P/E	28.04	24.24	19.93	17.09
					P/B	2.83	2.72	2.64	2.57
					EV/EBITDA	11.48	14.62	12.62	11.21

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>