

杭氧股份(002430)

报告日期: 2025 年 12 月 12 日

再次中标聚变新 BEST 低温系统部件, 可控核聚变空间加速打开

——杭氧股份点评报告

核心逻辑

□ **可控核聚变: 中标聚变新能 BEST 低温分配阀箱项目, 成长空间加速打开**

1) **再获订单:** 据公司 12 月 11 日微信公众号, 公司成功中标聚变新能(安徽)低温分配阀箱项目, 项目包含 7 套低温分配阀箱, 应用于 BEST 低温系统, 是复杂低温“血液循环系统”中“智能的心脏瓣膜和血管网络”, 为各个低温用户精准分配各温区的冷量。

2) **回顾历史:** 公司已成功中标 BEST 低温系统低温分配阀箱+低温氮系统 2 个项目, 充分证明杭氧在深低温技术领域全面的技术实力和工程化能力。

3) **展望未来:** 公司基于在气体设备的积累、切入可控核聚变低温系统领域(国产替代空间较大), 与安徽聚变新能等头部紧密合作, 已连续中标订单, 期待成长空间加速打开。

□ **杭氧股份: “周期+成长”兼备, 核聚变/量子计算/商业航天等打开空间**

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等领域, 打开第二成长曲线。

(1) **管道气:** 公司的“防御”属性, 受宏观经济波动小, 稳定增长。远期在国产替代大趋势下, 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), 具备更大成长潜力。

(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。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、实现氦氖氩制取储运应用一体化, 打开成长空间。

(3) **可控核聚变设备/量子计算/商业航天:** 未来市场空间大、打开第二增长极。核聚变——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、国产替代动力强。公司 2025 年已连续中标安徽聚变新能低温系统相关部件, 彰显公司技术实力。将打造公司第二成长曲线。量子计算——与浙江大学合作聚焦“深低温+先进计算”。商业航天——此前为朱雀二号提供动力保障。

□ **盈利预测与估值**

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 26、22、19 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。

投资评级: 买入(维持)

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	¥28.78
总市值(百万元)	28,157.03
总股本(百万股)	978.35

股票走势图



相关报告

- 《“周期+成长”兼备, 可控核聚变+量子计算+商业航天齐发力》2025.12.07
- 《与浙江大学签约, 布局“深低温+先进计算”等前沿领域》2025.12.05
- 《中国工业气体龙头: “周期+成长”, 核聚变打开空间》2025.12.02

财务摘要

(百万元)	2024	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	31	26	22	19

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。

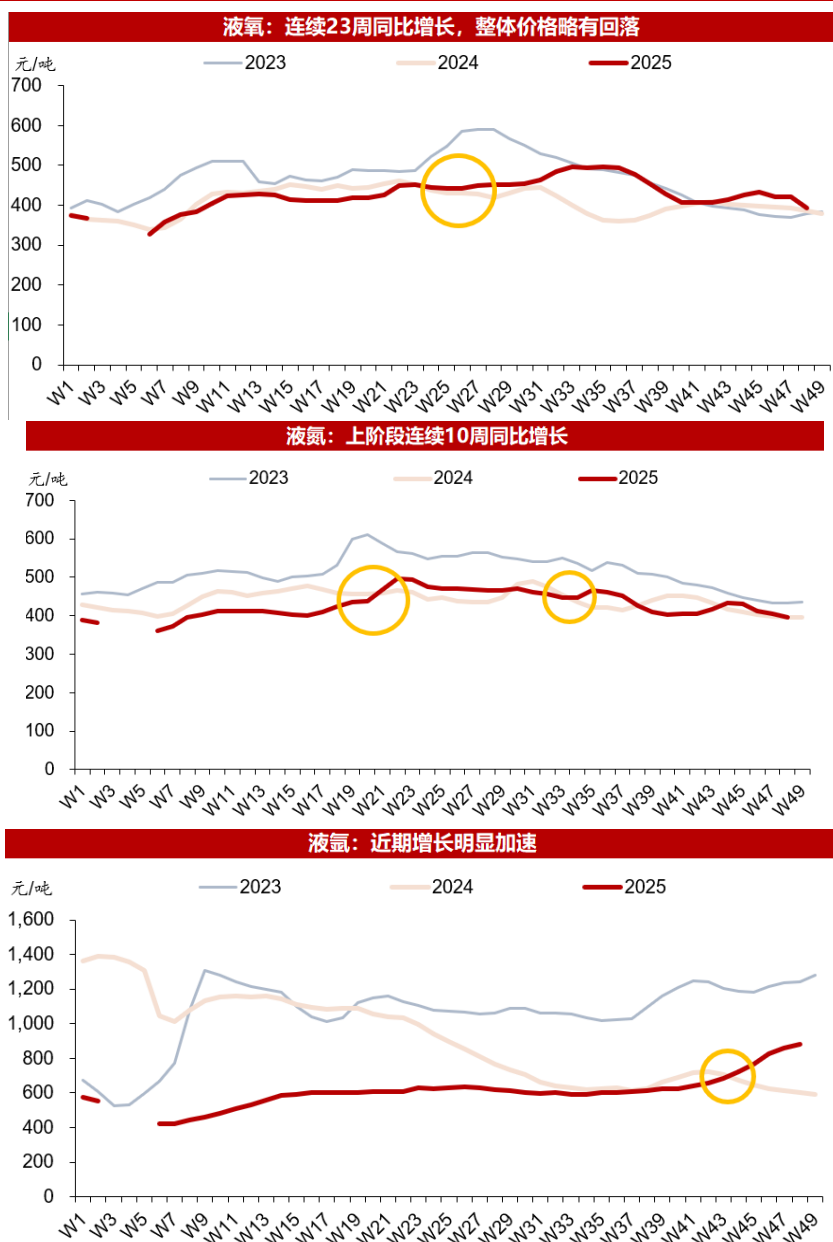
表 1：杭氧股份：与工业气体主要上市公司估值比较（截至 2025 年 12 月 11 日）

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	12,961	472				27				5.1	17%	11%
ONWF.L	法液空	7,547	249				30				3.6	12%	10%
APD.N	空气化工	3,724	268				14				3.9	22%	13%
海外气体公司平均值							24				4	17%	11%
002430.SZ	杭氧股份	282	9.2	10.7	13.0	15.1	31	26	22	19	2.4	10%	6%
688146.SH	中船特气	208	3.0	3.5	4.5	5.7	69	59	47	36	2.8	6%	5%
688548.SH	广钢气体	161	2.5	3.0	4.1	5.5	65	54	39	29	2.3	4%	3%
601369.SH	陕鼓动力	172	10.4	10.9	12.2	13.9	17	16	14	12	1.8	12%	4%
301286.SZ	侨源股份	154	1.5	2.5	3.0	3.7	103	61	51	41	8.2	9%	10%
688268.SH	华特气体	69	1.8	2.0	2.4	2.8	37	34	28	24	3.2	9%	8%
002549.SZ	凯美特气	140	-0.5	1.0	1.2	1.4		134	114	98	2.1	-2%	-2%
002971.SZ	和远气体	67	0.7	1.0	1.1	1.2	92	66	60	55	2.9	5%	3%
国内气体公司平均值							59	56	47	39	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：卓创资讯，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。公司的深低温技术可为可控核聚变提供氮制冷系统、氦制冷系统，配套关键核心设备如膨胀机、压缩机、泵阀、储罐等。

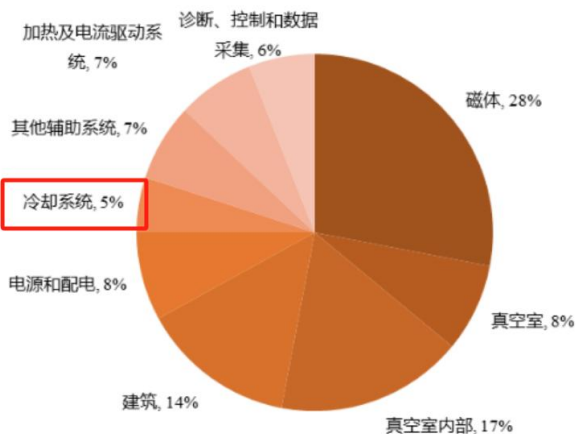
表 2：杭氧股份：在可控核聚变领域已获多项订单中标

时间	事件	客户/合作伙伴
2025 年 12 月 11 日	中标：低温分配阀箱项目，项目包含 7 套低温分配阀箱，应用于 BEST 低温系统	聚变新能（安徽）
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：低温液氮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、公司官方微信公众、证券之星，浙商证券研究所整理

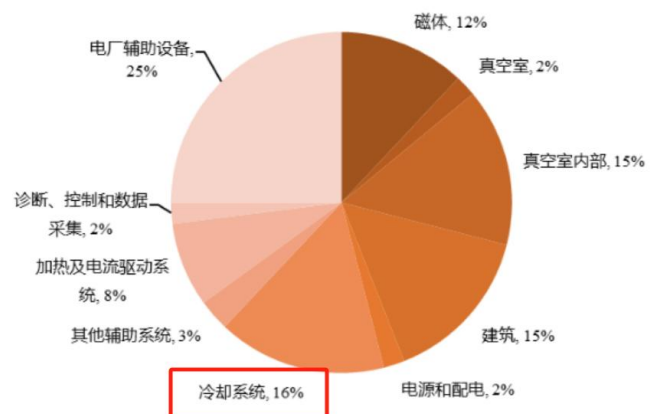
附录 4：可控核聚变：成本占比构成拆分，低温系统占比高。

图2： ITER 工程验证堆成本中冷却系统占比 5%



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

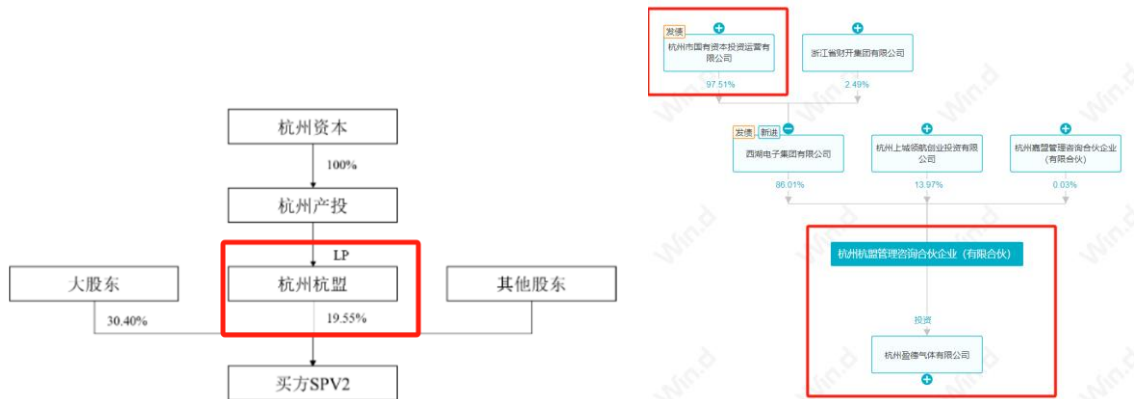
图3： DEMO 商业示范堆成本中冷却系统占比 16%



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

附录5：杭氧股份大股东在盈德气体参股。

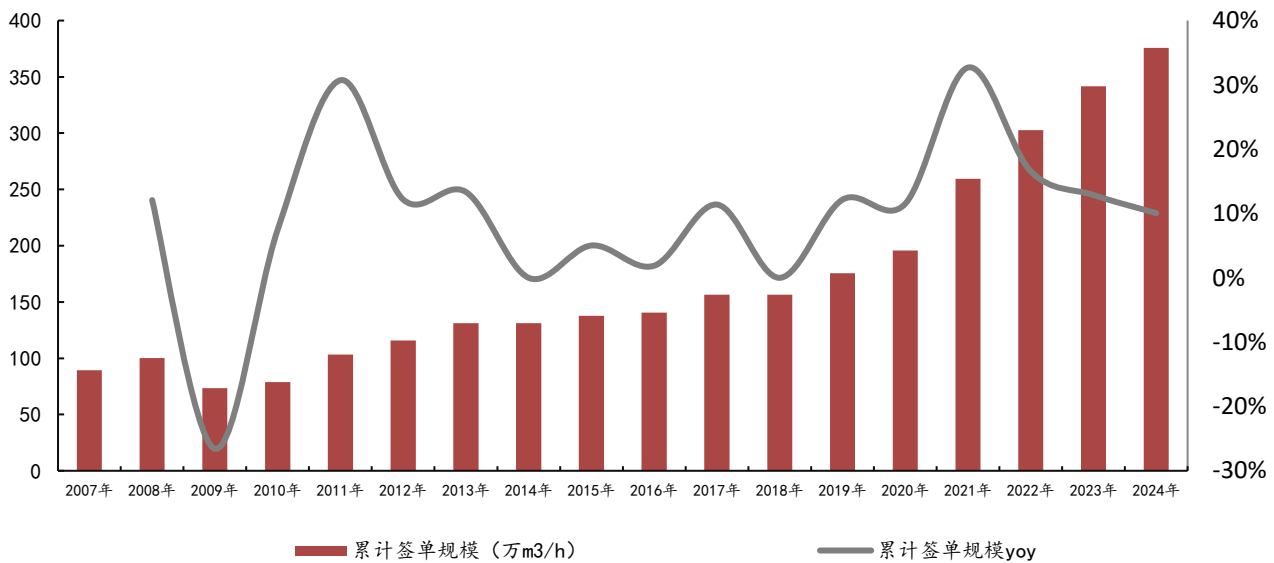
图4：杭氧股份大股东：杭州资本，在盈德气体参股



资料来源：Wind、公司公告，浙商证券研究所

附录6：公司管道气累计签单情况。近年来快速增长。

图5：公司管道气累计签单情况，构筑公司“防御”属性，公司未来管道气量的投放稳健增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10604	12105	13694	15510
现金	2121	2121	2334	2567
交易性金融资产	2	1	2	2
应收账款	2292	3166	3723	4360
其它应收款	32	40	46	50
预付账款	1291	1207	1368	1559
存货	2321	2898	3284	3741
其他	2543	2670	2937	3231
非流动资产	13466	13722	13979	14084
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	156	156	156	156
固定资产	7896	8661	9253	9696
无形资产	503	516	544	543
在建工程	3698	3199	2799	2479
其他	1213	1189	1228	1210
资产总计	24070	25826	27673	29594
流动负债	8204	9556	11062	12605
短期借款	277	1401	2029	2841
应付款项	2496	2234	2531	2884
预收账款	0	0	0	0
其他	5432	5920	6501	6880
非流动负债	5478	5493	5486	5486
长期借款	4089	4089	4089	4089
其他	1389	1403	1397	1396
负债合计	13682	15048	16548	18090
少数股东权益	1195	1257	1333	1421
归属母公司股东权益	9193	9521	9792	10082
负债和股东权益	24070	25826	27673	29594

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2246	609	1426	1732
净利润	991	1129	1374	1601
折旧摊销	941	563	639	708
财务费用	115	165	180	188
投资损失	(30)	(38)	(42)	(45)
营运资金变动	(127)	(507)	(204)	(117)
其它	356	(705)	(521)	(604)
投资活动现金流	(2730)	(780)	(855)	(767)
资本支出	(1890)	(800)	(800)	(800)
长期投资	51	(21)	13	(2)
其他	(890)	41	(68)	34
筹资活动现金流	171	171	(358)	(731)
短期借款	(217)	1125	628	812
长期借款	1376	0	0	0
其他	(988)	(953)	(986)	(1543)
现金净增加额	(312)	0	212	233

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13716	15053	17137	19561
营业成本	10856	12074	13683	15587
营业税金及附加	105	98	111	117
营业费用	186	181	202	229
管理费用	767	858	943	1076
研发费用	449	527	583	646
财务费用	115	165	180	188
资产减值损失	121	(75)	(86)	(98)
公允价值变动损益	0	50	50	50
投资净收益	30	38	42	45
其他经营收益	102	107	120	110
营业利润	1250	1421	1733	2021
营业外收支	4	9	6	6
利润总额	1255	1430	1739	2027
所得税	263	300	365	426
净利润	991	1129	1374	1601
少数股东损益	69	62	76	88
归属母公司净利润	922	1067	1298	1513
EBITDA	2292	2180	2583	2954
EPS（最新摊薄）	0.94	1.09	1.33	1.55

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	3.06%	9.75%	13.85%	14.14%
营业利润	-23.74%	13.63%	21.99%	16.60%
归属母公司净利润	-24.15%	15.71%	21.64%	16.57%
获利能力				
毛利率	20.85%	19.79%	20.16%	20.32%
净利率	7.23%	7.50%	8.02%	8.19%
ROE	9.01%	10.08%	11.85%	13.38%
ROIC	7.12%	7.79%	8.76%	9.60%
偿债能力				
资产负债率	56.84%	58.27%	59.80%	61.13%
净负债比率	42.17%	45.54%	46.53%	46.32%
流动比率	1.29	1.27	1.24	1.23
速动比率	1.01	0.96	0.94	0.93
营运能力				
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
每股指标(元)				
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
估值比率				
P/E	30.53	26.38	21.69	18.61
P/B	3.08	2.96	2.88	2.79
EV/EBITDA	11.48	15.67	13.51	11.99

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出具日的观点和判断，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>