

公司研究

AI 等需求拉动电子特气放量，25 年公司业绩稳健增长

——中船特气（688146.SH）跟踪点评

增持（维持）

当前价：43.84 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

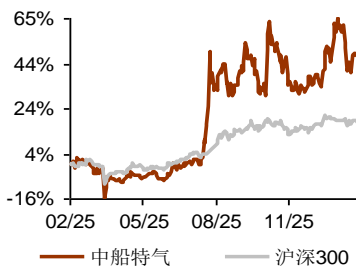
021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.29
总市值(亿元):	232.09
一年最低/最高(元):	24.14/52.40
近3月换手率:	242.93%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.50	2.68	28.90
绝对	-7.49	7.45	46.30

资料来源：Wind

要点

事件 1: 公司发布 2025 年度业绩快报。2025 年，公司实现营收 22.60 亿元，同比增长 15.88%（与追溯调整后数据比较，后同，24 年调整后为 19.50 亿元）；实现归母净利润 3.47 亿元，同比增长 12.92%（24 年调整后为 3.07 亿元）；实现扣非归母净利润 2.39 亿元，同比增长 15.82%（24 年调整后为 2.06 亿元）。

事件 2: 根据气体工业博览会于 2 月 11 日发布的消息，2 月 9 日中船特气高纯电子气体项目（一期）75000 吨/年液氮生产系统发布竣工环境保护验收公示。

点评：

AI 拉动特气需求，25 年公司业绩稳步增长。 2025 年，受益于人工智能的快速发展，高端芯片、高端显示面板等下游需求快速提升，进而带动公司三氟化氮、六氟化钨等主要电子特种气体销量的增长。2025 年 5 月，公司内蒙子公司高纯电子气体项目（一期）年产 7500 吨三氟化氮和年产 10000 吨超纯氨项目获得安全生产许可证，新增项目的投产与爬坡也为公司电子特种气体业务全年的销量释放提供了保障。此外，受益于医药、新能源等领域应用的扩大，公司三氟甲磺酸系列产品持续放量。公司目前拥有 660 吨/年三氟甲磺酸和 600 吨/年双（三氟甲磺酰）亚胺锂产能，产能规模位列世界第一。其中，双（三氟甲磺酰）亚胺锂可作为锂电（如固态电池）电解液添加剂使用。

持续推进新品研发及产能建设，完善产业版图。 在电子特气领域，公司目前拥有 18500 吨/年三氟化氮产能，产能位居世界第一；拥有全球最大的六氟化钨产能生产基地，对应产能为 2000 吨/年。2025 年年内，公司氪气光刻气通过了 ASML 子公司 Cymer 的合格供应商认证，氪气光刻气和氟气光刻气通过了日本准分子激光镜头厂商 GIGAPHOTON 光刻气合格供应商认证。氟碳类气体方面，公司六氟丁二烯产品纯度已达到 4N，已进入批量供应阶段。同时，公司高纯氯化氢、高纯氟化氢、高纯四氟化硅、高纯氖气、高纯溴化氢、高纯三氯化硼等无机类气体纯度已达到 5N 或 5N 以上级别。此外，2025 年 12 月公司公告表示拟投资 8.70 亿元建设年产 3383 吨高纯硫化氢等电子气体建设项目，将显著增强公司生产能力并扩充产品布局。在电子特气和三氟甲磺酸系列产品的基础上，公司进一步拓展了高纯金属和前驱体业务。公司在上海投资 6.97 亿元建设有电子特气和先进材料生产及研发项目，其中包括年产 500 吨正硅酸乙酯、年产 50 吨四甲基硅烷以及年产 50 吨六氯乙硅烷等前驱体材料，目前该项目建设正在有序推进中。

未来晶圆扩产以先进制程为主，电子气体行业格局有望向头部集中。 根据 SEMI 报告，其预计 2028 年全球 12 英寸晶圆月产能将达到 1110 万片规模，对应 2024-2028 年期间 CAGR 约为 7%。其中，增长的关键驱动力是 7nm 及以下先进制程产能的持续扩张，预计月产能将由 2024 年的 85 万片扩增至 2028 年的 140 万片，对应期间 CAGR 约为 14%。在先进制程中，极少量的杂质或颗粒就可能对芯片性能和良率造成明显影响，因此对电子化学品的纯度、稳定性和一致性提出了更高要求。相比成熟制程，先进制程更强调超低金属杂质、极低颗粒水平以及批次间性能稳定，电子化学品已不再只是通用消耗品，而是直接影响工艺稳定性和量产能力的关键材料。此外，我们认为随着先进制程的推进，对于电子化学品供应商的综合能力提出了更高的要求。在此背景下，只有具备技术实力、规模优势和长期客户合作基础的头部供应商，才能持续满足先进制程需求并获得核心订单，行业竞争格局有望向中船特气这类头部供应商集中。

盈利预测、估值与评级：受益于 AI、医药、新能源等下游需求的提升，2025 年公司电子特种气体和三氟甲磺酸系列产品持续放量，业绩稳健增长。然而由于相关气体产品价格仍处于历史偏低水平，公司业绩略低于此前预期。我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.47（前值为 3.93）/4.52（前值为 4.80）/6.01 亿元。公司为国内电子特种气体行业龙头，随着终端需求的持续提升，以及公司自身产能建设的落地与释放，公司业绩有望维持较好增速，维持“增持”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，行业竞争加剧，产能建设风险，新产品客户验证进度不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,616	1,929	2,260	2,911	3,614
营业收入增长率	-17.39%	19.33%	17.17%	28.79%	24.18%
净利润（百万元）	335	304	347	452	601
净利润增长率	-12.63%	-9.24%	14.04%	30.53%	32.88%
EPS（元）	0.63	0.57	0.65	0.85	1.14
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.30%	5.51%	6.01%	7.39%	9.13%
P/E	69	76	67	51	39
P/B	4.4	4.2	4.0	3.8	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-02-13，注：2024 年财务数据为追溯调整前数据

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,616	1,929	2,260	2,911	3,614
营业成本	1,021	1,355	1,541	1,976	2,410
折旧和摊销	152	241	254	287	321
税金及附加	11	15	16	20	25
销售费用	147	142	136	175	217
管理费用	76	90	136	160	181
研发费用	161	168	181	233	289
财务费用	-36	-53	-40	-39	-29
投资收益	0	5	5	5	5
营业利润	352	342	381	497	661
利润总额	353	342	381	497	661
所得税	18	38	34	45	59
净利润	335	304	347	452	601
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	335	304	347	452	601
EPS(元)	0.63	0.57	0.65	0.85	1.14

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	527	617	490	625	806
净利润	335	304	347	452	601
折旧摊销	152	241	254	287	321
净营运资金增加	-411	240	516	955	1,040
其他	451	-168	-627	-1,069	-1,157
投资活动产生现金流	-923	-842	-495	-495	-495
净资本支出	-623	-1,134	-500	-500	-500
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-300	292	5	5	5
融资活动现金流	2,680	-112	455	754	646
股本变化	79	0	0	0	0
债务净变化	1	-11	507	820	753
无息负债变化	-27	254	50	171	171
净现金流	2,286	-332	450	884	957

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	36.8%	29.7%	31.8%	32.1%	33.3%
EBITDA 率	32.5%	27.9%	26.3%	25.8%	26.5%
EBIT 率	20.6%	15.3%	15.1%	15.9%	17.6%
税前净利润率	21.8%	17.7%	16.9%	17.1%	18.3%
归母净利润率	20.7%	15.8%	15.3%	15.5%	16.6%
ROA	5.7%	4.8%	4.9%	5.4%	6.1%
ROE (摊薄)	6.3%	5.5%	6.0%	7.4%	9.1%
经营性 ROIC	7.4%	4.8%	4.9%	5.7%	6.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	9%	12%	19%	27%	33%
流动比率	12.97	6.20	3.63	2.47	2.11
速动比率	12.25	5.76	3.38	2.29	1.96
归母权益/有息债务	472.47	-	11.38	4.61	3.17
有形资产/有息债务	500.85	-	13.34	6.11	4.57

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	5,839	6,286	7,097	8,436	9,826
货币资金	2,928	2,621	3,071	3,956	4,912
交易性金融资产	302	0	0	0	0
应收账款	476	457	536	690	857
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1	1	1	2	2
存货	225	250	286	370	454
其他流动资产	114	183	183	183	183
流动资产合计	4,049	3,522	4,089	5,215	6,426
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,480	1,638	1,772	1,891	1,987
在建工程	72	777	845	896	935
无形资产	207	340	333	326	320
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	20	8	8	8	8
非流动资产合计	1,790	2,763	3,009	3,222	3,400
总负债	526	769	1,326	2,316	3,240
短期借款	0	0	507	1,327	2,080
应付账款	277	516	587	753	918
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1	3	3	3	3
流动负债合计	312	568	1,125	2,115	3,039
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	210	181	181	181	181
非流动负债合计	214	201	201	201	201
股东权益	5,313	5,517	5,772	6,120	6,585
股本	529	529	529	529	529
公积金	4,186	4,217	4,252	4,297	4,357
未分配利润	582	755	975	1,279	1,684
归属母公司权益	5,313	5,517	5,772	6,120	6,585
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	9.09%	7.36%	6.00%	6.00%	6.00%
管理费用率	4.73%	4.68%	6.00%	5.50%	5.00%
财务费用率	-2.25%	-2.73%	-1.75%	-1.33%	-0.79%
研发费用率	9.94%	8.72%	8.00%	8.00%	8.00%
所得税率	5%	11%	9%	9%	9%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.19	0.17	0.20	0.26	0.34
每股经营现金流	1.00	1.17	0.93	1.18	1.52
每股净资产	10.03	10.42	10.90	11.56	12.44
每股销售收入	3.05	3.64	4.27	5.50	6.83

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	69	76	67	51	39
PB	4.4	4.2	4.0	3.8	3.5
EV/EBITDA	45.8	43.2	39.8	32.7	26.4
股息率	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%	0.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼