

工业气体价格有望复苏，新兴业务打开成长空间

核心要点：

□ 杭氧股份：国内空分设备与工业气体产业链龙头

杭氧集团股份有限公司成立于1917年，前身为浙江陆军一师军械修理工场。据公司官网，1956年，国产首套30Nm³/h制氧机试车成功，中国制氧机工业由此建立。1993年，杭氧集团暨杭州制氧机集团公司正式成立。2003年，杭氧首家气体公司—杭州杭氧建德气体成立，杭氧气体产业由此开始。2007年，杭氧牌大型空分设备被认定为“中国名牌产品”。2009年，公司进军工程成套业务。2010年，公司提出“重两头、拓横向、做精品”发展战略，形成“工程成套、设备制造、气体运营”全产业链布局。2015年，公司成立特种气体研究中心。2017年，神华宁煤6套10万Nm³/h空分设备开车成功，杭氧技术创新达到新里程碑。

□ 工业气体市场稳步增长，气体价格有望回升

我国及全球工业气体市场规模稳定增长，市场份额高度集中。得益于半导体、精细化工等产业的快速发展，据中研普华产业研究院和中商产业研究院，预计2026年我国及全球工业气体市场规模有望达到2842、13229亿元，2年复合增速为11.3%、5.8%。竞争格局方面，据华经产业研究院和中企企信，全球市场中林德、空气化工、法液空和大阳日酸等公司占据约66%的市场份额，而杭氧等企业市场份额仅7%。而在国内市场，林德、法液空和空气化工市场份额合计亦高达53%，而气体动力、杭氧股份市场份额则仅为10%、6%。国内企业在国内外市场份额均有巨大提升空间。

当前气体价格位于底部，未来有望逐渐回升。工业气体被称为“工业血液”，广泛应用于制造业诸多领域，因此其价格与制造业景气度高度相关。以氧气为例，据Wind，受有效需求不足导致下游开工率较低等影响，我国氧气价格已下跌至2026年2月的约300元/吨，处于2018年以来最低水平。不过，随着“反内卷”工作持续推进，政策效果正逐渐显现，2025年10月以来PPI环比已连续5个月转正。未来，随着下游需求逐渐好转以及“反内卷”效果落地，工业气体价格有望企稳回升。

“全产业链”运营构筑优势，公司气体业务空间巨大。从成本结构看，据《杭氧股份：2022年公开发行可转换公司债券募集说明书》，空分设备等主要生产装置在管道制气项目中的成本占比高达50.8%。而在零售供气模式中，气源亦是重要成本之一。因此，拥有设备自制能力的气体运营商具备较为显著的成本优势。同时，公司还具备工程成套能力，全产业链优势突出。2024年，公司气体销售业务收入达81.0亿元，相比2012年复合增长率达17.6%。未来，随公司气体运营项目的集中投产和气体价格回升，公司气体业务收入有望保持快速增长趋势。

□ 空分设备：大型化趋势下，设备龙头优势凸显

我国及全球空分设备行业增长稳定，市场份额较为集中。从市场规模来看，据Global Information，受益于电动车产业链发展以及工业脱碳、碳捕捉计划的不断成熟和应用，预计2030年全球空分设备市场规模将达78亿美元，相比2026年CAGR为5.6%。而受益于钢铁、化工等传统领域更新需求释放和新能源、集成电路等新兴领域需求快速增长，预计2025年我国空分设备市场规模达533亿元，相比2019年CAGR为19.9%。从

公司评级：买入（首次覆盖）

近十二个月公司表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-10.8	-3.0	24.8
绝对收益	-16.9	-7.1	39.1

注：相对收益与沪深300相比

分析师：轩鹏程
证书编号：S0500521070003
Tel: (8621) 50295321
Email: xuanpc@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

竞争格局来看，据 Global Information 和《杭氧股份:可转债募集说明书》，全球 50% 市场份额集中在法液空、普莱克斯、空气化工及杭氧集团等四家企业手中。而在国内市场，杭氧股份则以 43.2% 的市场份额占据绝对龙头地位，加上林德工程（杭州）等前五家公司市场份额合计亦达到 82%。

设备大型化趋势明显，公司竞争优势突出。在“碳中和”进程持续推进下，大型空分设备因具备单位能耗更低和同等制氧量下设备投资、占地面积更小等优势，市场份额有望持续提升。而据杭氧股份公众号，公司 2017 年神华宁煤 10 万 Nm³/h 项目、2024 年宝丰能源 11 万 Nm³/h 项目均打破国内当时单套空分设备记录。另据公司《2024-05-28-杭氧股份 2022 年可转债定期跟踪评级报告》，近年来公司在国内特大空分设备领域市场份额高达 60%。在空分设备大型化趋势下，公司竞争优势有望持续增强。此外，公司还持续加大海外市场开拓力度，据公司 2023 年和 2024 年年报，2023 年和 2024 年公司设备订单中外贸合同占比为 14.0%、17.0%，呈逐渐上升趋势，未来海外市场有望成为公司空分设备的重要增长点之一。

横向拓展低温技术领域，氢能、核聚变等业务有望高速发展。在持续巩固空分设备核心技术优势的同时，公司还积极拓宽产品横向应用，由单一的空分设备转向低温技术相关的氢能、核聚变等领域。据公司 2024 年年报，2024 年公司投资建设的首个氢产业项目加氢站正式投产。另据公司公众号，2025 年公司中标 BEST 低温氮系统和低温分配阀箱等，同时公司还为海南商业航天发射场提供液氧制取、液氢贮存等设备。未来，公司有望充分受益于氢能、核聚变以及商业航天等新兴产业发展。

□ 投资建议

杭氧股份作为我国空分设备和工业气体行业龙头，“工程成套、设备制造、气体运营”的全产业链布局优势显著。未来，受益于经济持续复苏和“反内卷”效果逐渐落地，工业气体价格有望止跌回升。且从长期看，公司在国内和全球工业气体市场份额仍有巨大提升空间。综上，我们预计 2025-2027 年，公司营业收入为 152.3、166.5、183.8 亿元，同比增长 11.0%、9.3%、10.4%；归母净利润 11.2、12.8、15.1 亿元，同比增长 21.4%、14.0%、18.5%。对应 2026 年 4 月 3 日收盘价，市盈率为 24.2、21.3、17.9 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

□ 风险提示

工业气体价格回升不及预期。空分设备订单增长不及预期。海外市场拓展不及预期。行业竞争加剧。

财务预测	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,716	15,231	16,652	18,378
YOY	3.1%	11.0%	9.3%	10.4%
归母净利润（百万元）	922	1,120	1,276	1,513
YOY	-24.2%	21.4%	14.0%	18.5%
毛利率	20.9%	20.2%	20.5%	21.1%
净利率	7.2%	7.9%	8.2%	8.8%
ROE	10.0%	11.2%	11.8%	12.8%
每股收益（元）	0.94	1.14	1.30	1.55
P/E	29.4	24.2	21.3	17.9
P/B	3.0	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	13.8	9.5	8.0	7.4

资料来源：Wind、湘财证券研究所

正文目录

1 杭氧股份：国内空分设备与工业气体产业链龙头.....	3
1.1 公司发展历程与组织架构.....	3
1.2 公司主营业务与产品.....	4
1.3 公司经营情况与财务分析.....	5
2 工业气体市场稳步增长，气体价格有望回升.....	8
2.1 工业气体的定义和分类.....	8
2.2 当前气体价格位于底部，未来有望逐渐回升.....	11
2.3 “全产业链”运营构筑优势，公司气体业务空间巨大.....	14
3 空分设备：大型化趋势下，设备龙头优势凸显.....	15
3.1 空分设备简介.....	15
3.2 全球空分设备行业增长稳定，市场份额集中.....	17
3.3 设备大型化趋势明显，公司竞争优势突出.....	18
3.4 横向拓展低温技术领域，氢能等业务有望高速发展.....	20
4 核心假设.....	21
5 投资建议.....	22
6 风险提示.....	22

图表目录

图 1 杭氧股份发展历程.....	3
图 2 杭氧股份股权架构.....	4
图 3 杭氧股份主要业务和产品.....	5
图 4 2007 年-2025Q3 公司营业收入及增速.....	5
图 5 2007 年-2025Q3 公司归母净利润及增速.....	5
图 6 2007-2024 年公司营业收入构成.....	6
图 7 2007-2024 年公司各业务毛利率变化(单位:%).....	6
图 8 2007 年-2025Q3 公司销售毛利率与净利率.....	7
图 9 2007 年-2025Q3 公司各项期间费用率变化.....	7
图 10 2008 年-2024 年公司资产负债率和周转率变化.....	7
图 11 2008 年-2024 年公司 ROA 和 ROE 变化.....	7
图 12 工业气体分类.....	8
图 13 全球工业气体市场规模及增速.....	9
图 14 2022 年全球工业气体市场份额.....	9
图 15 中国工业气体市场规模及增速.....	10
图 16 2021 年中国工业气体行业竞争格局.....	10
图 17 2023 年中国工业气体下游领域占比.....	11
图 18 中国工业气体市场结构.....	11
图 19 中国氧气参考价.....	11
图 20 中国氧气参考价变化与制造业 PMI.....	11

图 21 我国工业氧气价格与粗钢产量变化.....	12
图 22 我国氮气与合成氨价格变化.....	13
图 23 我国氩气出厂价及多晶硅产量增速.....	13
图 24 杭氧股份吕梁管道气体项目成本结构.....	14
图 25 2018 年-2025Q3 公司气体产能和期末固定资产	15
图 26 杭氧股份气体运营业务收入.....	15
图 27 空气分离系统工作流程图.....	16
图 28 全球空分设备市场规模.....	17
图 29 全球空分设备市场竞争格局.....	17
图 30 中国空分设备规模及增速.....	18
图 31 2020 年国内空分设备市场格局.....	18
图 32 2018-2024 年公司单台空分设备平均制氧量	18
图 33 2015-2024 年公司空分设备套均价格	18
图 34 宝丰能源内蒙古煤制烯烃示范项目.....	19
图 35 公司 2024 年空分设备订单金额结构.....	19
图 36 公司氢能产业业务布局.....	20
表 1 不同供气方式比较	9
表 2 2024 年以来“反内卷”相关重要文件梳理.....	12
表 3 空分设备分类和主要应用领域.....	16
表 4 杭氧股份主要业务业绩预测.....	21

1 杭氧股份：国内空分设备与工业气体产业链龙头

1.1 公司发展历程与组织架构

1.1.1 发展历程

杭氧集团股份有限公司成立于1917年，公司前身为浙江陆军一师军械修理工场。1950年，浙江铁工厂成立。1956年，国产首套30Nm³/h制氧机试车成功，中国制氧机工业由此建立。1993年，杭氧集团暨杭州制氧机集团公司正式成立。2001年，公司承担首个乙烯冷箱国产化项目。2003年，杭氧第一家气体公司—杭州杭氧建德气体有限公司成立，杭氧气体产业由此开始。2007年，杭氧牌大型空分设备被认定为“中国名牌产品”。2009年，公司进军工程成套业务，成立化医工程公司。2010年，公司提出“重两头、拓横向、做精品”发展战略，形成“工程成套、设备制造、气体运营”全产业链布局。2015年，公司成立特种气体研究中心。2017年，神华宁煤6套10万Nm³/h空分设备开车成功，杭氧技术创新达到新里程碑。2022年，公司更名为杭氧集团股份有限公司。

图1 杭氧股份发展历程



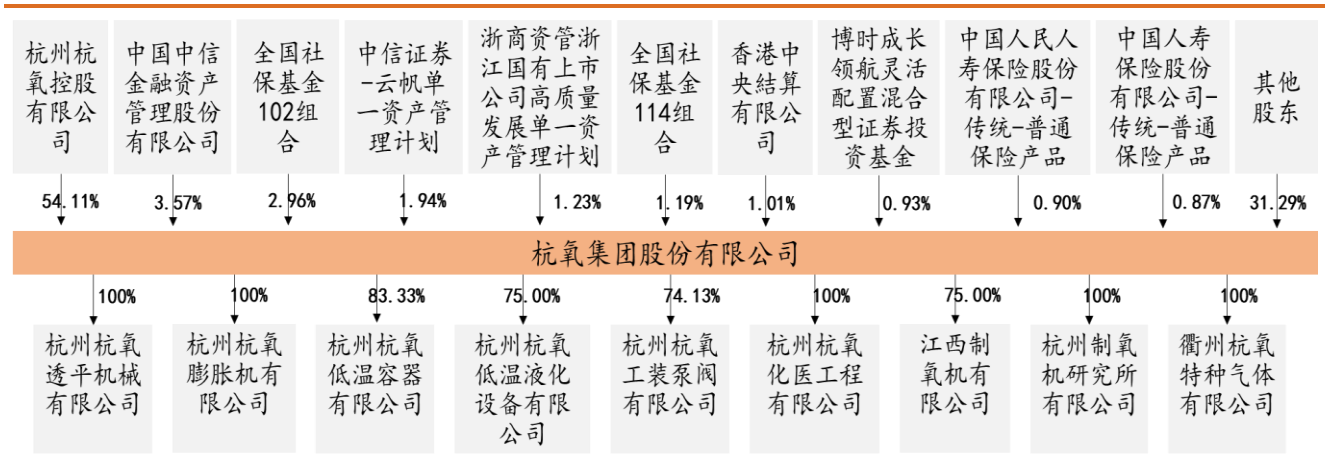
资料来源：公司官网、湘财证券研究所

1.1.2 公司股权架构

公司股权结构稳定，实际控制人为杭州市国资委。截至2025年三季报，公司第一大股东为杭州杭氧控股有限公司，其直接持有公司54.11%股份。公

司实际控制人为杭州市国资委。业务架构方面，公司旗下主要包括杭氧透平、杭氧膨胀机、杭氧低温容器、杭氧低温液化、杭氧工装泵阀以及江西制氧机、杭州制氧机研究所等设备制造和技术服务板块公司，衢州杭氧特种气体等特种气体生产和销售公司。同时，为开展工业气体运营业务，公司还在国内设立宜昌杭氧气体有限公司、徐州杭氧气体有限公司等众多子公司。

图 2 杭氧股份股权架构



资料来源：Wind、湘财证券研究所

1.2 公司主营业务与产品

公司主要业务包括气体销售、设备与工程服务、新能源（氢能）等，已形成“设备+气体+服务”的全产业链布局。目前，公司主要业务包括气体与服务业务、设备与工程业务、新能源业务。其中，公司气体与服务气体业务主要的经营模式包括管道供气、零售供气及无人值守现场制气。此外，公司可提供工业气体岛园区集中供气一体化解决方案，并可为电子半导体、航空航天、高端医疗、食品保鲜等领域提供特种气体。设备与工程业务主要经营模式是设计、生产并销售成套空分设备、石化设备和其它相关设备，并为相关的设备提供工程设计和总包服务。新兴能源业务方面，公司积极布局氢能、储能及CCUS等前瞻领域。公司持续拓展氢气制加储运一体化项目，拥有成熟的氢气提纯技术储备，具备氢液化全流程技术设计能力。

图3 杭氧股份主要业务和产品

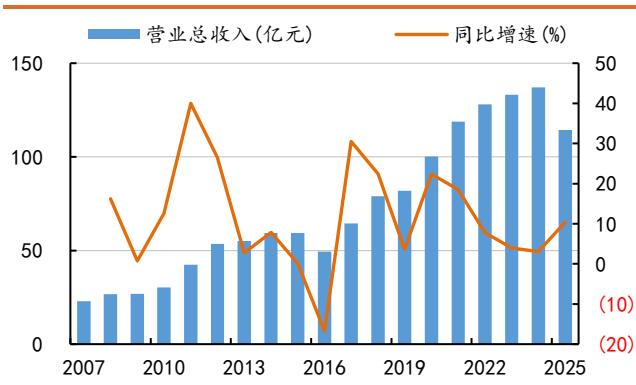
主要业务	主要产品及服务	应用领域
气体与服务业务	管网供气	石油
	无人值守现场制气	化工
	零售供气(大宗液体、小储宝、瓶装气)	制药
	特种气体	冶金
设备与工程	成套空分设备	玻璃
	工程总承包	电子
	低温石化设备	食品
	配套部机	医疗
新能源(氢能)业务	氢能技术研发、氢能装备销售、氢能项目投资、氢气零售业务等	环保 制造

资料来源：《杭氧股份 2025 年半年报》、湘财证券研究所

1.3 公司经营情况与财务分析

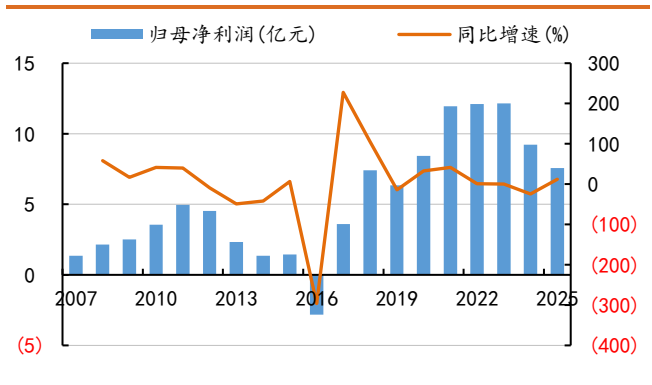
公司营业收入增长稳定，归母净利润拐点或现。回顾公司业绩，随着公司逐渐加大气体运营业务投入力度，除 2016 年受设备业务收入大幅下降影响外，2007 年以来公司营业收入均保持增长。2024 年公司营业收入达 137.2 亿元，相比 2016 年复合增长率为 13.6%。而利润方面，2007 年至 2011 年，随着公司空分设备收入和毛利率的持续增长，公司归母净利润由 2007 年 1.3 亿元持续增长至 2011 年 5.0 亿元。而 2011 年至 2016 年，虽然公司气体销售业务收入持续增长，但设备业务收入逐渐减少，气体销售和设备业务毛利率亦逐渐下降，导致公司归母净利润持续下降至 2016 年-2.8 亿元。而 2017 年开始，随着供给侧改革效果落地，钢铁、石化等行业产品价格和利润逐渐回升，带动公司气体销售和设备业务收入和毛利率均持续改善，公司归母净利润亦增长至 2023 年约 12.2 亿元。

图 4 2007 年-2025Q3 公司营业收入及增速



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 2007 年-2025Q3 公司归母净利润及增速



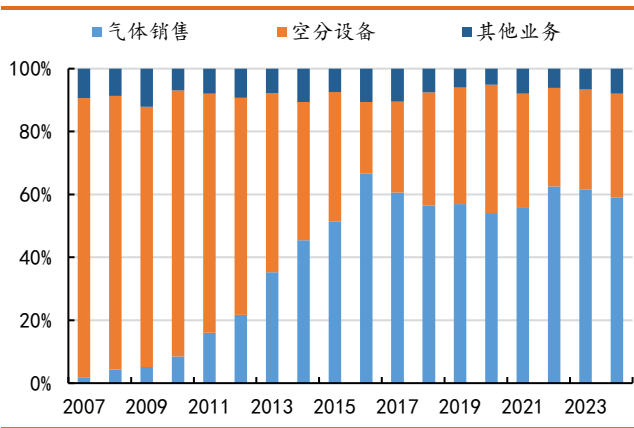
资料来源：Wind、湘财证券研究所

气体运营收入占比持续提升，与设备销售业务构成公司主要收入来源。

从收入结构来看，随着公司持续加大气体运营业务开发力度，叠加设备销售业务受下游需求波动影响，公司气体运营业务收入占比从2007年1.9%持续提升至2016年66.6%，设备销售业务收入占比则从88.8%下降至22.9%。此后，随国内需求复苏叠加公司加大海外市场开拓，公司设备业务收入快速增长，收入占比再度回升2020年40.8%，而后逐渐回落至2022年以来约30%。此外，公司其他业务收入占比基本保持在7%左右。

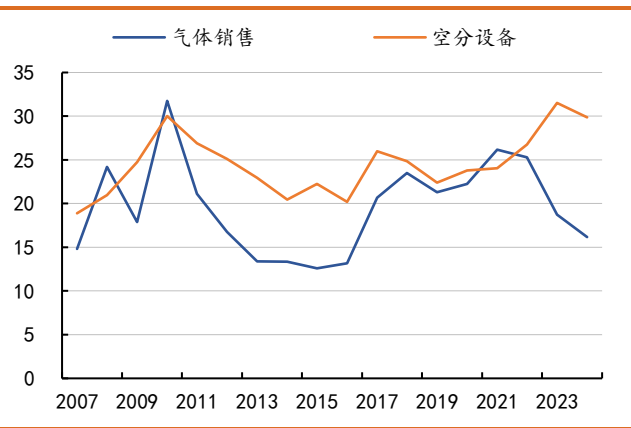
从毛利率来看，公司气体销售和空分设备业务毛利率变化较为一致，呈一定周期性波动。首先是2008年至2010年，在“四万亿”投资刺激下，钢铁、冶金、石化等行业高景气，公司空分设备和气体销售毛利率分别由18.9%、24.2%上升至30.0%、31.8%。而2011年至2016年，受下游产能过剩影响，公司气体销售毛利率逐渐下降至2015年12.6%，空分设备业务毛利率则下降至2016年20.2%。而2017年至2023年，在下游景气度回升以及空分设备大型化趋势下，公司空分设备毛利率逐渐回升至2023年31.5%。而气体销售业务毛利率则先是回升至2021年26.2%，而后再度受下游需求走弱、开工率下降等影响，毛利率下降至2024年16.2%。

图 6 2007-2024 年公司营业收入构成



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 7 2007-2024 年公司各业务毛利率变化(单位:%)

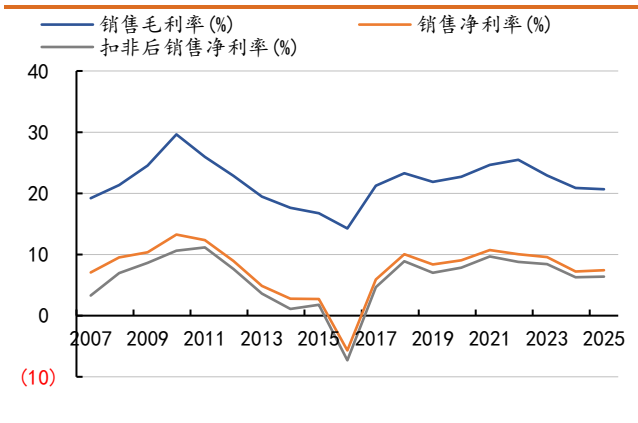


资料来源：Wind、湘财证券研究所

毛利率亦呈一定周期性波动，期间费用率近年来略有下降。从毛利率来看，由于公司气体运营和设备销售两项主营业务毛利率均呈周期性波动，导致公司毛利率亦呈一定周期性。由2007年21.3%上升至2010年29.6%后，下降至2016年14.2%。此后，伴随下游景气度和气体价格回升，公司毛利率逐渐回升至2022年25.5%。而2023年至2025年前三季度，受气体价格和盈利能力下降影响，公司毛利率再度下降至20.6%。费用率方面，公司近年来

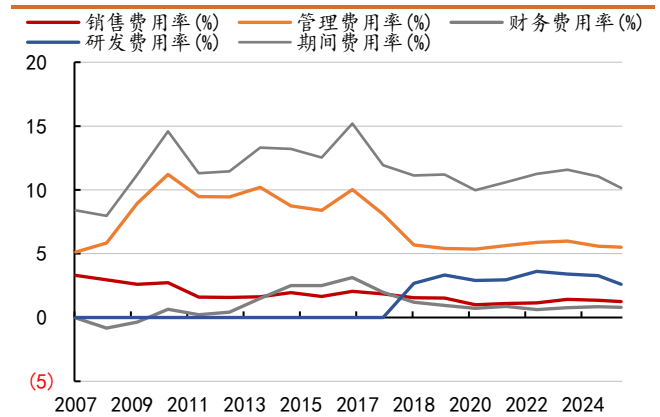
各项期间费用率均保持基本稳定，其中 2020 年至 2025 年前三季度，公司管理、销售、财务和研发费用率分别维持在 6%、1%、1%和 3%左右，公司期间费用率合计保持在约 11%。因此，公司净利率变化主要与毛利率变化相一致，2025 年前三季度为 7.4%。

图 8 2007 年-2025Q3 公司销售毛利率与净利率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

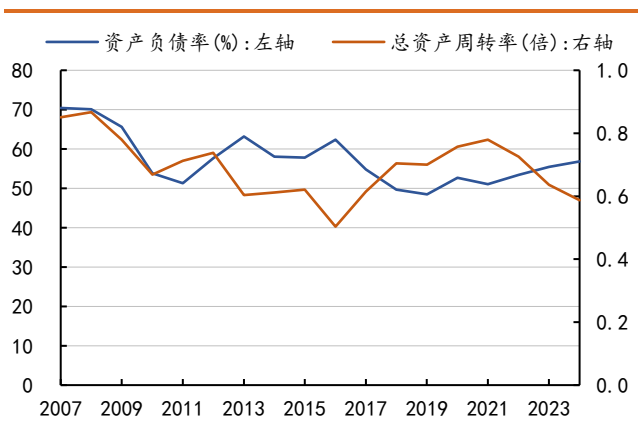
图 9 2007 年-2025Q3 公司各项期间费用率变化



资料来源：Wind、湘财证券研究所

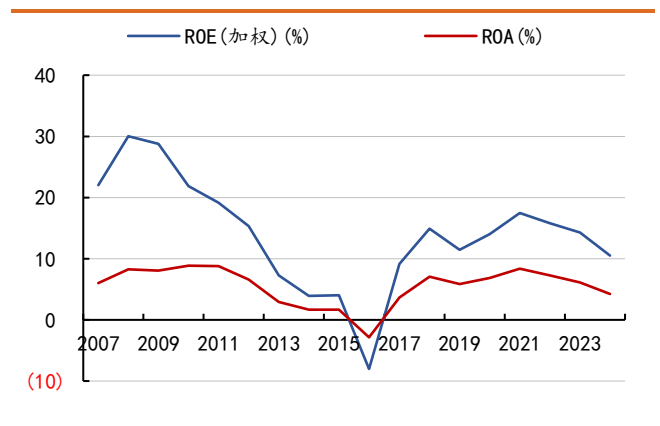
近三年公司资产周转率有所下降，盈利能力亦有所走弱。资产负债率和周转率方面，公司资产负债率近年来略有提升，2024 年约为 56.8%，而资产周转率则因气体项目逐渐转固而由 2021 年 0.78 倍下降至 2024 年 0.59 倍。盈利能力方面，随着公司净利率和资产周转率均有所下降，导致公司 ROA、ROE 分别由 2021 年 8.4%、17.5%下降至 2024 年的 4.2%、10.5%。

图 10 2008 年-2024 年公司资产负债率和周转率变化



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 11 2008 年-2024 年公司 ROA 和 ROE 变化



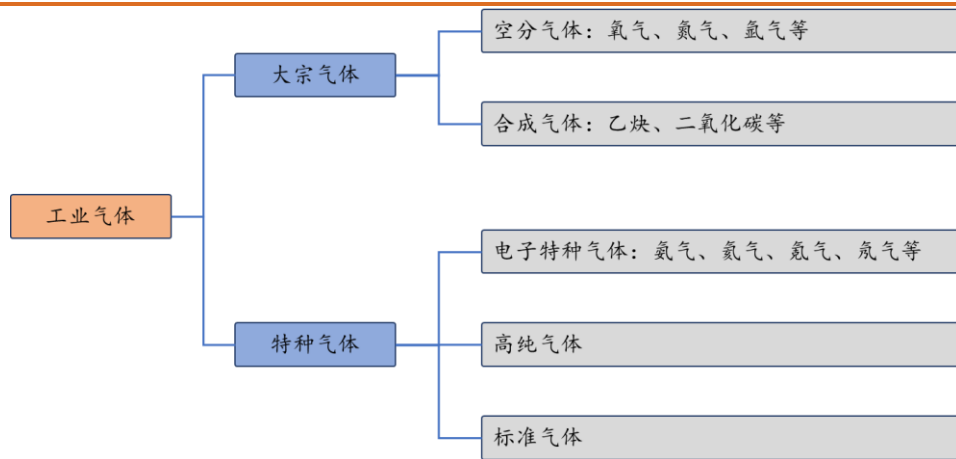
资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 工业气体市场稳步增长，气体价格有望回升

2.1 工业气体的定义和分类

工业气体被称为“工业的血液”，主要包括大宗气体和特种气体。工业中，把常温常压下呈气态的产品统称为工业气体产品。工业气体广泛应用于集成电路、液晶面板、LED、光纤通信、光伏、医疗健康、节能环保、新材料、新能源、高端装备制造、食品、冶金、化工、机械制造等众多领域，对国民经济的发展有着战略性的支持作用，因此被喻为“工业的血液”。根据制备方式和应用领域的不同，工业气体可分为大宗气体和特种气体。大宗气体主要包括氧、氮、氩等空分气体及乙炔、二氧化碳等合成气体；特种气体品种较多，主要包括电子特种气体、高纯气体和标准气体等。

图 12 工业气体分类



资料来源：《金宏气体-向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》、湘财证券研究所

按供气方式不同，工业气体主要可分为现场供气和零售供气两大类。其中，现场供气又可分为管道供气和现场制气。管道供气方式下，气体供应商建立专属管道，从区域中心直接输送至用户工厂。优点在于无限量供应、气体压力稳定，缺点则是依赖单一供应商，合同灵活性较低。主要适用于超大规模、集群化的用气需求。而现场制气为用户自主生产气体，长期来看平均用气成本低且供应可靠，但初始投资成本较高，且需占用土地、水电等，主要适用于大规模、稳定且连续的用气需求。零售供气方式亦可细分为液态储罐供气和瓶装供气两种。其中，液态储罐供气的容量高于瓶装供气，且单位成本低于瓶装气，但需配备储罐和气化设备，主要适用于中等规模的连续用气场景。瓶装供气的主要特点是小容量、供气方式灵活且气体种类多，但单位投资成本高且需频繁更换钢瓶，主要适用于实验室研发等中小用户的小规模、间歇性用气需求。

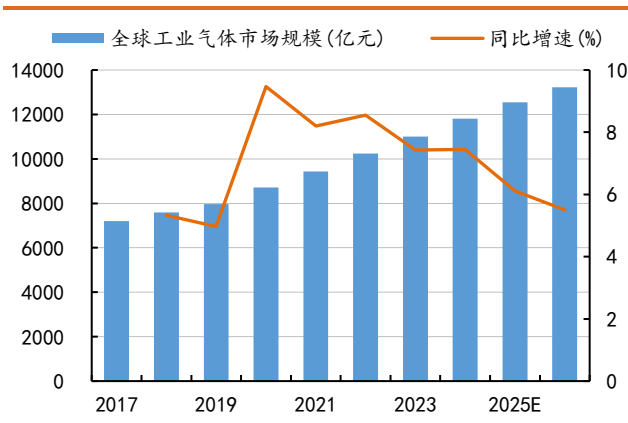
表 1 不同供气方式比较

供气方式	管道供气	现场制气	液态储罐供气 (杜瓦罐/储槽)	瓶装供气
特点	气体供应商建立专属管道, 从区域中心直接输送至用户工厂。	自主生产气体, 主要有变压吸附和膜分离技术 (常用于氮气、氧气), 以及电解制氢等。	中大型容量。低温液体储存 (如液氧、液氮、液氩、液态 CO ₂), 通过汽化器转化为气体使用。	小容量, 高压 (通常 15-20 MPa)。灵活方便。
优点	供应无限量、压力稳定、无需存储和管理气源, 相对省心。	长期来看单位气体成本低, 供应稳定可靠, 无需物流依赖。	单位气体成本低于钢瓶, 供应持续时间长 (几天到几周), 减少更换频率。	投资低, 无需设备维护, 气体种类选择多。
缺点	依赖单一供应商, 合同灵活性较低, 通常只有巨头气体公司提供。	初始投资高, 需要专业运营维护, 需要占用厂房空间和公用工程 (电、水)。	需要租赁储罐和气化设备, 需要足够的户外安装空间。	单位气体成本较高, 换瓶操作频繁, 存在搬运安全风险, 需管理多个气瓶。
适用场景	超大规模、集群化的用气需求 (如大型化工园区、集成电路产业园)。	大规模、稳定、连续的用气需求 (如电子、钢铁、化工、玻璃行业)。	中等规模连续用气 (如金属加工、食品冷冻、化工生产)。	实验室研发、小规模间歇性用气、特种气体、备用气源。

资料来源: 中中气体、湘财证券研究所

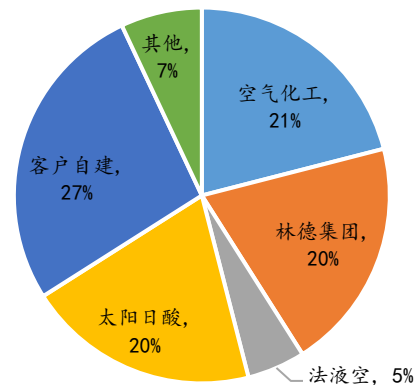
全球工业气体市场规模稳定增长, 市场份额高度集中。从全球来看, 得益于半导体、精细化工等产业的快速发展, 全球工业气体市场有望保持稳定增长, 预计 2026 年全球工业气体市场规模有望达到 13229 亿元, 同比增长 5.5%, 相比 2024 年复合增长率约 5.8%。而在市场格局方面, 除客户自建外, 欧美公司由于起步时间早, 目前仍占据全球主要市场份额。其中, 空气化工产品、林德集团、法国液化空气集团和太阳日酸四家公司分别以 21%、20%、5% 和 20% 的市场份额占据全球工业气体市场规模的 66%。而杭氧股份等为代表的国内企业目前市场份额合计仅约 7%, 仍处于加速追赶海外巨头的过程中。

图 13 全球工业气体市场规模及增速



资料来源: 中研普华产业研究院、湘财证券研究所

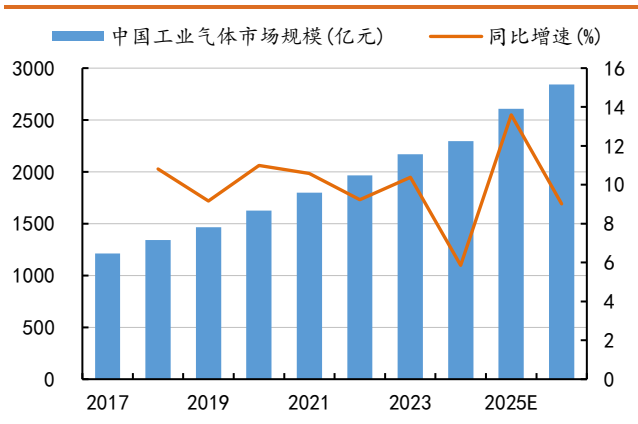
图 14 2021 年全球工业气体市场份额



资料来源: 华经产业研究院、湘财证券研究所

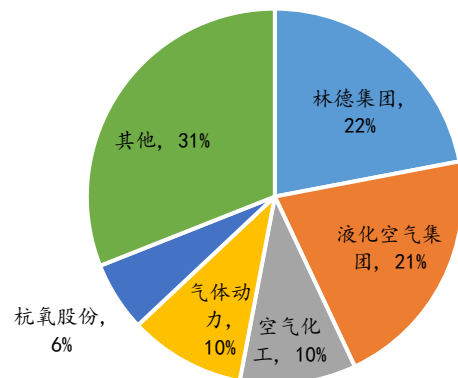
国内工业气体市场规模有望保持快速增长，国外企业占据过半市场份额。从国内来看，得益于我国经济持续增长以及半导体、新能源等产业的快速发展，我国工业气体市场规模有望保持比全球更高的增速。2024 年，我国工业气体市场规模为 2295 亿元，相比 2017 年复合增长率为 9.6%。预计 2026 年我国工业气体市场规模有望达到 2842 亿元，相比 2024 年复合增速约 11.3%。从市场格局来看，国外企业亦占据国内主要市场份额，林德集团、法国液化空气集团和空气化工等公司市场份额合计为 53%。国内气体行业龙头—气体动力和杭氧股份的市场份额分别为 10%、6%。而其余 31% 的市场份额则被众多中小型气体企业所占据。

图 15 中国工业气体市场规模及增速



资料来源：中商产业研究院、湘财证券研究所

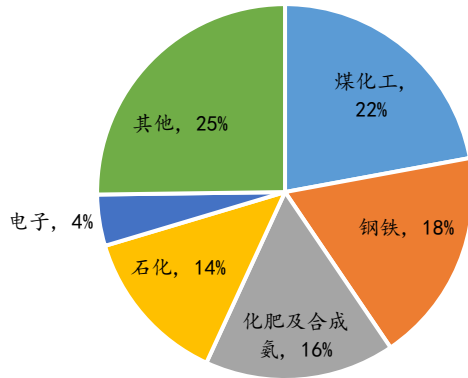
图 16 2021 年中国工业气体行业竞争格局



资料来源：中金企信、湘财证券研究所

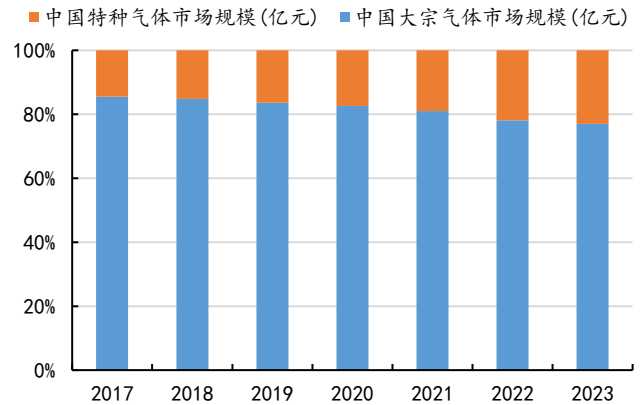
我国工业气体下游以煤化工、钢铁为主，半导体、光伏等行业占比快速提升。从下游应用来看，我国工业气体目前仍以煤化工、钢铁、化工、石化等行业为主，其占比合计高达约 70%。而电子行业需求占比仅为 4% 左右。因此，从气体结构来看，我国工业气体仍以大宗气体为主，2017 年市场规模约 1036 亿元，占工业气体整体市场的比重高达 85.5%。不过，随着近年来电子、半导体以及光伏、锂电池等行业快速发展，特种气体市场规模的增长速度更高，由 2017 年 175 亿元增长至 2023 年的 496 亿元，复合增长率达到 19.0%，占整体工业气体市场规模的比例也由 14.5% 提升至 22.9%。

图 17 2023 年中国工业气体下游领域占比



资料来源：中商产业研究院、湘财证券研究所

图 18 中国工业气体市场结构

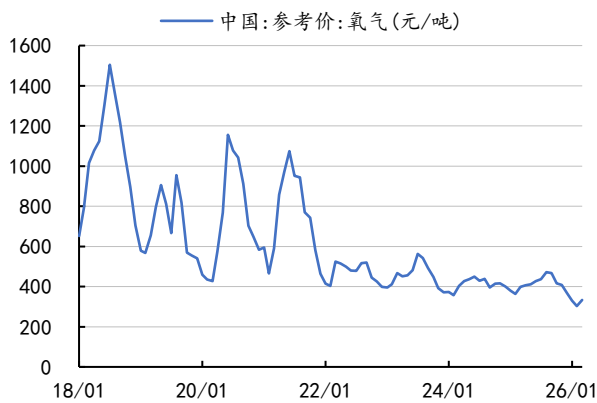


资料来源：《金宏气体 2025 年半年报》、湘财证券研究所

2.2 当前气体价格位于底部，未来有望逐渐回升

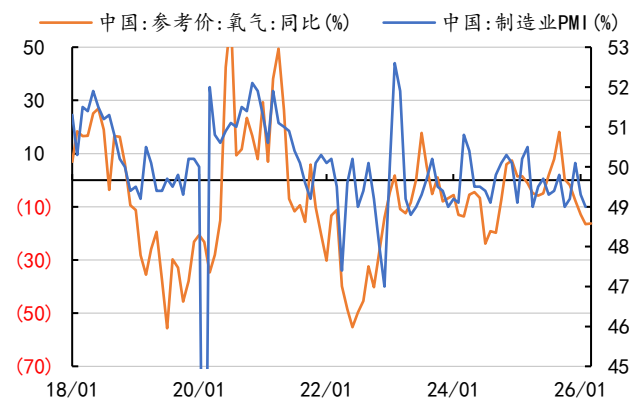
气体价格与制造业景气度高度相关，当前价格位于历史底部。由于工业气体广泛应用于制造业的众多行业，因此其价格虽会受供给扰动，但主要与制造业景气度高度相关，特别是大宗气体。以氧气为例，其下游主要应用于钢铁、化工以及医疗、焊接等领域。从历史上看，我国氧气价格变化与 PMI 高度相关。而 2026 年以来，我国氧气价格先跌至 2 月份约 300 元/吨的历史新低。

图 19 中国氧气参考价



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 20 中国氧气参考价变化与制造业 PMI



资料来源：Wind、湘财证券研究所

“反内卷”工作持续推进，政策效果有望逐渐显现。在 PPI 为代表的工业品价格持续下跌的背景下，2024 年 7 月中央政治局会议首次提出“要强化行业自律，防止‘内卷式’恶性竞争”。2024 年 12 月，中央经济工作会议中

再次提出，综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。2025年7月，中央政治局会议提出“依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。”，具体部署防止“内卷式”竞争的方法。至2025年12月，中央经济工作会议提出，由综合整治变为深入整治“内卷式”竞争。

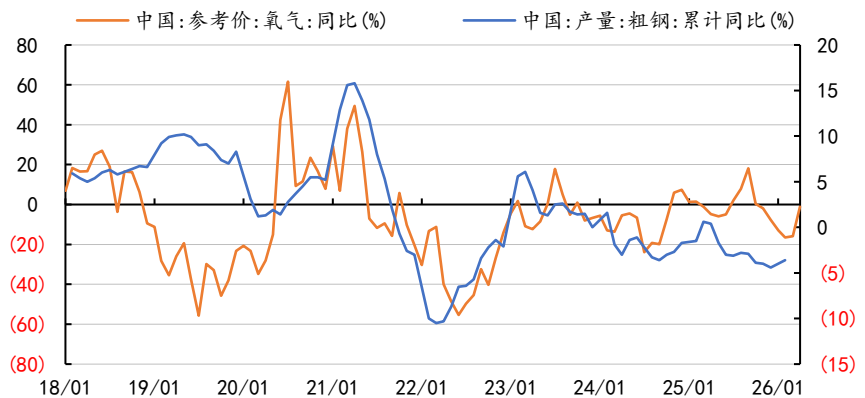
表 2 2024 年以来“反内卷”相关重要文件梳理

时间	会议/文件	主要内容
2024年7月	中共中央政治局会议	要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。
2024年12月	中央经济工作会议	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。
2025年3月	2025年政府工作报告	加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争。
2025年7月	中共中央政治局会议	纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。坚持“两个毫不动摇”，激发各类经营主体活力。
2025年12月	中央经济工作会议	制定全国统一大市场建设条例，深入整治“内卷式”竞争。制定和实施进一步深化国资国企改革方案，完善民营经济促进法配套法规政策。加紧清理拖欠企业账款。推动平台企业和平台内经营者、劳动者共赢发展。拓展要素市场化改革试点。健全地方税体系。深入推进中小金融机构减量提质，持续深化资本市场投融资综合改革。
2026年3月	2026年政府工作报告	加强反垄断、反不正当竞争，强化公平竞争审查刚性约束，综合运用产能调控、标准引领、价格执法、质量监管手段，深入整治“内卷式”竞争，营造良好市场生态。

资料来源：各政府网站、湘财证券研究所

工业氧气主要用于钢铁、化工等领域，氧气价格与粗钢产量具备一定相关性。从下游应用来看，工业氧气主要应用于钢铁冶金、化工以及医疗、焊接等领域。因此，工业氧气价格与下游行业特别是钢铁行业开工率和产量变化具备一定相关性。

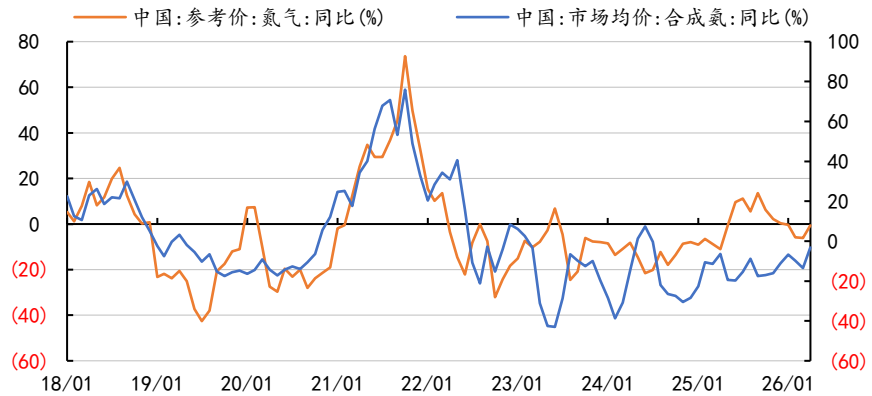
图 21 我国工业氧气价格与粗钢产量变化



资料来源：Wind、湘财证券研究所

液氮主要应用于化工、电子及食品加工等行业，价格与合成氨较为相关。氮气作为“工业保护气”和“工艺介质”，主要应用于化工、电子等行业。其中，化工行业主要使用氮气用于防止易燃易爆物料爆炸以及作为合成氨的原料等；电子行业主要使用高纯氮气作为晶圆制造环节的保护气以及作为气刀清洗电子元件等。从价格变化来看，由于化工为我国工业氮气最大的下游领域之一，因此氮气价格与合成氨价格变化较为一致。

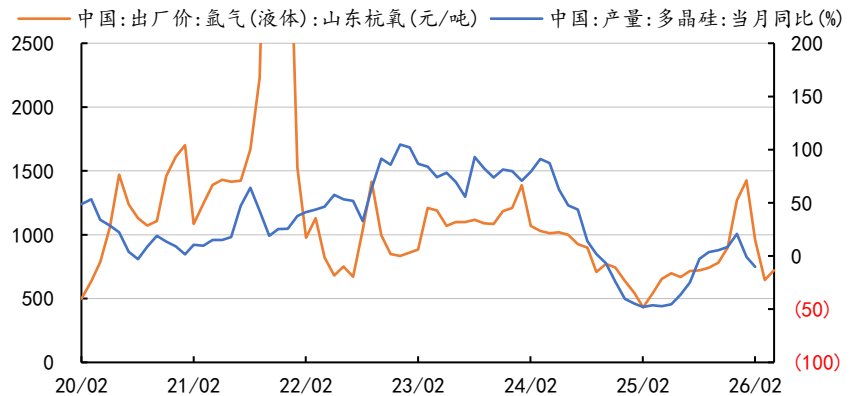
图 22 我国氮气与合成氨价格变化



资料来源：Wind、湘财证券研究所

氩气主要应用于光伏、半导体以及焊接等领域，近年来价格与多晶硅产量较为相关。氩气作为一种惰性气体，广泛应用于多个工业领域，包括作为光伏单晶硅生长过程中的关键保护气体，半导体制造中的原材料以及在钢水精炼过程中除杂和连铸过程中作为保护气体等。近年来，由于我国光伏产业的快速发展，光伏已成为我国氩气的最大下游应用。因此，从价格上看，近年来我国氩气价格变化与多晶硅产量的相关性逐渐增强。

图 23 我国氩气出厂价及多晶硅产量增速

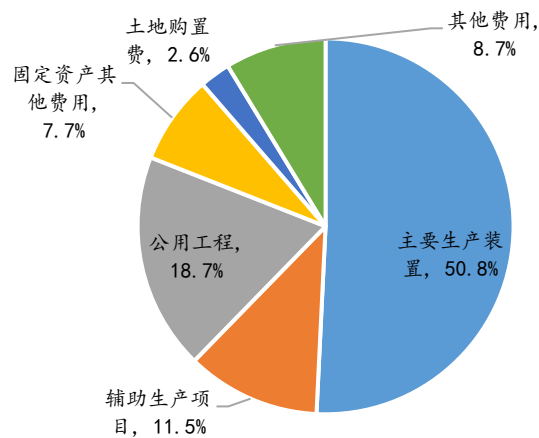


资料来源：Wind、湘财证券研究所

2.3 “全产业链”运营构筑优势，公司气体业务空间巨大

供气模式下设备投资占比较高，凸显公司设备自制优势。从成本结构来看，以公司吕梁气体项目为例，空分设备等主要生产装置的成本占比高达50.8%，其次为辅助生产（11.5%）、公用工程（18.7%）以及其他固定资产费用（7.7%）等。因此，具备空分设备自制能力的气体运营商在项目竞标中优势十分显著。而在零售供气模式下，虽然流通运输的成本比重较管道气和现场制气模式大幅上升，但气体的单位生产成本亦较为重要，因此有设备自制能力的气体运营商仍有一定的成本优势。

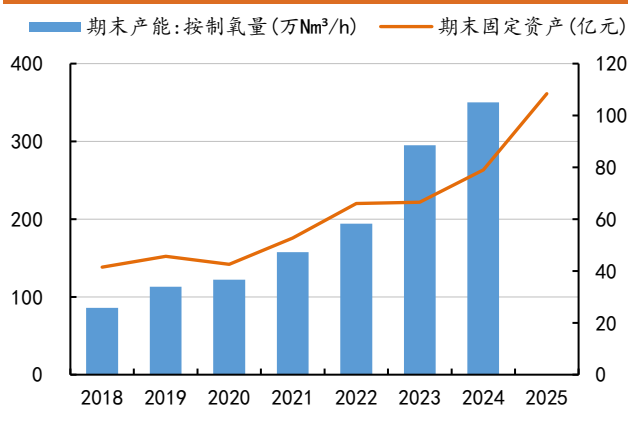
图 24 杭氧股份吕梁管道气体项目成本结构



资料来源：《杭氧股份：2022 年公开发行可转换公司债券募集说明书》、湘财证券研究所

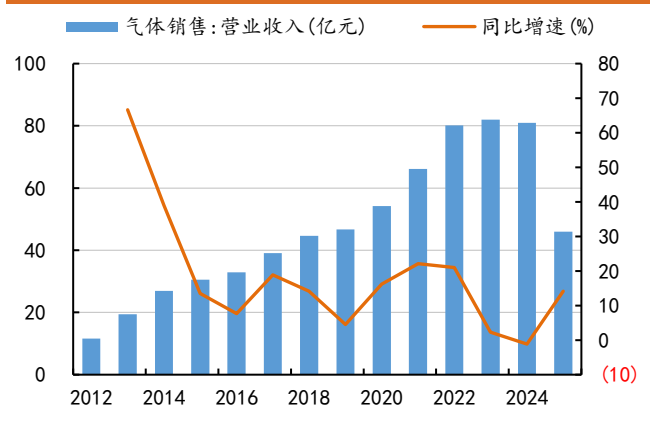
公司气体业务收入增长稳定，近期有多个项目投产。随着公司近年来不断开拓气体市场，公司气体业务收入呈持续上升趋势。2024 年，公司气体销售业务收入达 81.0 亿元，相比 2012 年复合增长率达 17.6%。此外，据《2025-10-30-002430.SZ-杭氧股份-投资者关系活动记录表》，2025 年三季度，山东杭氧 105000Nm³/h 项目、泽州杭氧 80000Nm³/h 等多个管道气体项目投产。从公司报表亦可看出，截至 2025 年三季度，公司固定资产为 108.4 亿元，相比 2024 年末大幅增长 37.3%。因此，未来随公司气体运营项目的集中投产和气体价格回升，公司气体业务收入有望迎来较快增长。

图 25 2018 年-2025Q3 公司气体产能和期末固定资产



资料来源:《杭氧股份:2022 年公开发行可转债评级报告》、Wind、湘财证券研究所

图 26 杭氧股份气体运营业务收入



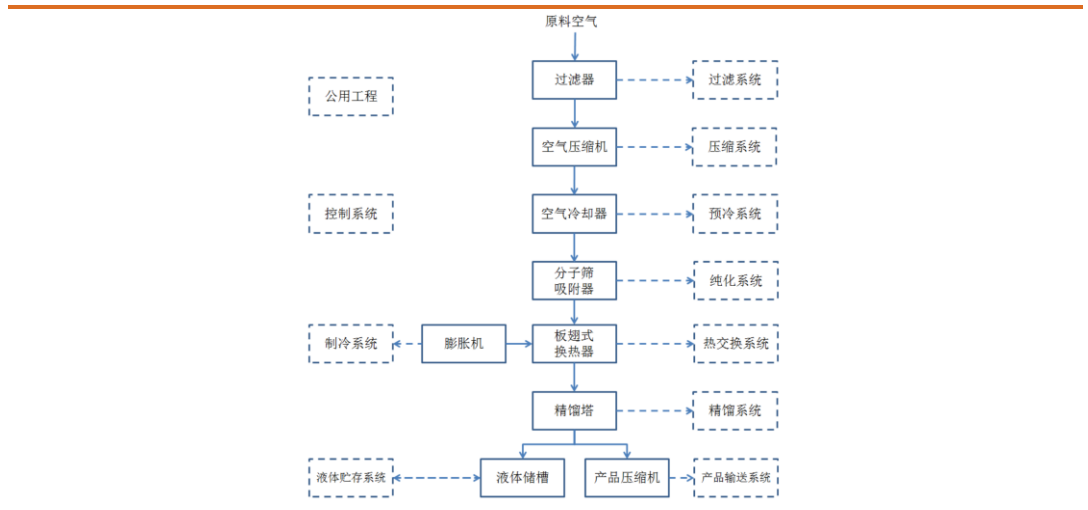
资料来源: Wind、湘财证券研究所

3 空分设备: 大型化趋势下, 设备龙头优势凸显

3.1 空分设备简介

空分设备主要用于分离空气中的各类气体, 核心部件包括压缩机、制冷系统等。空气由氮气 (N₂)、氧气 (O₂)、稀有气体 (氩 Ar、氦 He、氖 Ne、氪 Kr、氙 Xe、氡 Rn)、二氧化碳 (CO₂) 及其他气体和杂质组成。空气分离设备是利用空气中氮气、氧气、氩气等组分沸点的不同, 将空气压缩、冷却、液化、精馏、最终分离获得纯度符合要求的氧、氮、氩及其他有用气体产品或液体产品的设备。空分设备由压缩机系统、预冷系统、纯化系统、精馏系统、制冷系统、热交换系统、产品输送系统、储存及后备系统以及仪电控制系统、其他系统等构成。

图 27 空气分离系统工作流程图



资料来源：《福斯达招股说明书》、湘财证券研究所

按制氧量不同，空分设备可分为小型、中型、大型和特大型空分设备。划根据制氧量的不同，空分设备主要可分为四个等级。1000m³/h 以下制氧量的为小型空分设备，主要用于用气量较小的场景，如小规模金属切割、实验室、食品保鲜等。1000-6000m³/h 制氧量范围内的为中型空分设备，广泛应用于中等规模的冶金、化工和机械制造企业，为生产提供所需的工业气体。6000-60000m³/h 制氧量范围内的设备为大型空分设备，主要用于大型钢铁联合企业、煤化工基地、大型石化项目等，是现代大规模工业生产的核心配套设备。而 60000m³/h 以上制氧量的设备为特大型空分设备，主要用在石油炼化、现代煤化工以及化肥、合成氨等领域。

表 3 空分设备分类和主要应用领域

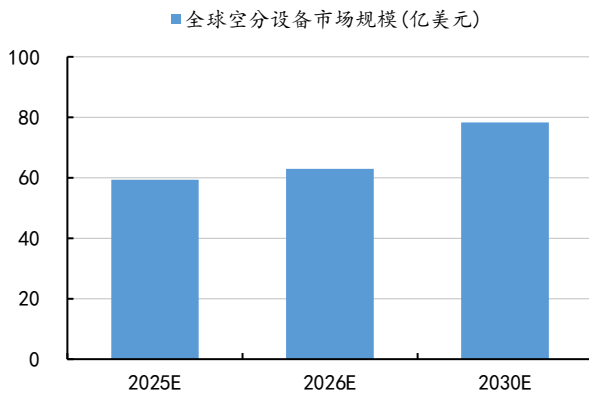
制氧量	分类	主要应用领域
≤1000m ³ /h	小型空分设备	小规模金属切割、实验室、食品保鲜等行业
1000~6000m ³ /h	中型空分设备	中等规模的冶金、化工和机械制造等行业
6000~60000m ³ /h	大型空分设备	大型钢铁联合企业、煤化工基地、大型石化项目等行业
≥60000m ³ /h	特大型空分设备	石油炼化、现代煤化工以及化肥、合成氨等行业

资料来源：《福斯达招股说明书》、湘财证券研究所

3.2 全球空分设备行业增长稳定，市场份额集中

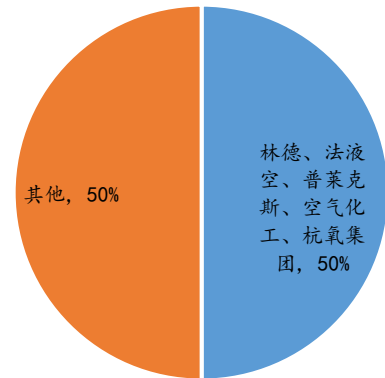
全球空分设备规模有望保持稳定增长，CR5 市场份额接近一半。从市场规模来看，受益于全球钢铁产量扩张、工业气体以及医疗和化工行业的需求增长，预计全球空分设备的市场规模将由 2025 年约 59.3 亿美元增长至 2026 年近 62.9 亿美元。而未来，受益于电动车产业链发展以及工业脱碳、碳捕捉计划的不断成熟和应用，预计将驱动 2030 年全球空分设备市场规模增长至约 78 亿美元，相比 2026 年复合增长率为 5.6%。而从竞争格局看，全球空分设备市场份额主要集中在头部企业手中，林德、法液空、普莱克斯、空气化工以及国内的杭氧集团的市场份额合计约 50%。并且，在大型化趋势下，未来空分设备的市场份额或将进一步向头部企业集中。

图 28 全球空分设备市场规模



资料来源：《全球空气分离装置市场报告（2026）》、湘财证券研究所

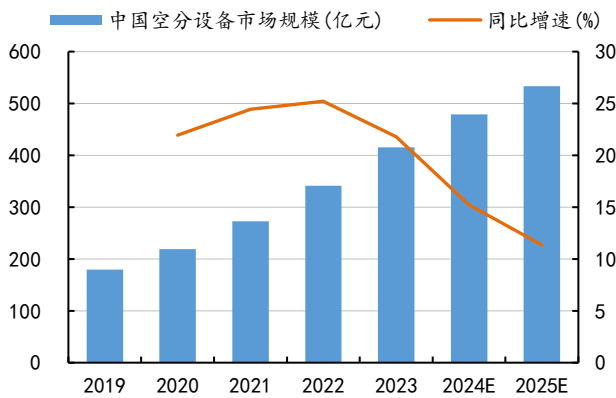
图 29 全球空分设备市场竞争格局



资料来源：《全球空气分离装置市场报告（2026）》、湘财证券研究所

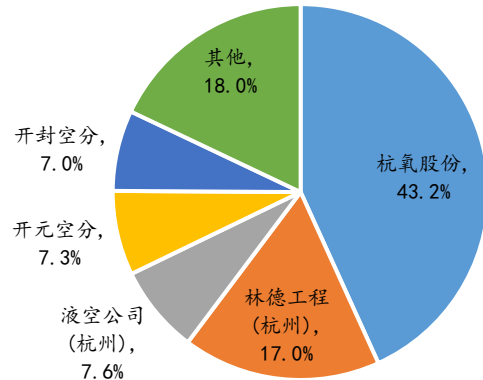
国内空分设备市场规模超 500 亿元，市场份额更为集中。从国内来看，在节能增效等政策推动下，钢铁、化工等行业的更新需求有序释放，叠加新能源、集成电路等新兴产业需求快速增长，我国空分设备市场规模有望保持较快增长。2023 年我国空分设备市场规模约 416 亿元，预计 2025 年达到 533 亿元，相比 2019 年复合增长率近 19.9%。从竞争格局来看，国内空分设备市场集中度更高，其中杭氧股份以 43.2% 的市场份额占据绝对龙头地位，加上林德工程（杭州）、液空公司（杭州）等，前五家公司市场份额合计达 82%。

图 30 中国空分设备规模及增速



资料来源：中商产业研究院、湘财证券研究所

图 31 2020 年国内空分设备市场格局

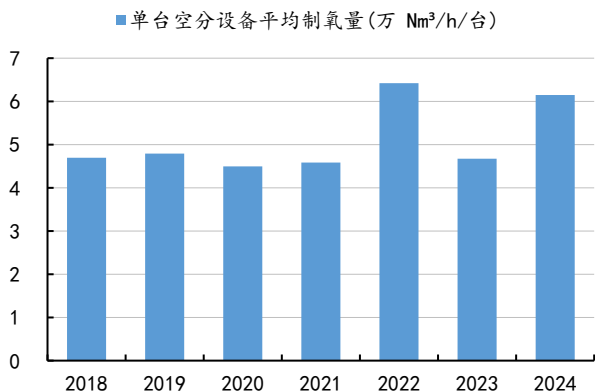


资料来源：《杭氧股份:可转债募集说明书》、湘财证券研究所

3.3 设备大型化趋势明显，公司竞争优势突出

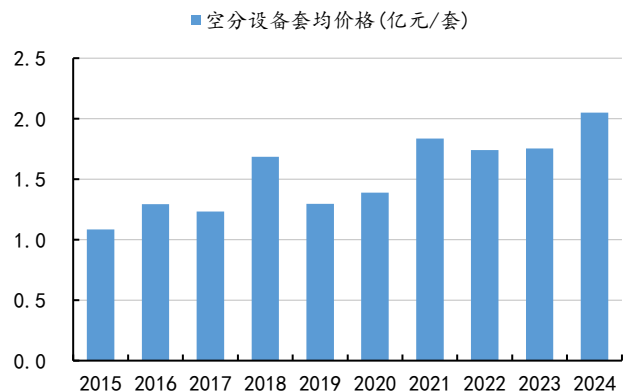
节能减排背景下，空分设备大型化趋势明显。在“碳中和”进程持续推进下，叠加设备更新政策，空分设备大型化趋势愈发明显。一方面，大型空分装置的单位能耗更低，如制氧量 $>5000\text{Nm}^3/\text{h}$ 空分设备的单位能耗仅为制氧量 $<1000\text{Nm}^3/\text{h}$ 空分设备的 $1/2$ 至 $1/3$ 左右。另一方面，在总制氧量相同情况下，一套大型空分装置的设备投资、占地面积以及后续运营成本均低于多套小型空分装置。从杭氧股份近年来空分设备订单亦可看出，公司单台空分设备平均制氧量已从 2018 年至 2021 年的 4.6 万 Nm^3/h 上升至 2022 年至 2024 年约 5.7 Nm^3/h ；公司空分设备套均价格亦从 2015 年约 1.1 亿元/套逐渐上升至 2024 年近 2.1 亿元/套。

图 32 2018-2024 年公司单台空分设备平均制氧量



资料来源：《杭氧股份：2022 年公司可转债定期跟踪评级报告》、湘财证券研究所

图 33 2015-2024 年公司空分设备套均价格



资料来源：《杭氧股份：2022 年公司可转债定期跟踪评级报告》、湘财证券研究所

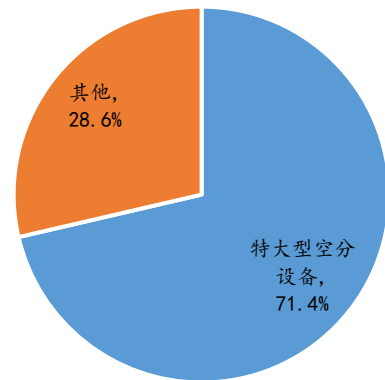
公司屡次打破国内空分设备记录，大型化优势显著。2017年，杭氧股份为神华宁煤配套的6套10万Nm³/h空分设备开车成功，为国内自主研发的首套10万等级的空分设备。2024年11月，公司为宝丰能源配套的6套11万空分装置成功出氧，为当时国内单套规模最大、国产化程度最高的特大型空分设备。而据公司2025年半年报，公司宁夏宝丰四期2套12万空分项目创下国内国产单套最大空分纪录。据公司《2024-05-28-杭氧股份2022年可转债定期跟踪评级报告》，近年来公司国内空分设备市场份额保持在50%左右，在特大空分设备领域市场份额则保持在60%左右。2024年，公司新签订单均为大中型空分设备，其中6万Nm³/h及以上特大型空分设备12套，订单额合计32.2亿元，合计占空分设备新签订单额的71.4%。

图 34 宝丰能源内蒙古煤制烯烃示范项目



资料来源：杭氧股份微信公众号、湘财证券研究所

图 35 公司 2024 年空分设备订单金额结构



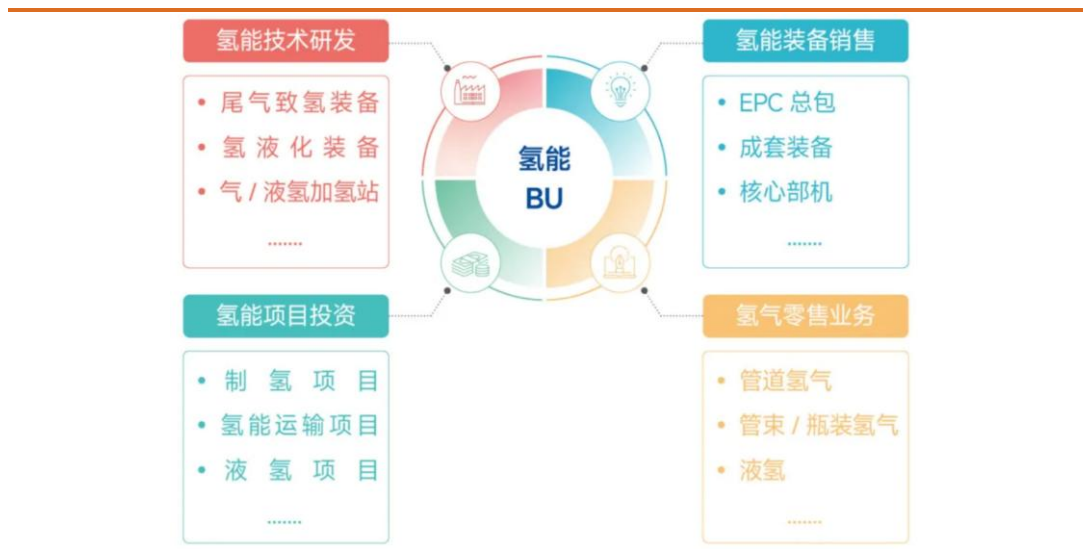
资料来源：《杭氧股份：2022年公司可转债定期跟踪评级报告》、湘财证券研究所

海外设备订单占比逐渐提升，设立子公司加速国际化步伐。公司近年来亦持续加大海外市场开发力度，据公司2023年和2024年年报，2023年和2024年，公司设备订单中，外贸合同占比分别为14.0%、17.0%，呈逐渐上升趋势。而据《2025-08-27-002430.SZ-杭氧股份-投资者关系活动记录表》，2025年8月，公司公告设立新加坡和马来西亚子公司。其中，新加坡公司作为服务和支持中心，便于设备出口和服务支持，重点面向东南亚及印度市场。马来西亚公司则主要面向周边市场，初期以零售气和部分设备业务为主。两地子公司的设立，亦标志公司迈出国际化战略重要一步。另据公司微信公众号，2026年3月，公司海外重点项目68000Nm³/h大型空分装置顺利投产，该装置由杭氧完全自主设计制造，关键部机100%“杭氧化”未来，海外市场有望成为公司空分设备和气体业务的重要增长点。

3.4 横向拓展低温技术领域，氢能等业务有望高速发展

横向开拓低温领域，公司氢能项目逐渐落地。在持续巩固空分设备核心技术优势的同时，公司积极拓宽产品横向应用，由单一的空分设备转向低温技术相关的天然气液化装置、乙烯冷箱、液氮洗冷箱及烷烃脱氢装置等产品，石化设备等非空分设备产品业务持续拓展。特别是在氢能产业，公司持续拓展氢气制加储运一体化项目，拥有成熟的氢气提纯技术储备和氢液化全流程技术设计能力。据公司 2024 年年报，2024 年公司投资建设的首个氢产业项目加氢站投产，并入选“能源产业品牌成果典型案例 100”。此外，公司还投建了全国日加氢量最大规模的“氢电气”综合能源岛，加氢能力为 9000kg/天，刷新公司氢产业投建纪录。

图 36 公司氢能产业业务布局



资料来源：《杭氧股份 2024 年 ESG 报告》、湘财证券研究所

中标 BEST 低温系统核心部件，未来有望受益核聚变行业发展。除氢能领域外，公司还将低温技术拓展至核聚变领域。2025 年 10 月，公司子公司杭州杭氧低温液化设备成功中标聚变新能(安徽)有限公司低温氮系统项目。低温氮系统是 BEST（紧凑型聚变能实验装置）低温系统的重要组成部分，负责提供核聚变实验所需的超低温环境保障，为用户输送工艺所需的液氮以及氮气。2025 年 11 月，公司再度成功中标聚变新能低温分配阀箱项目，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，保障低温用户稳定运行。2025 年 12 月，公司加入可控核聚变创新联合体。

配套发射场特燃特气设备，公司已切入商业航天领域。2025 年底，我国在海南商业航天发射场使用长征八号甲运载火箭成功将地轨 17 组卫星精准送入预定轨道。而公司作为海南商业航天发射场特燃特气配套项目的设备承制方，提供了包括液体推进剂-液氧制取设备、液氢贮存设备。其中，杭氧液氧制取设备液氧纯度高于 99.9%，关键杂质含量控制在 ppm 级别，完全满足火箭发动机对推进剂洁净度与稳定性的极端要求。而液氢作为高性能低温燃料，其贮存技术亦是航天发射保障的关键。杭氧集团为长征系列火箭配套提供了多台大型卧式液氢贮罐，采用高真空多层绝热结构，设计容积达 100m³级，日蒸发率低于 0.3%。该贮罐系统具备优异的绝热性能与安全可靠性，可长期稳定贮存-253℃的液氢。

4 核心假设

综合以上，我们对杭氧股份主要业务作出如下预测：

空分设备业务。随国内在手订单陆续交付以及新订单获取，公司空分设备业务收入有望保持稳定，预计 2025-2027 年收入同比增长 0%、-2.0%、0%，至 45.3、44.3、44.3 亿元。毛利率则随大型设备和海外业务占比提升而逐渐上升，预计 2025-2027 年为 28.0%、29.0%、30.0%。

气体运营业务。随公司气体项目陆续建成后投入运营，叠加气体价格有望逐渐企稳回升，预计公司气体运营业务收入及毛利率有望持续回升。预计 2025-2027 年公司气体运营业务收入同比增长 16.0%、10.0%、10.0%至 94.0、103.4、113.7 亿元；毛利率为 16.5%、17.0%、18.0%。

表 4 杭氧股份主要业务业绩预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
空分设备业务					
营业收入(亿元)	42.4	45.3	45.3	44.3	44.3
同比增速	5.7%	6.7%	0.0%	-2.0%	0.0%
毛利率	31.5%	29.9%	28.0%	29.0%	30.0%
气体运营业务					
营业收入(亿元)	81.9	81.0	94.0	103.4	113.7
同比增速	2.3%	-1.1%	16.0%	10.0%	10.0%
毛利率	18.8%	16.2%	16.5%	17.0%	18.0%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

5 投资建议

杭氧股份作为我国空分设备和工业气体行业龙头，“工程成套、设备制造、气体运营”的全产业链布局优势显著。未来，受益于经济持续复苏和“反内卷”效果逐渐落地，工业气体价格有望止跌回升。且从长期看，公司在国内和全球工业气体市场份额仍有巨大提升空间。综上，我们预计 2025-2027 年，公司营业收入为 152.3、166.5、183.8 亿元，同比增长 11.0%、9.3%、10.4%；归母净利润 11.2、12.8、15.1 亿元，同比增长 21.4%、14.0%、18.5%。对应 2026 年 4 月 3 日收盘价，市盈率为 24.2、21.3、17.9 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

6 风险提示

工业气体价格回升不及预期。空分设备订单增长不及预期。海外市场拓展不及预期。行业竞争加剧。

气体业务毛利率不及预期风险。气体运营业务为公司第一大收入来源，若气体价格回升不及预期或行业竞争加剧而导致气体业务毛利率下降，将影响公司未来业绩增长。假设公司 2025 年气体业务毛利率下降 1.0 个百分点，则公司 2025 年利润增速预计将下降 6.7 个百分点。

空分设备业务毛利率不及预期风险。空分设备业务为公司第二大收入来源，若国内需求复苏不及预期、海外收入增长不及预期，亦或运费、关税等大幅上涨，而导致空分设备业务毛利率下降，将影响公司未来业绩增长。假设公司 2025 年空分设备业务毛利率下降 1.0 个百分点，则公司 2025 年利润增速预计将下降 3.2 个百分点。

附表 1 杭氧股份财务报表以及相应指标 (百万元)

利润表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13309.00	13716.49	15230.74	16652.11	18377.61	收益率					
减:营业成本	10259.72	10856.18	12151.45	13243.92	14502.85	毛利率	22.91%	20.85%	20.22%	20.47%	21.08%
营业税金及附加	82.91	105.10	0.00	0.00	0.00	三费/销售收入	10.80%	10.22%	10.20%	10.20%	10.20%
营业费用	188.06	185.57	198.00	216.48	238.91	EBIT/销售收入	13.12%	9.99%	10.05%	10.30%	10.91%
管理费用	797.19	767.03	852.92	932.52	1029.15	EBITDA/销售收入	19.71%	16.85%	22.52%	22.30%	22.88%
研发费用	452.74	449.21	502.61	549.52	606.46	销售净利率	9.58%	7.23%	7.90%	8.24%	8.85%
财务费用	102.67	115.08	115.26	101.40	92.92	资产获利率					
减值损失	31.98	-121.00	-94.90	-94.90	-94.90	ROE	13.67%	10.03%	11.25%	11.79%	12.76%
加:投资收益	31.15	30.15	0.00	0.00	0.00	ROA	7.72%	5.69%	6.29%	6.44%	7.25%
公允价值变动损益	0.00	0.29	0.00	0.00	0.00	ROIC	12.69%	8.95%	8.76%	8.96%	12.37%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	增长率					
营业利润	1424.89	1389.75	1410.49	1608.27	1907.32	销售收入增长率	3.95%	3.06%	11.04%	9.33%	10.36%
加:其他非经营损益	154.82	106.90	100.31	100.31	100.31	EBIT 增长率	0.93%	-21.57%	11.79%	12.01%	16.94%
利润总额	1579.71	1496.65	1510.81	1708.59	2007.64	EBITDA 增长率	7.03%	-11.89%	48.43%	8.28%	13.21%
减:所得税	368.66	263.17	212.39	242.05	286.91	净利润增长率	-0.66%	-22.24%	21.39%	13.97%	18.53%
净利润	1211.05	1233.48	1298.42	1466.53	1720.73	总资产增长率	17.58%	6.41%	1.17%	9.31%	3.94%
减:少数股东损益	58.92	69.11	83.89	95.60	113.32	股东权益增长率	8.62%	3.32%	8.28%	8.72%	9.50%
归属母公司股东净	1152.13	1164.37	1119.64	1276.03	1512.51	经营营运资本增长	-	279.30%	352.36%	-	251.52%
资产负债表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资本结构					
货币资金	3345.96	2121.37	1267.80	4479.13	2963.27	资产负债率	55.43%	56.84%	53.87%	54.18%	51.79%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	49.31%	57.68%	62.91%	49.17%	56.97%
应收和预付款项	3826.23	3615.89	4879.57	4399.42	5815.68	带息债务/总负债	34.19%	40.07%	39.68%	36.09%	36.33%
其他应收款(合计)	39.55	32.22	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.34	1.29	1.55	1.59	1.70
存货	2496.48	2321.18	3187.42	2816.43	3758.12	速动比率	0.85	0.70	0.80	0.99	0.99
其他流动资产	1694.36	2543.21	2543.21	2543.21	2543.21	股利支付率	64.73%	32.00%	32.00%	32.00%	32.00%
长期股权投资	203.33	156.10	156.10	156.10	156.10	收益留存率	0.35	0.68	0.68	0.68	0.68
金融资产投资	0.00	0.00	3.86	3.63	3.63	资产管理效率					
投资性房地产	36.73	33.28	28.89	24.49	20.09	总资产周转率	0.59	0.57	0.63	0.63	0.66
固定资产和在建工	9702.86	11593.83	10680.30	10666.78	10953.26	固定资产周转率	2.00	1.74	1.57	1.92	2.17
无形资产和开发支	780.83	705.75	629.65	553.55	477.45	应收账款周转率	5.00	5.98	4.47	5.90	4.54
其他非流动资产	734.77	1133.47	6585.59	6862.55	6126.84	存货周转率	4.11	4.68	3.81	4.70	3.86
资产总计	22620.32	24070.37	24352.69	26618.86	27666.93	业绩和估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
短期借款	493.48	276.58	0.00	0.00	0.00	EBIT	1746.34	1369.73	1531.17	1715.09	2005.66
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	2623.13	2311.11	3430.29	3714.21	4204.78
应付和预收款项	5594.31	6103.69	5817.36	7120.23	7026.50	NOPLAT	1230.69	998.14	1216.23	1372.56	1619.54
长期借款	3793.34	5205.25	5205.25	5205.25	5205.25	净利润	1216.10	922.36	1119.64	1276.03	1512.51
其他负债	3150.93	2372.87	2096.29	2096.29	2096.29	EPS	1.243	0.943	1.144	1.304	1.546
负债合计	12538.57	13681.81	13118.91	14421.78	14328.05	BPS	9.094	9.397	10.175	11.062	12.113
股本	984.31	983.89	983.89	983.89	983.89	PE	22.47	29.63	24.41	21.41	18.07
资本公积	2170.84	2298.26	2298.26	2298.26	2298.26	PB	3.07	2.97	2.75	2.52	2.31
留存收益	5742.28	5911.08	6672.42	7540.11	8568.60	PS	2.05	1.99	1.79	1.64	1.49
归属母公司股东权	8897.43	9193.23	9954.57	10822.26	11850.75	PCF	11.09	12.17	33.68	4.85	18.52
少数股东权益	1184.31	1195.33	1279.21	1374.82	1488.14	EV/EBIT	17.03	23.49	21.45	17.34	15.65
股东权益合计	10081.74	10388.56	11233.79	12197.08	13338.89	EV/EBITDA	11.34	13.92	9.58	8.01	7.47
负债和股东权益合	22620.32	24070.37	24352.69	26618.86	27666.93	EV/NOPLAT	24.17	32.23	27.01	21.67	19.38
现金流量表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EV/IC	2.67	2.32	2.14	2.27	1.99
经营性现金净流量	2463.37	2246.02	811.30	5635.80	1475.81	ROIC-WACC	6.13%	2.39%	2.20%	2.40%	5.81%
投资性现金净流量	-3198.14	-2729.59	-914.73	-1914.73	-2414.73	股息率	2.88%	1.08%	1.31%	1.49%	1.77%
筹资性现金净流量	534.17	171.08	-750.13	-509.74	-576.94						
现金流量净额	-194.69	-315.72	-853.57	3211.32	-1515.86						

资料来源: Wind、湘财证券研究所

分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 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%以上；
- 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。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，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，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。