

# 广钢气体（688548.SH）：

## 国内电子大宗气体龙头，深度受益大陆存储/逻辑扩产

【华西机械团队】

分析师：黄瑞连

SACNO：S1120524030001

邮箱：[huangr1@hx168.com.cn](mailto:huangr1@hx168.com.cn)

2026年4月6日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

◆**本土电子大宗气体龙头，业绩拐点已经出现。**公司作为电子大宗气体龙头，已服务于众多国内一线半导体厂商，更是存储本土核心电子大宗气体供应商。**1) 收入端：**2020-2025年营收CAGR达到22.83%，2025年达到24.24亿元，同比+15.26%，其中电子大宗气体2020-2024年收入CAGR达到34.78%，为核心驱动力。**2) 利润端：**受折旧摊销、氦气价格下降影响，2021/2024年公司归母净利润出现下滑，2025年公司实现归母净利润2.86亿元，同比+15.39%，业绩拐点出现；2021-2024年公司EBITDA呈上升趋势，2025H1达到3.18亿元，同比+17.43%。展望未来，随着原有项目产能爬坡+新项目建成投产，公司业绩有望持续快速提升。

◆**自主可控+景气周期共振，大陆晶圆制造大扩产来临。****1) 存储：**①AI驱动DRAM/NAND需求大幅提升，全球存储超级周期出现，高景气需求传导至扩产环节，三星、美光、SK海力士2026年资本开支计划均同比大幅提升；②国内存储芯片需求缺口比海外更严峻，短期看，我们预计2026年两存合计扩产10-12万片，总资本开支超过160亿美元；中长期看，AI驱动下，我们保守估计全球存储产能翻倍至800万片/月，大陆先进存储具备全球竞争力，看好未来中国大陆成为全球存储产能核心增量，假设远期产能占比50%，扩产的空间超十倍。**2) 先进逻辑：**①2026年台积电资本开支为520-560亿美元，超出市场预期，全球先进逻辑大扩产同样来临；②短期看，中芯国际指引2026年资本开支持平，继续维持高位，北京国资体系下成立永芯科技、北电集成，注册资本分别高达235、200亿元，同样乐观指引先进逻辑扩产；中长期看，大陆互联网大厂资本开支庞大&国产AI算力快速放量，中芯国际与台积电先进制程收入差距较大，大陆先进逻辑扩产空间巨大。

◆**电子大宗气体成长逻辑出色，公司充分受益存储/先进逻辑扩产。****1)** 电子大宗气体类单一（氦气75%），容易快速放量，其业务模式普遍采用现场制气，单一工厂只绑定一家气体供应商，合同期长达15年以上，导致其出色竞争格局，林德气体、液化空气、空气化工三大外资企业合计占据全球电子大宗气体约80%的份额，市场仍存在一定认知差。**2)** 公司氮气、氦气等气体纯度均达到1ppb以内，全面对标外资龙头，且自主研发的“Super-N”系列制氮装置在5000Nm<sup>3</sup>/h，满足高产能要求，正引领国产替代；2024年国内集成电路&显示领域新建项目中，公司中标率41%，更是存储本土核心电子大宗气体供应商，公司积极对接先进逻辑客户，后续有望实现突破；公司拥有卡塔尔、美国、欧洲三大主要氦气资源地的长协，是国内最大氦气供应商，最受益于美伊冲突以来氦气价格上涨。**3)** 我们测算：2024年公司电子大宗气体市占率仅为13.3%，十五五大陆存储+先进逻辑扩产带来电子大宗气体新增市场空间97.5亿元，公司作为本土大宗气体龙头，成长空间广阔。

◆**投资建议：**我们预计公司2025-2027年营收为24.24/30.67/37.63亿元，分别同比增长15.26%/26.55%/22.66%；2025-2027年归母净利润为2.86/4.06/5.33亿元，同比增长15.39%/42.22%/31.04%；对应EPS为0.22/0.31/0.40元。我们选取金宏气体、中船特气、拓荆科技、中微公司作为可比公司，2025-2027年平均PE分别为87.57/57.40/42.27倍；2026/4/3公司股价23.05元，对应PE分别为106.42/64.83/57.11倍。考虑到公司龙头地位稳定，与国内头部存储厂形成强绑定，且先进逻辑方面存在预期差，我们给予“增持”评级。

◆**风险提示：**现场制气项目建设或投产节奏不及预期、氦气价格持续下行风险、下游晶圆厂扩产不及预期等。

一

本土电子大宗气体龙头，业绩拐点已经出现

二

自主可控+景气周期共振，大陆晶圆制造大扩产来临

三

电子大宗气体成长逻辑出色，公司充分受益存储/先进逻辑扩产

四

投资建议与风险提示

# 1.1 国内电子大宗气体龙头，供货本土一线半导体厂商

◆广钢气体成立于1969年，主营电子大宗气体、通用工业气体，是国内电子大宗气体龙头，存储本土核心供应商。公司销售气体品种具体包括氮气、氦气、氧气、氢气、氩气、二氧化碳等。1) 电子大宗气体：①2020年，公司收购林德气体和普莱克斯合并时剥离的氦气资源，补齐氦气这一关键品种，获得多项电子领域现场制气项目，由此向电子大宗气体业务转型。②公司已服务于众多国内一线半导体厂商，2024年国内集成电路&半导体显示新建产能中标份额41%；存储方面，公司是存储本土核心电子大宗气体供应商，中标多项头部存储客户项目，后续扩产有望占据绝大部分份额。

◆2) 通用工业气体：公司传统主业，源于前身广州钢铁厂配套气体分厂，广泛覆盖能源化工、有色金属、机械制造等领域。

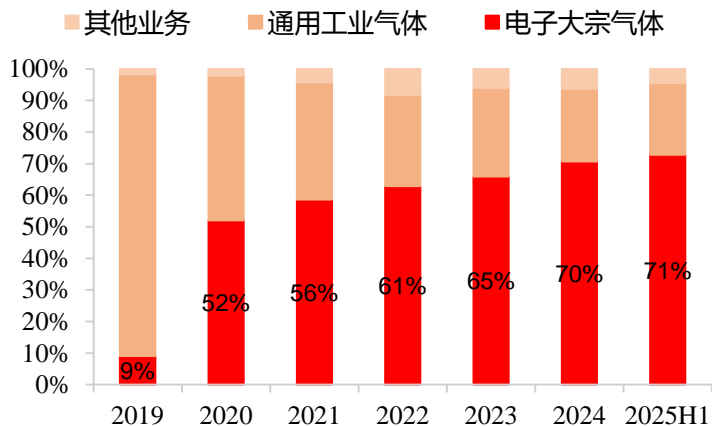
图：公司提供多品种工业气体，广泛应用于半导体、通用工业领域

气体品种	电子大宗气体	通用工业气体
氮气	半导体领域使用最广、用量最大的气体，占全部电子大宗气体用量75%以上，作为环境气、保护气、清洁气和运载气等，贯穿半导体制造整个工艺流程	金属冶炼、机械制造、化工能源、食品医药及消费等领域的惰性保护介质、化合物合成、制冷剂
氦气	先进制程中的用量更大，被用于运载气、化学气相沉积制程用气、蚀刻机制程用气、泄露测试等	金属冶炼、机械制造领域的保护气、填充气、淬火气体
氧气	蚀刻环节的氧化气体，以及干法去胶、阵列溅镀机、尾气处理等	金属冶炼、化工能源等领域的助燃剂、氧化反应等，以及医疗、潜水等领域的呼吸供给
氢气	化学气相沉积环节和光刻环节	金属冶炼、机械制造、化工能源、食品加工等领域的还原气、保护气、燃料、氢化反应原料气等
氩气	深紫外光刻激光器的沉积和蚀刻环节，以及清洗芯片结构中的碎屑；在半导体材料制备中用作保护气	金属冶炼和有色金属焊接保护气、光电管和中空玻璃等填充气、医疗高频氩气刀等
二氧化碳	浸没光刻环节，也可用于低温清洗应用以及去离子水处理	食品保鲜、饮料碳化品、合成化工、低温运输、灭火剂，冷却剂等

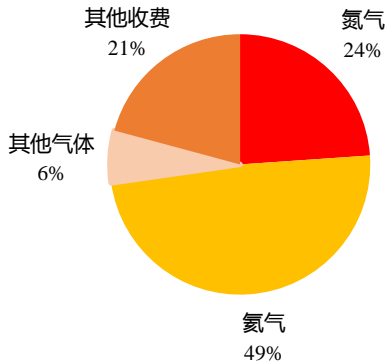
# 1.1 国内电子大宗气体龙头，供货本土一线半导体厂商

◆电子大宗气体为公司主要收入来源，具体以氦气&氮气为主。1) 电子大宗气体：2020-2024年公司电子大宗气体收入占比稳步提升，2025H1收入达到8.11亿元，同比+15.01%，占比提升至70.94%，主要得益于国内晶圆厂积极扩产，公司持续中标现场制气项目；以2022年为参考，氦气、氮气收入占比分别为48.83%、23.90%，合计72.73%。2) 通用工业气体：国内制造业疲软运行，钢铁、化工等制造业投资偏弱，公司通用工业气体收入增长较慢，2020-2024年CAGR为5.03%，2025H1收入占比降低至22.14%；以2022年为参考，氧气、氦气、氮气收入占比分别为35.51%、19.71%、18.02%，合计73.24%。

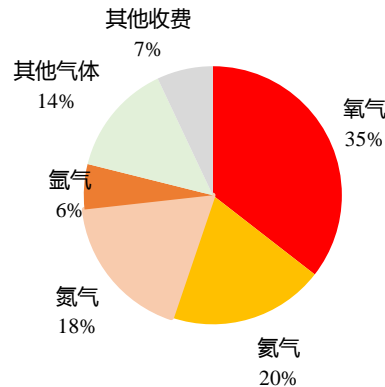
图：电子大宗气体成为公司核心业务，2025H1收入占比70.94%



图：电子大宗气体中，氦气&氮气贡献主要收入（2022年数据）



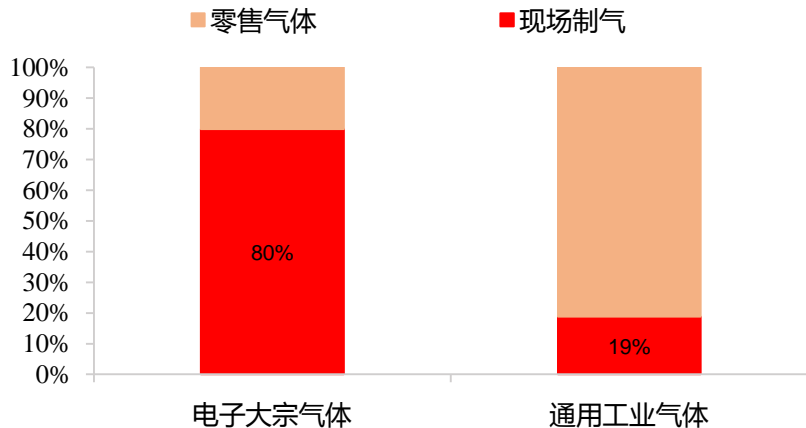
图：通用工业气体中，氧气&氦气&氮气贡献主要收入（2022年数据）



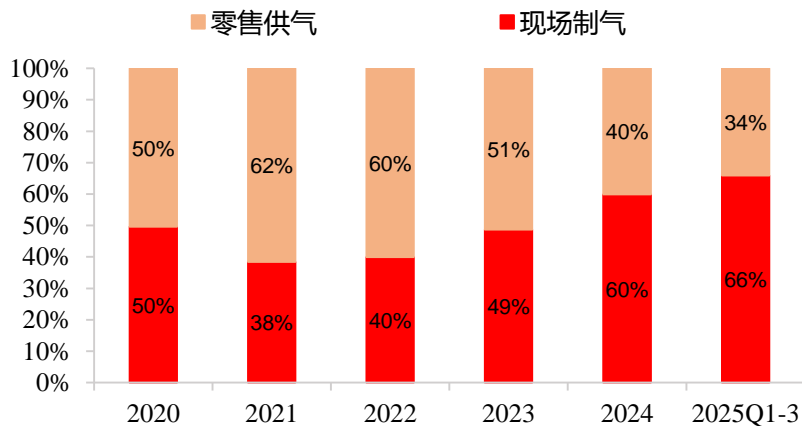
# 1.1 国内电子大宗气体龙头，供货本土一线半导体厂商

◆公司电子大宗气体、通用工业气体分别以现场制气、零售供气为主。1) 现场制气：①对于用气规模大且需求稳定的客户，公司在客户现场建设大宗气站，气站由公司拥有并运营，通过管道直接向客户工厂供气，合同期限通常为15年，收费包括固定费用+变动气费。②晶圆制造、显示面板行业集中度高，单一工厂规模大，用气需求极大且稳定，并对气体纯度要求高，因此现场制气是电子大宗气体供应的主要模式，可节省液化、运输、装卸、汽化等成本。2) 零售供气：①公司将自建工厂生产的气体经过液化或充装后，通过专用车辆向客户运送，合同期限一般3-5年，期满后自动以2-5年为期续展。②通用工业行业通常较为分散，单一工厂用气需求较小且波动，并对气体纯度要求低，气体供应以零售供气为主。

图：2025Q1-3公司各项业务收入按照业务模式拆分  
电子大宗气体、通用工业气体分别以现场制气、零售供气为主



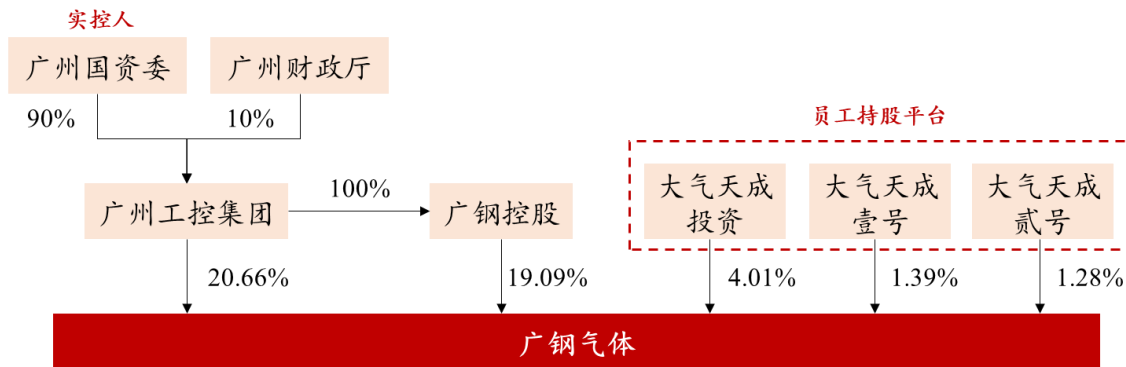
图：随着公司电子大宗气体收入占比提升，业务模式层面，现场制气模式成为公司收入的主要来源



## 1.2 背靠国资实现并购，核心员工充分激励

- ◆**背靠广州国资委，股权结构集中稳定。**截至2025Q3末，广州工控集团为公司第一大股东，直接持有公司股份20.66%，并通过广钢控股间接持有股份19.09%，总计持股比例为39.75%。公司实际控制人为广州国资委，通过广州工控间接持股35.78%。
- ◆**股权激励激发员工积极性，已设立三个员工持股平台。**2019年，作为混合所有制改革的核心举措，公司启动员工股权激励计划，通过大气天成投资、大气天成壹号、大气天成贰号三个平台实施，覆盖约101名管理层及核心骨干，合计持股比例约6.68%。

图：公司为国资背景，股权结构集中，设立三个员工持股平台（截至2025Q3末）



## 1.2 背靠国资实现并购，核心员工充分激励

◆正是依托于国资背景，公司并购完善电子大宗气体业务布局。2020年公司以7.35亿元，收购林德气体和普莱克斯合并时，因反垄断审查而剥离的氦气资源（9000万标准立方英尺，耗资1.45亿元），以及林德在四家广东合资公司中持有的50%股权（耗资5.9亿元）。该收购事件的具体意义为：**1）在电子大宗气体领域加速渗透**：公司补齐氦气这一关键的电子大宗气体品种，成为国内最大的氦气进口商；将广州广钢、深圳广钢、粤港气体、珠江气体整合到体内，其中广州广钢、深圳广钢均主营电子大宗气体，奠定了在大宗气体领域竞争优势。**2）在通用工业气体领域加强区位优势**：公司收购的四家公司均在粤港澳大湾区深耕多年，有利于公司后续获得更多优质客户。

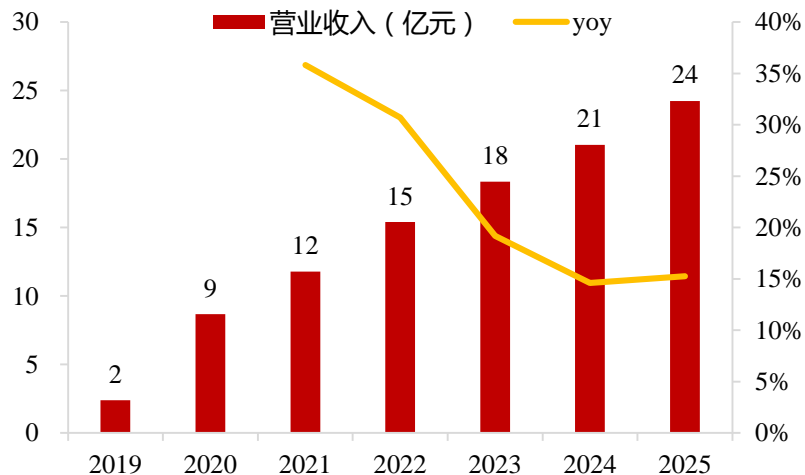
图：收购四家广东公司具体业务情况

公司名称	设立时间	所属业务板块	2019年营收 (亿元)	2019年净利润 (亿元)	成立时的业务范围	收购前的业务范围
广州广钢	2004年	电子大宗气体、通用工业气体	4.33	0.85	2004年，为响应广州南沙区政府招商引资政策，广钢集团计划在南沙区新设气体生产基地，与中外合作方合资设立广州广钢，主要配套服务广州JFE钢板公司	除持续为广州JFE钢板配套供气外，陆续新增产能成为综合型区域气体公司
深圳广钢	2012年	电子大宗气体-现场制气	1.30	0.27	2011年，广钢集团与林德气体合作中标华星光电T1/T2现场制气项目，2012年在项目地新设子公司作为运营主体	持续为华星光电配套供气
珠江气体	1995年	通用工业气体-现场制气	0.27	0.07	基于粤港气体的良好合作，1995年，双方共同设立了珠江气体，配套服务珠江钢铁厂	随着珠江钢铁厂2010年停产，珠江气体逐步转型瓶装气充装业务，但业务规模很小，以内部服务广州广钢业务为主
粤港气体	1991年	通用工业气体-现场制气	随着广州钢铁厂2013年停产，粤港气体不再对外开展生产经营活动		90年代初期，广钢集团为引进国际先进气体生产技术，与林德气体成立了国内首批中外合资的气体公司，配套服务广州钢铁厂	-

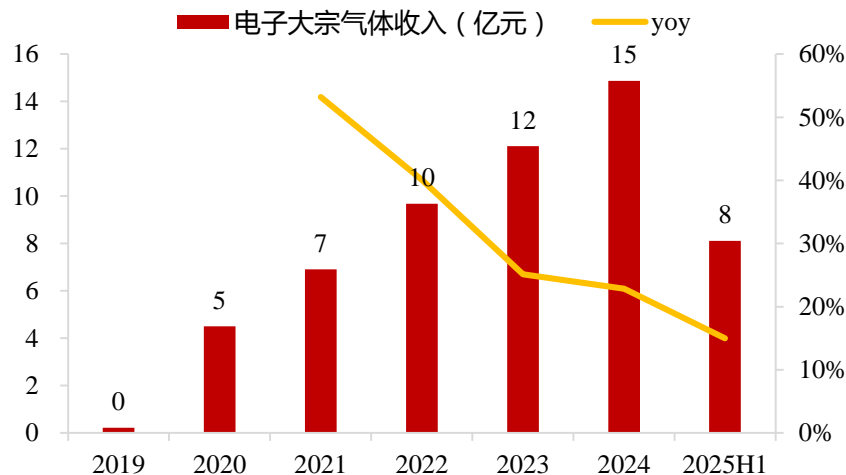
# 1.3 电子大宗气体收入快速增长，利润拐点已经出现

◆电子大宗气体快速放量，驱动公司营收规模持续扩张。1) 2020年公司收购林德气体的氦气资源以及其所持有的广东省内4家合资气体公司50%股权，并表后当年实现收入8.67亿元，同比+260.51%。此后快速扩张，2020-2025年公司营收CAGR达到22.83%，2025年达到24.24亿元，同比+15.26%。2) 进一步拆分，2021年以来公司集成电路电子大宗气体快速突破，中标晶集成、长鑫存储等本土头部晶圆厂，相关收入快速增长，2020-2024年电子大宗气体收入CAGR达到34.78%，高于同期营收增速，2025H1电子大宗气体实现收入8.11亿元，同比+15.01%，成为公司营收持续增长核心驱动力。

图：2020-2025年公司收入CAGR为22.83%



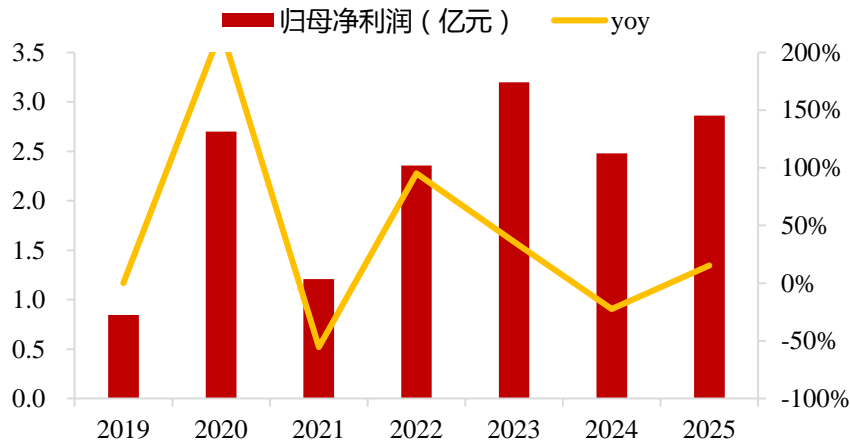
图：2020-2024年公司电子大宗气体业务收入CAGR为34.78%



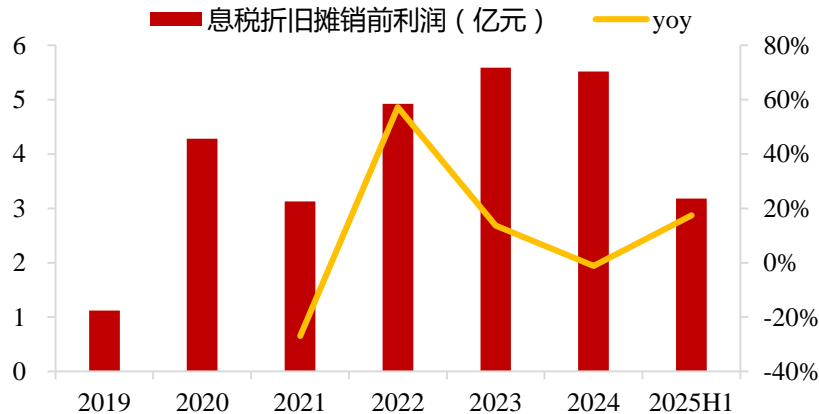
# 1.3 电子大宗气体收入快速增长，利润拐点已经出现

◆折旧摊销等影响利润端表现，EBITDA呈现稳步提升态势。1) 不同于营收端快速提升，2020-2025年归母净利润出现一定波动，2021/2024年甚至出现下滑，主要系电子大宗气体项目大幅增加导致的折旧摊销费用、氦气市场价格大幅下滑等影响，2025年公司实现归母净利润2.86亿元，同比+15.39%，业绩拐点出现。2) 由于电子大宗气体项目业务的特殊性，把EBITDA作为利润端观测指标表征公司盈利情况更为合理，2021-2024年公司EBITDA呈上升趋势，2025H1公司EBITDA达到3.18亿元，同比+17.43%。

图：2025年公司归母净利润同比+15.26%



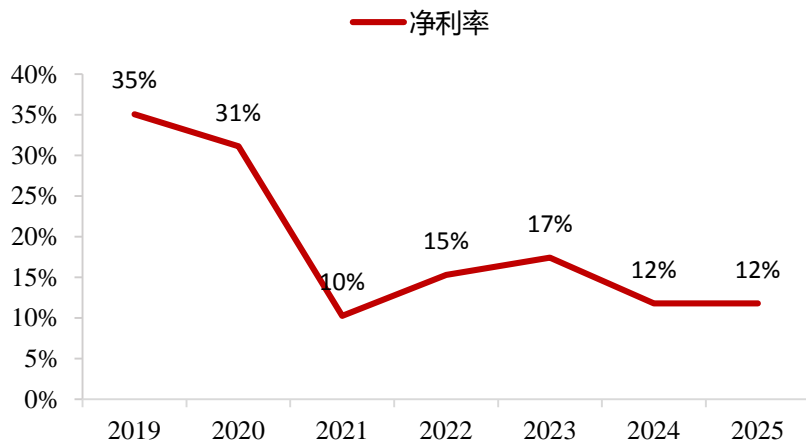
图：2025Q1-3息税折旧摊销前利润同比+17.43%



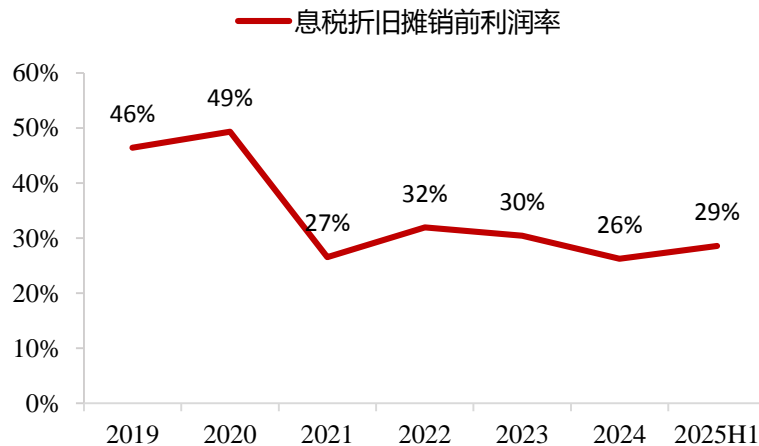
# 1.3 电子大宗气体收入快速增长，利润拐点已经出现

◆进一步分析，2021-2025年公司净利率稳为10.24%、15.29%、17.41%、11.79%、11.80%；2021-2025H1公司EBITDA净利率为26.56%、31.94%、30.45%、26.25%、28.56%，整体上看，公司息税折旧前净利率稳定在25%以上，盈利水平表现较为出色。

图：2025年公司净利率为11.80%，同比持平



图：25H1公司EBITDA利润率为28.56%，同比+0.70pct

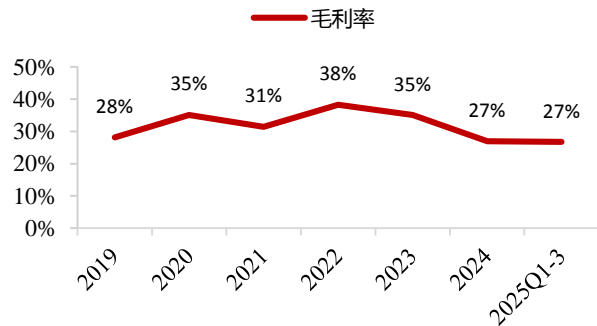


# 1.3 电子大宗气体收入快速增长，利润拐点已经出现

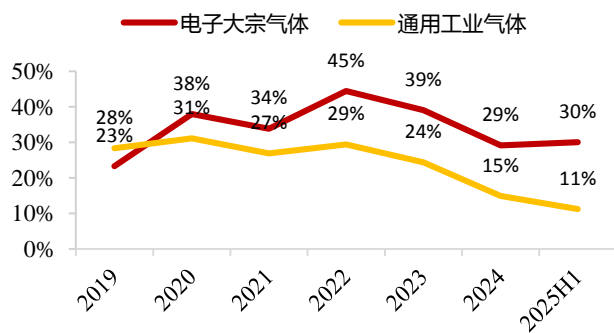
◆**毛利端**：1) 2020-2023年公司毛利率高达35.14%、31.45%、38.27%、35.06%，整体表现出色，2024年公司毛利率26.92%，同比-8.14pct，主要系氦气价格大幅下降所致，2025Q1-3公司毛利率为26.71%，同比-1.22pct，随着氦气价格拐点出现，看好后续毛利率不断修复。2) 分产品来看，电子大宗气体毛利率显著高于通用工业气体：电子大宗气体业务中，现场制气模式占比高，客户分担部分水电、运输等成本费用，尤其集成电路技术门槛较高，且高毛利氦气产品占比较高。

◆**费用端**：2020-2024年公司期间费用率从18.65%降至14.26%，2025Q1-3间费用率为9.96%，同比-4.39pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-0.61/-2.44/+0.77/-1.28pct，主要系新项目产能利用率提升，规模效应显现。

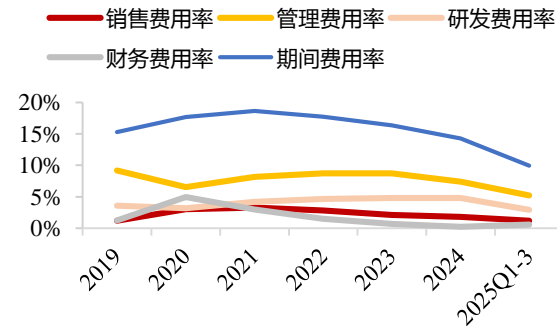
图：25Q1-3毛利率26.71%，同比-1.22pct



图：电子大宗气体毛利率显著高于通用工业气体



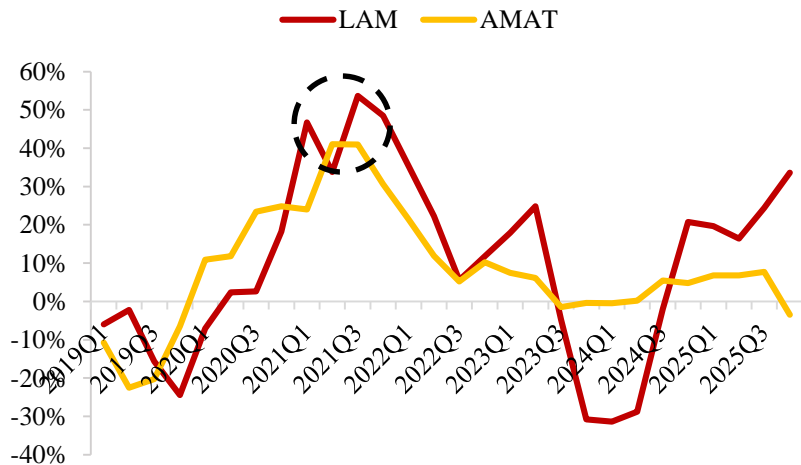
图：2021年以来公司期间费用率持续下降



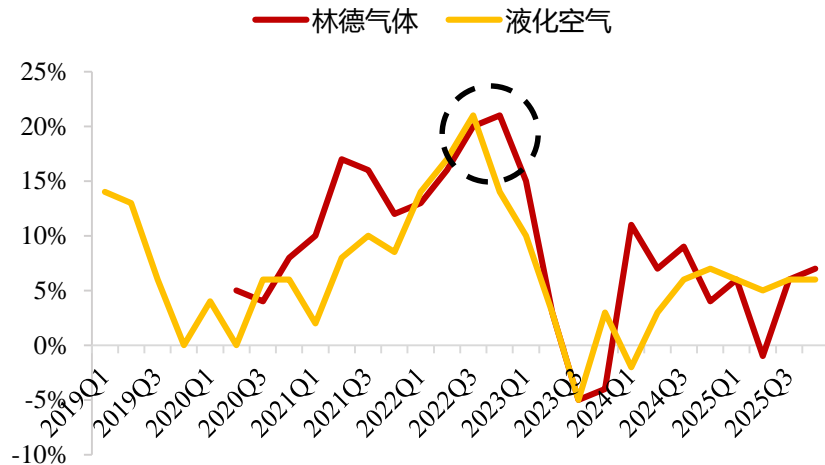
# 1.4 随着项目持续投产，公司业绩有望加速向上

◆**复盘历史，电子大宗气体业绩滞后于前道设备表现。**以全球上一轮半导体行业景气高峰为例，2021年LAM、AMAT等半导体设备公司收入增速率先达到顶点，反映出下游资本开支的集中释放；而林德气体、液化空气等电子大宗气体公司的电子领域收入增速，则延迟至2022H2才攀升至顶峰，业绩放量相对设备环节具有滞后性，主要于产能释放有关。

图：2021年半导体设备公司LAM/AMAT收入增速到达顶峰  
(各公司收入同比增速)



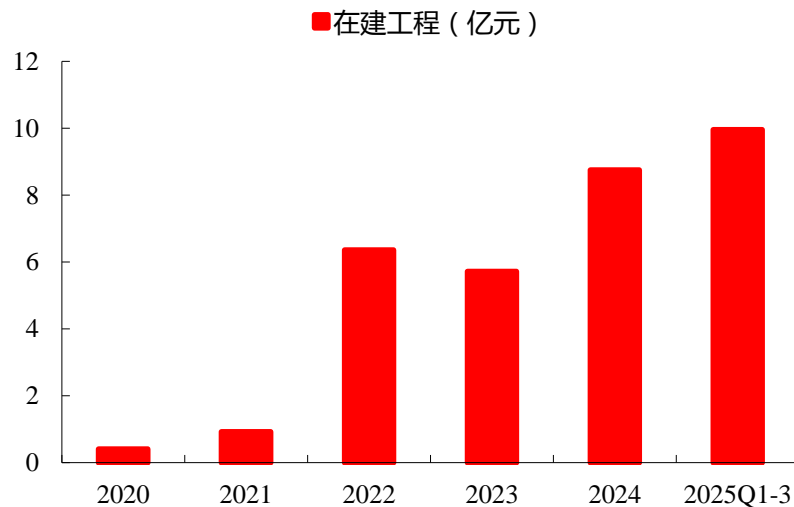
图：林德气体、液化空气业绩放量相对于设备公司延迟至2022H2  
(各公司电子领域收入同比增速)



## 1.4 随着项目持续投产，公司业绩有望加速向上

◆在建工程可以表征公司电子大宗气体项目订单情况，2020-2025Q1-3公司在建工程项目持续快速提升，由0.41亿元提升至9.96亿元，参考历史项目，公司电子大宗气体项目中标-投产需2年，投产-稳定用气需2年。2022-2025年，国内晶圆厂积极扩产，公司连续中标多个大型项目。基于此，随着原有项目产能爬坡+新项目建成投产，公司未来中期业绩快速放量确定性高。

图：2020-2025Q1-3公司在建工程快速提升

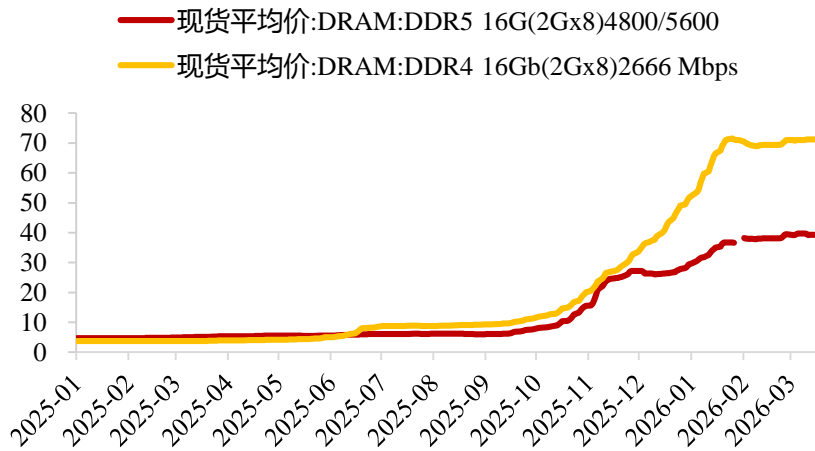


- 一 本土电子大宗气体龙头，业绩拐点已经出现
- 二 自主可控+景气周期共振，大陆晶圆制造大扩产来临
- 三 电子大宗气体成长逻辑出色，公司充分受益存储/先进逻辑扩产
- 四 投资建议与风险提示

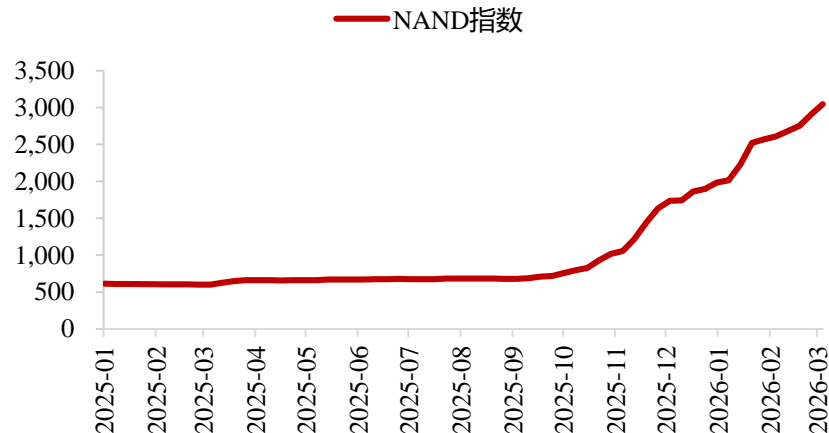
## 2.1 AI驱动存储超级周期，中国大陆存储扩产空间超十倍

◆AI训练和推理驱动下，DRAM和NAND需求大幅提升；此外2025H1原厂减产去库，且转向DDR5、HBM等高端产品、挤占DDR4等旧制程产能，使得存储价格全面上涨，全球存储超级周期出现。1) 2025年初至今DDR4/DDR5价格涨幅强势，尤其9月以来价格加速攀升，截至2026/3/10，DDR4/DDR5主流型号现货平均价格分别为71/39美元，较2025年初涨幅分别为1788%/740%；2) NAND价格涨幅同样明显：截至2026/3/10，中国闪存市场NAND指数为3046，较2025年初上涨396%。

图：DDR4/DDR5颗粒主流型号现货价格（美元）



图：中国闪存市场NAND指数



## 2.1 AI驱动存储超级周期，中国大陆存储扩产空间超十倍

◆存储全面转向卖方市场，2026年大厂涨价持续。1) 原厂动作：三星、SK海力士已向客户发布通知，宣布2026Q2涨价，其中DDR5颗粒价格统一上涨约40%，部分存储产品价格涨幅高达100%，美光、闪迪等大厂同步推进涨价；2) 价格预测：服务器存储需求显著增加，而产能结构性转移（原厂重心均在高端产品），导致手机、电脑等存储供应趋紧，共同推动价格继续全面上涨。根据TrendForce预测，2026年一季度，一般型DRAM涨价55-60%，HBM涨价50-55%，NAND涨价33-38%。

表：2026年全球存储大厂涨价延续

	2026年涨价动作
三星、SK海力士	已向客户发布通知，宣布2026Q2继续涨价，其中DDR5颗粒价格统一上涨约40%，部分存储产品价格涨幅高达100%
美光	HBM4定价预计较HBM3E高出30%-50%
闪迪	已正式发布涨价函，宣布自2026年4月1日起，全线产品价格将上涨超过10%

表：TrendForce存储芯片价格预测

	25Q4	26Q1
DRAM	一般型DRAM：涨价45-50% HBM：涨价50-55%	一般型DRAM：涨价55-60% HBM：涨价50-55%
NAND	涨价33-38%	涨价33-38%

## 2.2 AI驱动存储超级周期，中国大陆存储扩产空间超十倍

◆展望价格上涨后续，确定性的景气需求将进一步传导至扩产环节。1) 需求持续景气：AI驱动下，除了数据中心需求迅速增长外，端侧AI应用也使得PC与智能手机单机存储需求提升，整体存储需求有望持续景气；2026年3月美光与大客户签署首份五年期战略客户协议（SAC），也可反映需求确定性。2) 存储厂扩产：过去存储厂扩产纪律性较强，资本开支较为保守，本轮周期中，存储价格上涨对原厂盈利水平提升的效应将逐步边际减弱，需求高涨情况下，存储厂开始加速扩产。三星、美光、SK海力士2026年资本开支计划均同比大幅提升，重点投向HBM、企业级SSD等高附加值产品。

表：2026年全球存储大厂资本开支同比大幅提升，加速扩产

	2025年资本开支	2026年资本开支计划
三星	604亿美元	2026年计划投入 <b>733亿美元</b> 用于资本支出和研发，大部分资金将集中于芯片业务的设备解决方案（DS）部门。
美光	138亿美元	2026年资本支出计划上调50亿美元至 <b>250亿美元</b> ，2027年资本支出将继续大幅增长，超过 <b>350亿美元</b> ，以支持与HBM及DRAM相关的投资。
SK海力士	169.7亿美元	2026年资本开支计划 <b>290亿美元</b> ，核心投向HBM与传统DRAM业务。

## 2.1 AI驱动存储超级周期，中国大陆存储扩产空间超十倍

◆自主可控是过去几年中国大陆存储扩产的核心逻辑，我们预计目前长江存储、长鑫存储全球的份额仍不足10%。短期来看，我们认为长鑫、长存IPO上市，融资利好后续扩产，我们中性预计2026年国内两存合计扩产10-12万片，有望聚焦4XX、HBM等先进产品，单位投资金额有望大幅提升，总资本开支超过160亿美元，CAPEX同比大幅提升。

表：我们预计2026年两存合计扩产10-12万片，总资本开支约155-180亿美元

2026年国内存储厂商扩产规划					
NAND Flash					
长江存储 (3D NAND为主)	项目	制程	产能 (万片/月)	单万片投资额(亿 美元)	总资本开支 (亿美元)
	武汉三期	4XX	5-6	14	70-84
	合计			5-6	-
DRAM					
长鑫存储 (3D DRAM为主)	项目	制程	产能 (万片/月)	单万片投资额(亿 美元)	总资本开支 (亿美元)
	合肥/北京	1X	2-3	12	24-36
	上海	1Y/HBM	3-4	15	45-60
	合计			5-6	-

## 2.1 AI驱动存储超级周期，中国大陆存储扩产空间超十倍

◆2026年海外存储产能全部售罄/锁定，国内存储芯片需求缺口比海外更严峻，中国大陆存储扩产迎来景气度周期共振。1) 海外售罄：根据三星、SK海力士及美光法说会，均表示2026年HBM售罄，其中SK海力士表示DRAM和NAND订单也已锁定；2) 国内缺口扩大：2025年中国大陆存储芯片需求占比高达31%，而两存供给占比仅为9%（考虑金额更低），当前大陆存储自给率仅为29%，且并未考虑海外存储产能售罄，中国大陆相关企业优先级靠后，大陆存储缺口比海外更加严峻，扩产意愿更加迫切。

表：2026年三星、SK海力士、美光等HBM产能全部售罄

公司	2026年产能状态	未来规划
三星电子	2026年产能已售罄，正在评估进一步扩产	正在向所有客户扩展HBM3E销售，并已落实HBM4的生产规划
SK海力士	已基本完成2026年HBM4的供应洽谈；2026年的DRAM和NAND客户需求也已全部锁定	计划在2025年第四季度启动HBM4的初步发货，HBM是未来核心动力
美光科技	2026年规划的HBM产能接近全部售出，大部分客户已就供应量和价格达成协议	正在深入协商HBM4的采购，预计很快将完成2026年全部产能的预订

表：我们测算中国大陆存储芯片自给率仅为28.5%

中国大陆存储芯片缺口测算	
供给侧（单位：万片/月）	2025年
全球DRAM产能	197
全球NAND产能	200
全球存储产能	397
其中中国大陆：	
长江存储	15
长鑫存储	20
两存合计产能	35
<b>两存供给占比</b>	<b>9%</b>
需求测（单位：亿美元）	2025
全球存储芯片市场规模	2116
中国存储芯片市场规模	654
<b>中国存储芯片需求占比</b>	<b>31%</b>

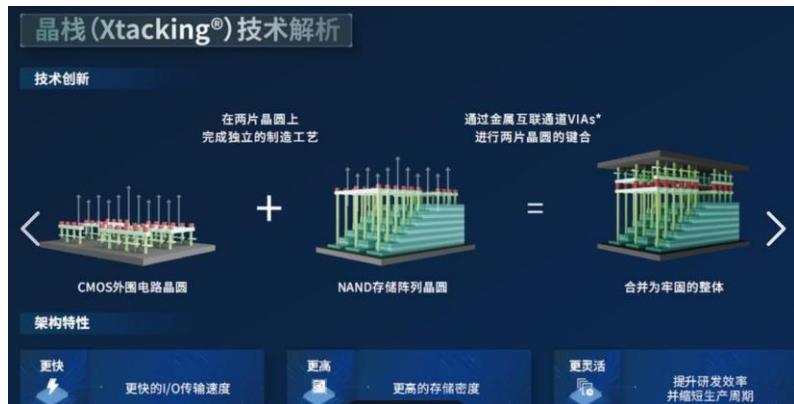
## 2.1 AI驱动存储超级周期，中国大陆存储扩产空间超十倍

◆相比于先进逻辑，大陆存储具备全球竞争力，海外扩产意愿低、效率低，看好未来中国大陆成为全球存储产能核心增量：

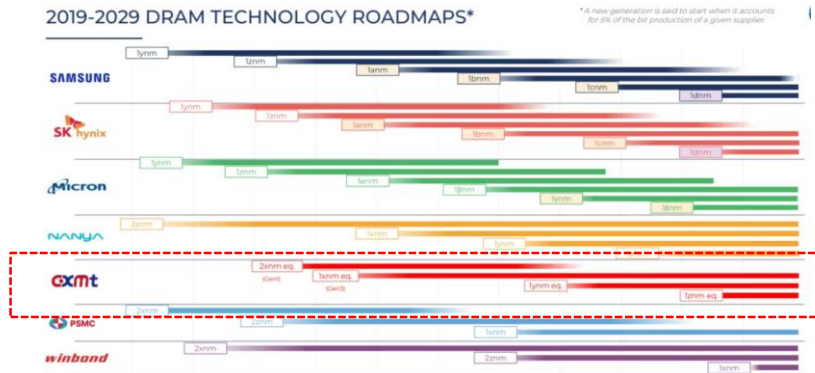
◆1) **长江存储**：传统3D堆叠随着层数增加，外围电路面积占比变大导致存储密度急剧下降，长存全球首创Xtacking混合键合技术，将外围电路置于存储单元之上，通过纳米级垂直互连，大幅提升I/O传输速度、存储密度和研发周期。2025年5月公司正式发布Xtacking4.0，I/O速度提升50%至3600MT/s，全球最高6-Plane并发吞吐量；密度提升49%，量产512Gb中密度最高。2025年3月三星签署付费使用Xtacking专利协议，以此进行下一代开发，长存已掌握技术标准主导权；

◆2) **长鑫存储**：2025年10月，公司正式推出LPDDR5X产品，在容量、速率、功耗上都有显著提升，最高速率达到10667Mbps，达到国际主流水平。从时间上来看，三星、SK海力士等厂商在2024年实现LPDDR5量产，长鑫已将追赶时间缩小至1年；根据Yole发布的2029年DRAM技术路线图，长鑫1y/1z制程将全面对标海外龙头。

图：Xtacking混合键合技术



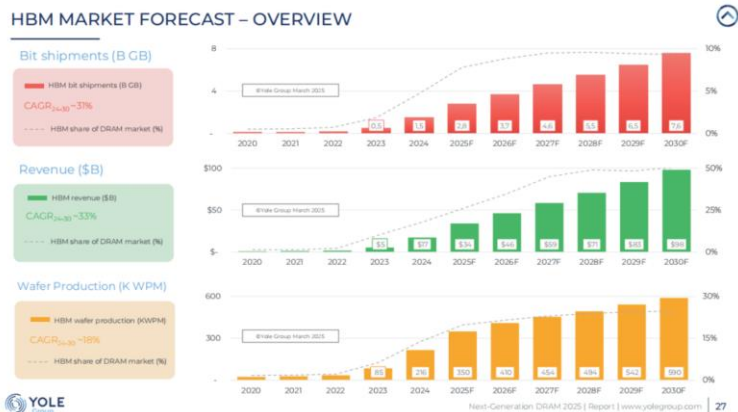
图：长鑫存储1y/1z技术追赶全球龙头水平



# 2.1 AI驱动存储超级周期，中国大陆存储扩产空间超十倍

◆AI驱动下我们保守估计全球存储芯片产能翻倍至800万片/月，假设中国大陆供给50%，中长期扩产空间超10倍。1) 需求端：截至2025年末，全球DRAM/NAND月产能为197/200万片，合计约397万片/月；仅GPT-5供需缺口达到43%/39%，若考虑全行业大模型，保守预计中期全球存储芯片产能至少翻倍至约800万片/月；2) 供给端：海外扩产纪律性强+效率慢，中国存储厂将成为后续全球产能主要贡献者，假设中国大陆供给50%产能（400万片/月），考虑到先进工艺节点升级带来的价值量提升，扩产的空间超过10倍。

图：预计2030年全球HBM产能达到59万片/月，当前为35万片/月



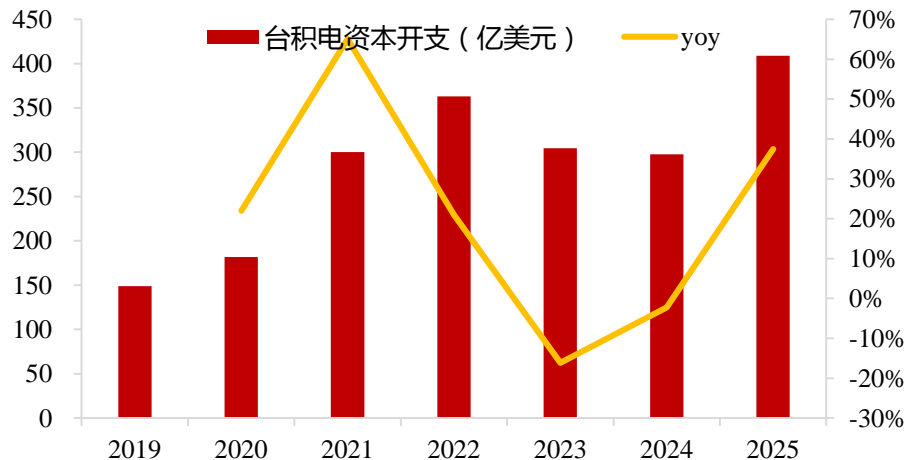
表：中国大陆中远期存储扩产空间至少10倍

中国大陆存储扩产空间测算（单位：万片/月）	
<b>需求端预测</b>	
2025年全球存储芯片产能	397
仅单一GPT-5对于DRAM/NAND需求缺口	40%+
<b>核心假设：</b>	
全球存储芯片需求增长幅度	100%+
中长期全球存储芯片需求量	800+
<b>供给端预测</b>	
<b>核心假设：</b>	
中国大陆供给占比份额	50%
中长期中国大陆存储芯片产能	400
2025年两存合计产能	35
中长期中国大陆存储扩产空间	1043%

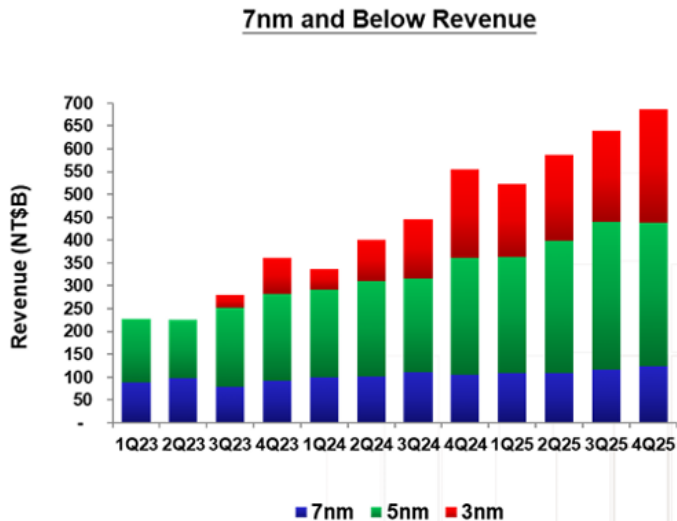
## 2.2 国产算力需求快速放量，大陆先进逻辑扩产空间巨大

◆AI驱动下，台积电资本开支继续上调，全球先进逻辑扩产来临。1) 资本开支上调：台积电2025年资本开支409亿美元，同比+37%；并指引2026年资本开支为520-560亿美元，超出市场预期，其中70%-80%将投向2nm/1.4nm先进制程的研发与产能建设。2) 3nm制程收入快速增长：2025年，台积电3nm/5nm/7nm收入分别为294/441/171亿美元，分别同比+81%/+44%/+12%，主要系英伟达、AMD等客户AI芯片订单需求强劲。3) 先进制程涨价：台积电自2026年起将对5nm以下制程的晶圆代工价格进行调整，涨幅预计8-10%，2nm涨幅预计50%左右，且涨价将持续到2029年。

图：2025年台积电资本开支同比+37%



图：2023Q3以来台积电3nm制程收入迅速增长



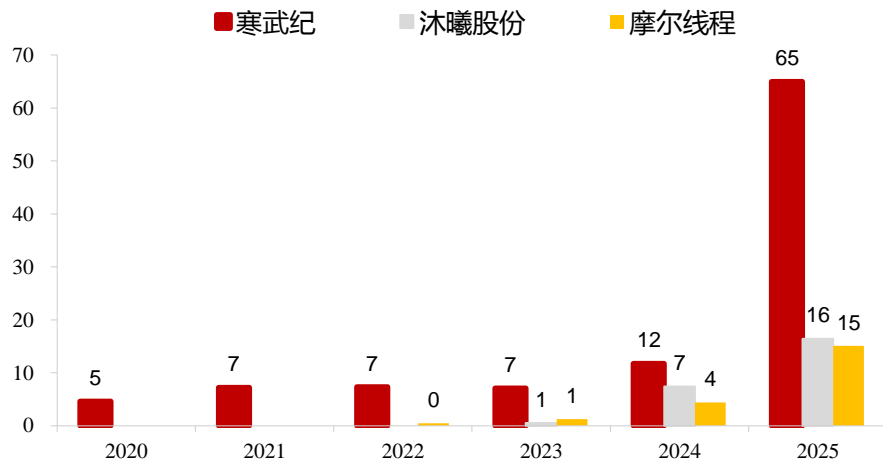
## 2.2 国产算力需求快速放量，大陆先进逻辑扩产空间巨大

◆国内互联网大厂AI算力军备竞赛，国产GPU厂商业绩爆发，反映短期国内先进逻辑需求高景气。字节2025/2026年均指引资本开支1600亿元，重点加码AI基建；阿里上调25-27年AI基建总投资至4800亿元（原值3800亿元）。AI算力爆发，叠加自主可控需求，国产GPU业绩迎来爆发式增长，2025年寒武纪/沐曦/摩尔线程收入同比+453%/+121%/+243%。

表：国内阿里、腾讯、字节等大厂持续高强度投入AI建设

	2024年	规划
字节	800亿元	2026年指引1600亿元
阿里	725亿元	2026-2028年AI基建投入从3800亿元上调到4800亿元，年均1600亿元
腾讯	768亿元	预计占收入的低两位数百分比

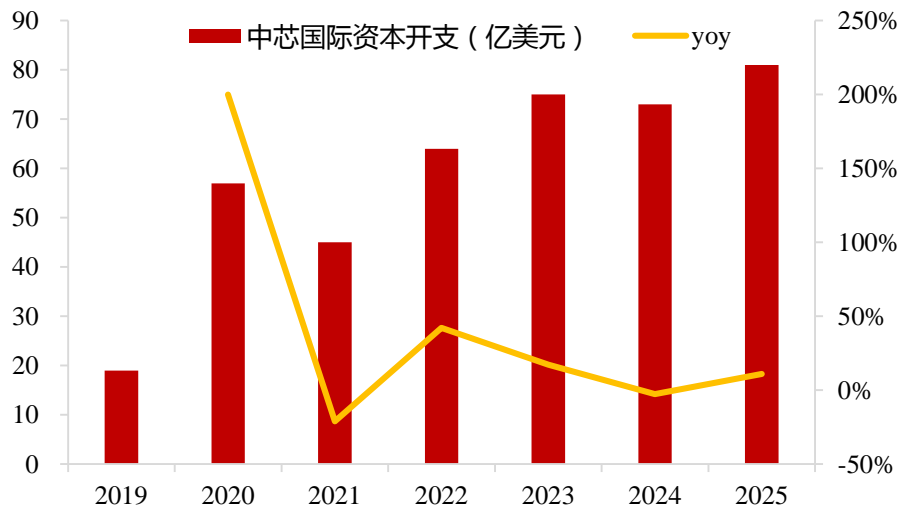
图：2025年寒武纪/沐曦/摩尔线程收入同比+453%/121%/243%



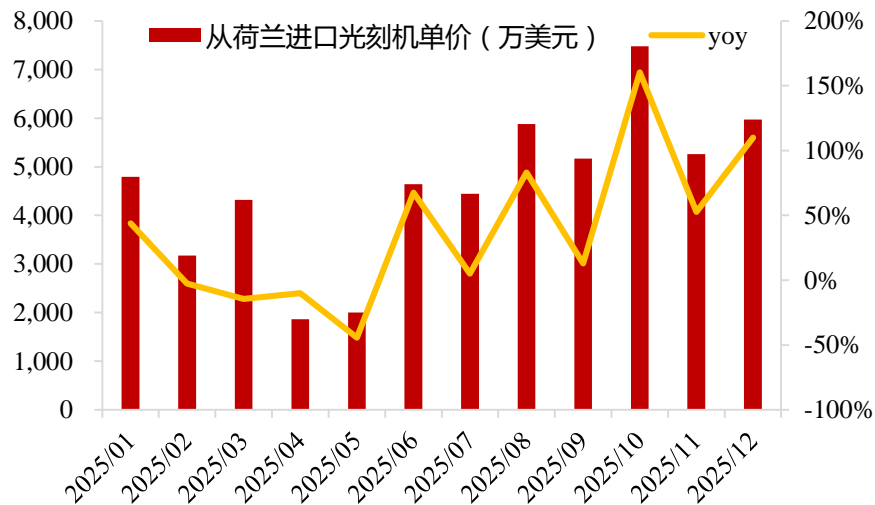
## 2.2 国产算力需求快速放量，大陆先进逻辑扩产空间巨大

◆2025年大陆光刻机进口单价提升，乐观指引大陆先进逻辑扩产。1) 中芯国际：2025Q4中芯国际产能利用率已达96%，8英寸产能超满载，12英寸接近满载，反映扩产紧迫性。2025年中芯国际资本开支81亿美元，同比+11%，并指引2026年同比持平，继续维持高位。2) 光刻机进口单价大幅提升：根据海关总署，2025年我国进口光刻机单价0.47亿美元，同比+37%，2025M10/M11/M12进口单价同比+160%/+53%/+110%，光刻机单价大幅提升，同样对大陆先进逻辑扩产有较强指引。

图：2025年中芯国际资本开支同比+11%



图：2025年中国进口荷兰光刻机均价同比+37%



## 2.2 国产算力需求快速放量，大陆先进逻辑扩产空间巨大

◆除了中芯国际外，2023Q4北京国资体系主导成立永芯科技、北电集成，注册资本分别高达235、200亿元，其他先进逻辑晶圆厂扩产存在较大预期差。其中，永芯科技为炎宏科技全资子公司，实控人为北京经开区财审局。北电集成实控人为北京国资委，第一大股东为燕东微，直接持股25%；第二大股东亦庄科技直接持股20%；第三大股东亦庄国投直接间接持股比例总计15%。

图：永芯科技股权架构



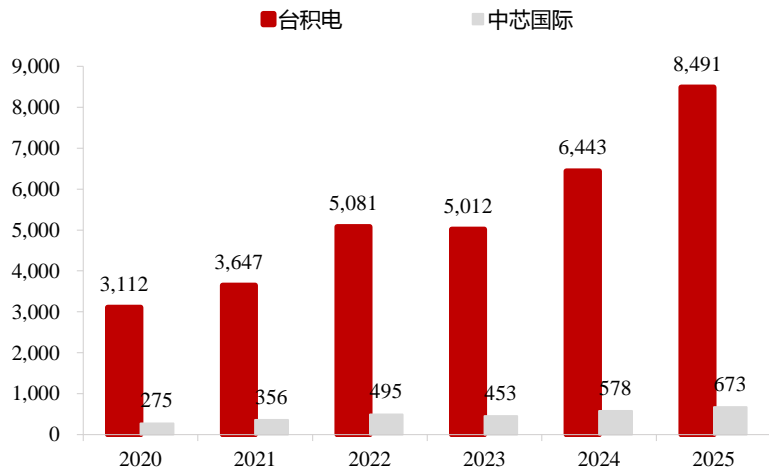
图：北电集成股权架构



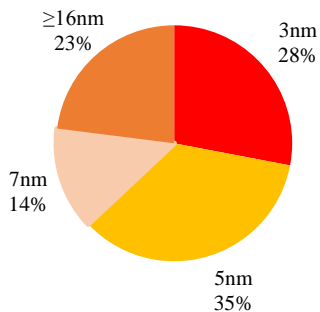
## 2.2 国产算力需求快速放量，大陆先进逻辑扩产空间巨大

◆对比海外，大陆先进逻辑存在显著差距，中长期大陆先进逻辑扩产空间巨大。1) 2025年台积电实现收入8491亿元，为中芯国际的13倍；2025Q4台积电占全球晶圆代工市场份额70%，中芯国际仅为5%。2) 先进制程：2025Q4台积电7nm及以下收入占比77%，3nm已实现大规模量产且2nm也开始量产；中芯国际最先进的量产节点为等效7nm，5nm工艺小规模试产，在先进制程研发上落后约2-3代，华虹半导体收入也主要来源于成熟制程。

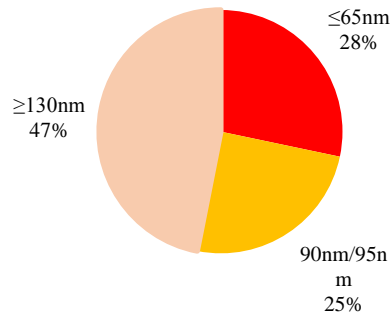
图：中芯国际营收对比台积电存在显著差距（亿元）



图：25Q4台积电收入结构



图：25Q4华虹半导体收入结构



一

本土电子大宗气体龙头，业绩拐点已经出现

二

自主可控+景气周期共振，大陆晶圆制造大扩产来临

三

电子大宗气体成长逻辑出色，公司充分受益存储/先进逻辑扩产

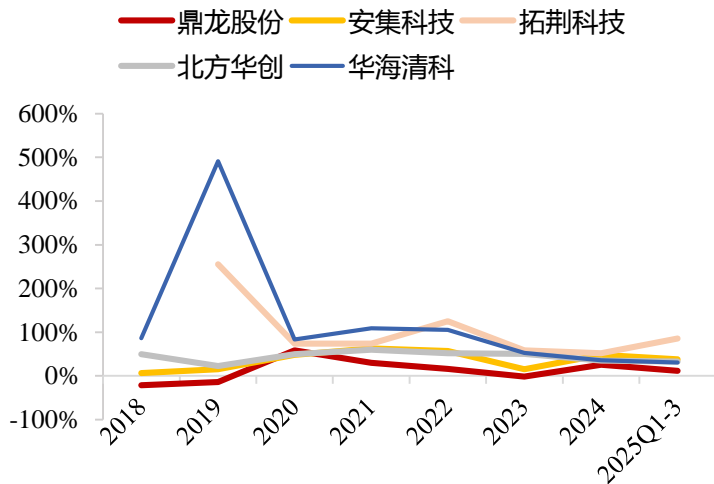
四

投资建议与风险提示

### 3.1 电气大宗气体具备出色逻辑，且竞争格局较为集中

◆众所周知，半导体材料种类繁多，国产替代爆发性不如前道设备。2020-2024年半导体材料公司鼎龙股份/安集科技收入CAGR为16%/44%，显著低于设备公司拓荆科技/北方华创/华海清科CAGR 75%/49%/70%，核心原因在于：1) 半导体材料公司产品种类多，认证周期长，需逐一突破不同品类并完成客户验证；2) 半导体材料OPEX属性强，需求随客户产能爬坡而逐步增长，同时与晶圆厂稼动率相关。

图：2018年以来，半导体材料公司鼎龙、安集营收增速显著低于设备公司



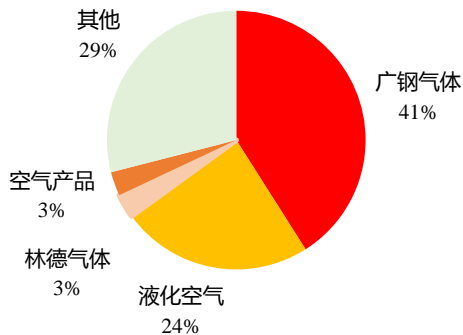
图：鼎龙、安集业绩爆发性弱核心在于材料种类繁多

公司	主营产品类别	具体产品
鼎龙股份	CMP工艺材料	CMP抛光垫、CMP抛光液、清洗液、钻石碟等
	高端晶圆光刻胶	KrF光刻胶、浸没式ArF光刻胶等
	半导体显示材料	YPI（聚酰亚胺前驱体）、PSPI（光敏聚酰亚胺）、TFE-INK（薄膜封装墨水）等
	半导体先进封装材料	临时键合胶、封装光刻胶、半导体封装PI（聚酰亚胺）等
安集科技	化学机械抛光液（CMP）	铜及铜阻挡层抛光液、介电材料抛光液、钨抛光液、基于氧化铈磨料的抛光液、衬底抛光液等
	功能性湿电子化学品	刻蚀后清洗液、光刻胶剥离液、抛光后清洗液、刻蚀液等
	电镀液及添加剂	铜、镍、锡银等电镀液及添加剂等

### 3.1 电气大宗气体具备出色逻辑，且竞争格局较为集中

◆首先，在各类半导体材料中，电子大宗气体由于种类单一（氮气用量占比约75%），不像光刻胶等材料需逐一品类突破，电子大宗气体国产替代进展更快，一旦验证通过，能快速在头部客户中提升份额。以广钢气体为例，2024年在国内集成电路&半导体显示新建产能中，公司中标份额41%，对比光刻胶、光掩模等材料国产化率仍低于10%。

图：按新建产能中标率计算，2024年电子大宗气体国产化率已达40%+（左图）；  
对比光刻胶等材料国产化率仍低于10%（右表）



	国产化率
光刻胶	<5%
硅片	5%
SOI	5%
光掩模	<10%
cmp材料	<15%
靶材	20%
光刻胶辅助材料	25%
电子特种气体	30%

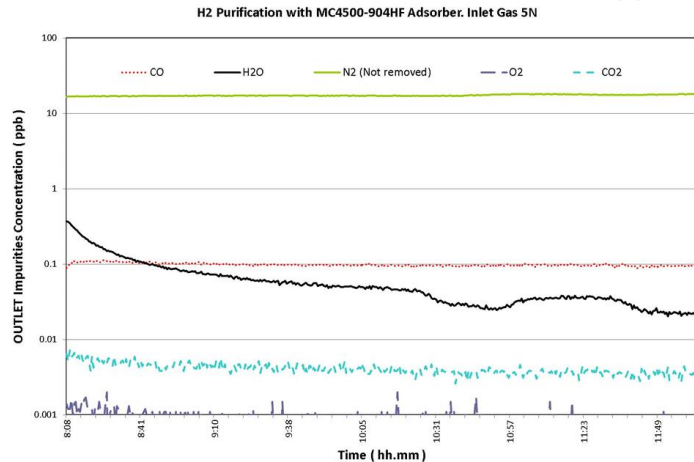
# 3.1 电气大宗气体具备出色逻辑，且竞争格局较为集中

◆ 电子大宗气体产品单一，不代表技术壁垒低，尤其先进制程对高纯度、高产能要求大幅提升。1) 目前气体杂质标准已从ppm级发展至ppb级，并向ppt级推进，本质是为了保障良率。①以氮气为例，成熟、先进制程纯度要求通常为6-7N、8-9N；②EUV光刻工艺中，气体污染物易被极紫外光分解，导致光学镜片的透射/反射性受到不可逆损坏，各类气体纯度通常需达到ppt级。特别注意的是：先进封装领域，随着互联间距缩减，气体杂质颗粒极易导致键合界面的空洞或分层，纯度通常也需控制在ppt级别。

表：以氮气为例，更先进制程对纯度要求更高

分类	制程节点与应用	纯度标准
通用工业级	-	4N
晶圆制造成熟制程	28nm及以上节点 应用：晶圆搬运、腔室吹扫、干燥等辅助工序	6N-7N
晶圆制造先进制程	14nm及以下节点 应用：光刻胶涂覆、原子层沉积、蚀刻等核心工序	8N-9N

图：以氢气为例，EUV工艺中，气体纯度需达到ppt级

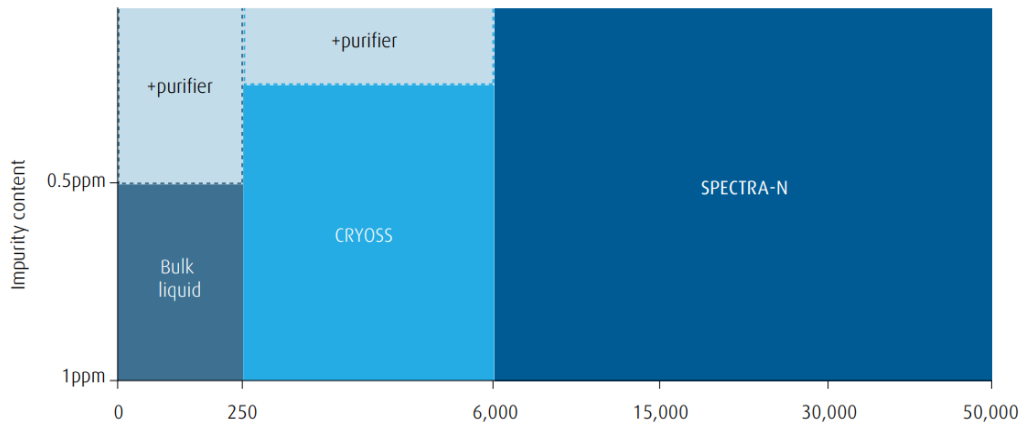


Impurity	Measured	Detection Limit (pptv)
Total Organic Contamination (as C <sub>2</sub> H <sub>6</sub> )	< LDL	1
Volatile Acids (as SO <sub>2</sub> )	< LDL	1
Volatile Bases (as NH <sub>3</sub> )	< LDL	4
Refractories (as HMDSO)	< LDL	1

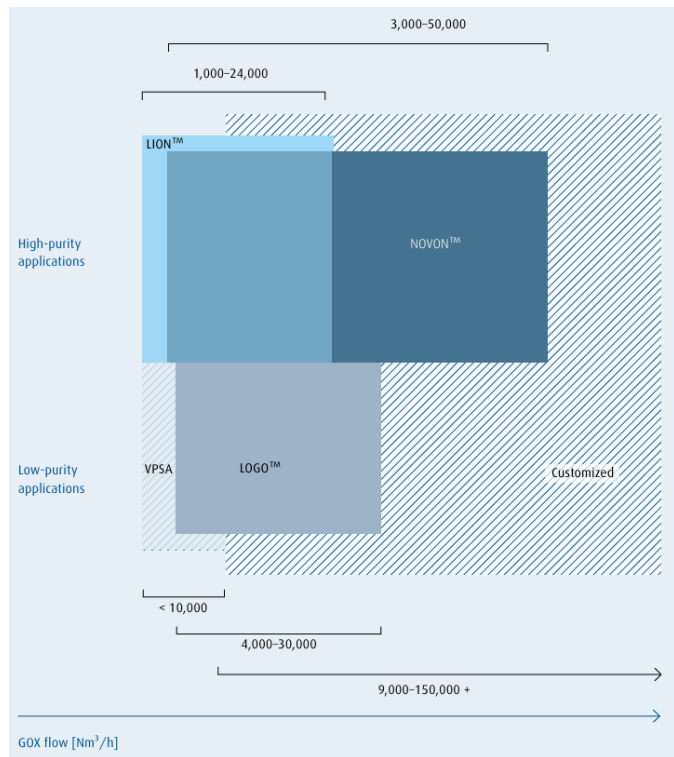
# 3.1 电气大宗气体具备出色逻辑，且竞争格局较为集中

◆2) 为满足先进制程高产能需求，林德气体等外资龙头陆续推出超高纯产品。以林德为例，推出SPECTRA™模块化装置，专为晶圆厂生产超高纯度、高流量氮气，气体杂质含量小于1ppb，流量7000-70000Nm<sup>3</sup>/h可满足大型先进晶圆厂高达50000Nm<sup>3</sup>/h的消耗需求，目前全球已安装超100套；针对晶圆厂氧气需求，推出高纯度的LION、NOVON模块化装置。

图：林德推出SPECTRA模块化装置，专为晶圆厂提供超高纯度、高流量的氮气



图：林德推出LION、NOVON模块化装置，专为晶圆厂提供高纯度氧气



# 3.1 电气大宗气体具备出色逻辑，且竞争格局较为集中

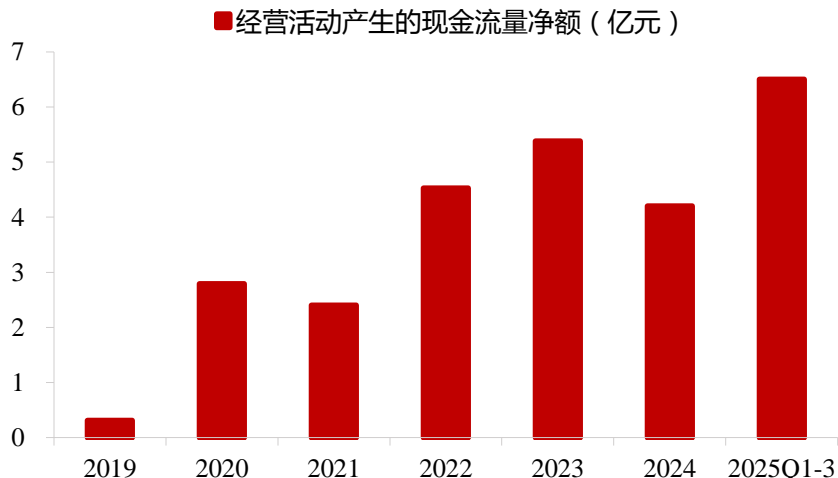
◆最后，电子大宗气体行业不止技术门槛较高，长期绑定晶圆厂，商业模式独特，是现金牛业务。电子大宗气体需确保365天×24小时不间断供应，纯度最高要求达9N，且在连续供应中纯度波动需控制在1ppb以内。为满足上述要求，其业务模式普遍采用现场制气，单一工厂只绑定一家气体供应商，合同期长达15年以上，通常不轻易更换供应商，这就导致了其出色的商业模式，电子大宗气体本质是现金牛业务，我们注意到2019年以来广钢气体经营性现金流表现出色。

◆正是技术门槛高+独特商业模式导致其市场竞争格局集中，目前全球电子大宗市场主要由林德气体、液化空气、空气化工、大阳日酸四大外资企业垄断，合计占据约80%的份额，二级市场仍存在一定认知差。

表：对比种类繁多的电子特种气体，电子大宗气体客户粘性强

项目	电子大宗气体	电子特种气体
气体种类	氮气占比75%，氦气/氧气/氢气/氩气/二氧化碳合计占比25%	260余种，单一品种用量小
供应稳定性	每年365天、每天24小时不间断供应	按批次供应
纯度要求	最高9N，甚至更高；连续供应气体纯度波动1ppb以内	最高6N
业务模式	现场制气为主，下游客户单个工厂/产线一般仅有一个供应商，合同期通常为15年甚至更长，合同存续期内基本无法更换	零售供气为主，单一供应商仅能供应少数种类气体，合同期限通常为3-5年，下游客户需面对众多特种气体供应商
竞争格局	林德气体、液化空气、空气化工、大阳日酸四大外资垄断，CR4约80%，集中度高	由于气体品种多，单一公司无法供应全部气体，因此参与者较多，行业集中度低

表：广钢气体经营现金流表现出色



## 3.2 公司深度绑定存储头部客户，先进逻辑客户取得突破

◆公司电子大宗气体在产品纯度、产能方面领先国内，全面对标外资龙头。公司自研形成了包括系统级制气技术、气体储运技术等在内的核心技术体系。1) 产品高纯度方面：公司自研Super-N系列中大型超高纯制氮装置，气体杂质含量1ppb以内，直接对标海外龙头；公司形成了4K温区超低温的储运、液氮冷箱预冷、液氮冷箱互充、氮气循环回收提纯等核心技术，氮气产品纯度同样达到1ppb以内，达到行业领先水平。2) 产品高产能方面：对于大规模的供气需求，公司与外资气体公司均开发了中大型超高纯制氮装置，“Super-N”系列制氮装置在5000Nm<sup>3</sup>/h及以上的供气量时，较外资气体公司7000Nm<sup>3</sup>/h的最低供气量更具有宽容量，满足客户多样化的用气需求。

表：氮气方面，广钢纯度全面对标外资水平

项目		国标超纯氮	重点新材料目录	外资气体公司	广钢
纯度		6N	9N	9N	9N
杂质含量	O2	≤100ppbv	<1ppbv	<1ppbv	<1ppbv
	H2	≤100ppbv	<1ppbv	<1ppbv	<1ppbv
	H2O	≤500ppbv	<1ppbv	<1ppbv	<1ppbv
	CO	≤100ppbv	<1ppbv	<1ppbv	<1ppbv
	CO2	≤100ppbv	<1ppbv	<1ppbv	<1ppbv
	THC	≤100ppbv (仅CH4)	<1ppbv	<1ppbv	<1ppbv

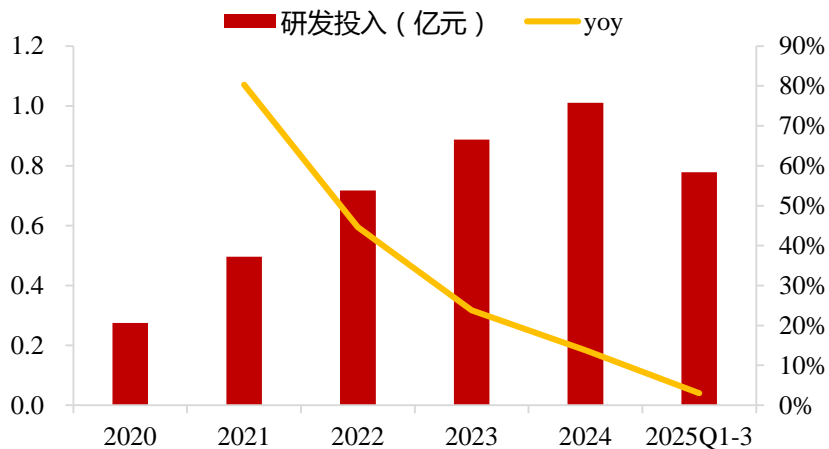
表：氮气方面，广钢电子大宗气体纯度远超国标最高要求，满足《重点新材料首次应用示范指导目录》全部要求

项目		国标超纯氮	重点新材料目录	广钢
纯度		6N	9N	9N
杂质含量	N2	≤100ppbv	<1ppbv	<1ppbv
	O2	≤100ppbv (包含Ar)	<1ppbv	<1ppbv
	H2	≤100ppbv	<1ppbv	<1ppbv
	H2O	≤200ppbv	<1ppbv	<1ppbv
	CO	≤100ppbv	<1ppbv	<1ppbv
	CO2	≤100ppbv	<1ppbv	<1ppbv
	THC	≤100ppbv (仅CH4)	<1ppbv	<1ppbv

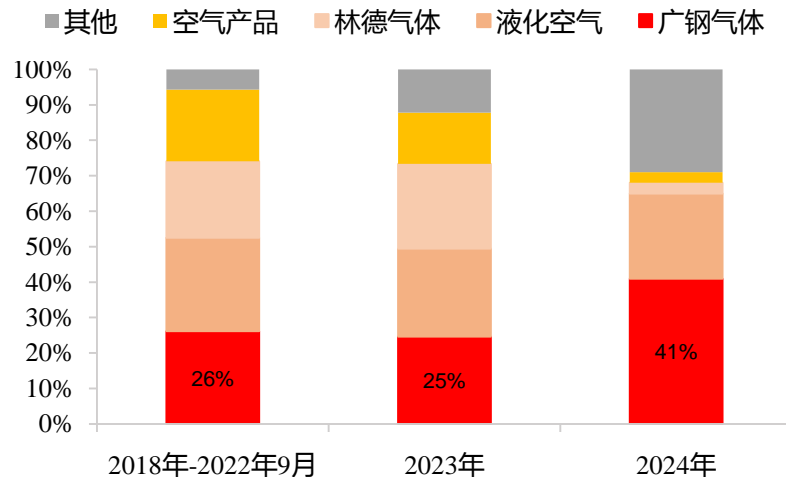
## 3.2 公司深度绑定存储头部客户，先进逻辑客户取得突破

◆公司持续加强研发投入，巩固竞争优势，正引领电子大宗气体国产替代。2020-2024年研发费用CAGR约38%，2025Q1-3研发投入7881万元，同比增长3%，巩固电子大宗气体竞争优势，2023年，在国内集成电路制造和半导体显示领域的新建现场制气项目中，公司中标产能占比25%，2024年大幅提升至41%，加速引领电子大宗气体国产替代。

图：广钢气体研发投入逐年增长



图：国内集成电路制造和半导体显示领域的新建现场制气项目中，广钢气体中标产能占比持续提升，2024年达到41%



## 3.2 公司深度绑定存储头部客户，先进逻辑客户取得突破

◆公司已服务众多国内一线半导体厂商，尤其深度受益于大陆存储/逻辑扩产。1) 存储：公司是存储本土核心电子大宗气体供应商，自2021年持续中标多个头部存储客户项目，且后续扩产有望继续占据绝大部分份额。2) 逻辑：公司积极对接本土先进逻辑客户，广钢气体成都电子超纯大宗气体项目正式落地，实现本土逻辑大客户突破。

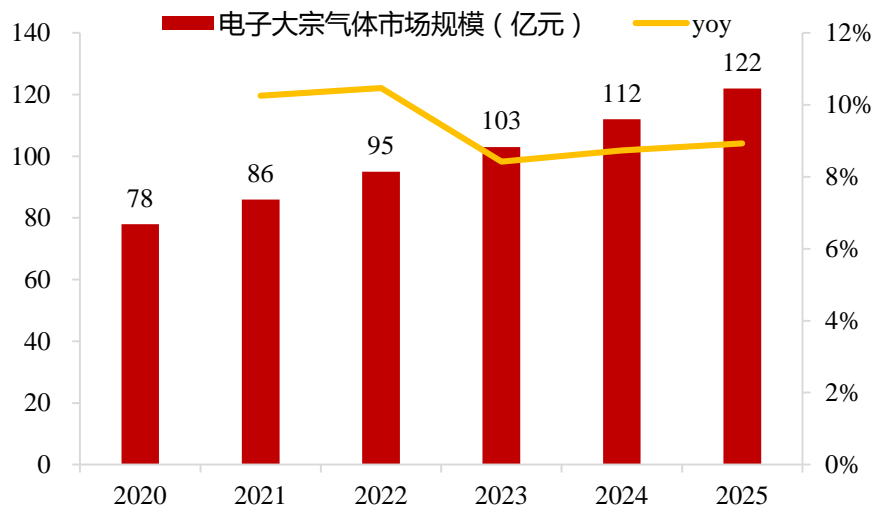
表：2021年以来，广钢半导体领域部分中标项目统计

客户领域	项目名称	中标时间	正式投产年	稳定用气年	稳定用气年预计收入（万元）	合同到期日
存储芯片	长鑫集电二期	2022年	一阶段：2024年	一阶段：2025年	13,518.05	2039年
			二阶段：2025年	二阶段：2027年	21,072.68	
	长鑫存储二期	2021年	一阶段：2023年	一阶段：2025年	14,557.23	2038年
			二阶段：2025年	二阶段：2027年	19,120.76	
武汉某项目	2025年	-	-	-	-	
逻辑芯片	青岛芯恩二期	2022年	一阶段：2024年	一阶段：2026年	30,864.20	2039年
			二阶段：2026年	二阶段：2028年	44,886.45	
晶圆代工	晶合集成扩建	2022年	2023年	2025年	12,181.93	2037年
	晶合集成N1A3		一阶段：2023年	一阶段：2025年	14,940.90	2038年
			二阶段：2025年	二阶段：2027年	23,823.11	
粤芯半导体三期	2022年	2025年	2027年	12,903.10	2039年	
功率半导体	深圳方正微二期	2022年	2023年	2025年	2,384.94	2038年
	鼎泰匠芯	2021年	2023年	2027年	9,345.06	2038年
显示	华星光电T6/T7/T7扩容	2021年	2022年	2024年	12267.73	2037年
	华星光电T9	2021年	2023年	2025年	7894.95	2037年

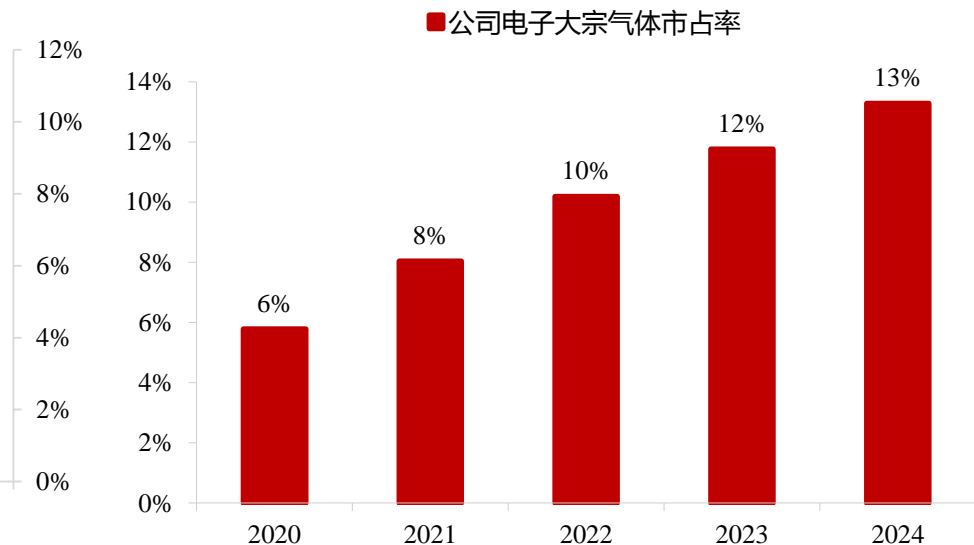
### 3.3 公司电子大宗气体份额较低，将受益存储/逻辑大扩产

◆2024年公司电子大宗气体市占率为13%，仍有巨大提升空间。随着国内半导体产业的投资加速，也带来上游电子大宗气体市场规模的不断扩大，据卓创资讯数据，中国大陆电子大宗气体市场规模由2020年的78亿元，提升至2025年的122亿元，以此估算可以得到2024年公司电子大宗气体市占率仅为13%，仍有较大提升空间。

图：2025年中国大陆电子大宗气体市场空间122亿元



图：2024年公司电子大宗气体市占率仅为13%



### 3.3 公司电子大宗气体份额较低，将受益存储/逻辑大扩产

◆十五五大陆存储+先进逻辑扩产新增电子大宗气体市场空间达98亿元，公司成长空间广阔。假定十五五期间，存储、先进逻辑国内扩产规划分别为120万片/月、50万片/月，单万片/月产能投资额分别为100亿元、150亿元；电子大宗气体投资额占比1%，电子大宗气体收入:电子大宗气体投资额为1:2。我们以此测算出：2026-2030年大陆存储+先进逻辑扩产带来电子大宗气体新增市场空间98亿元，公司作为本土存储、先进逻辑核心供应商，成长空间广阔。

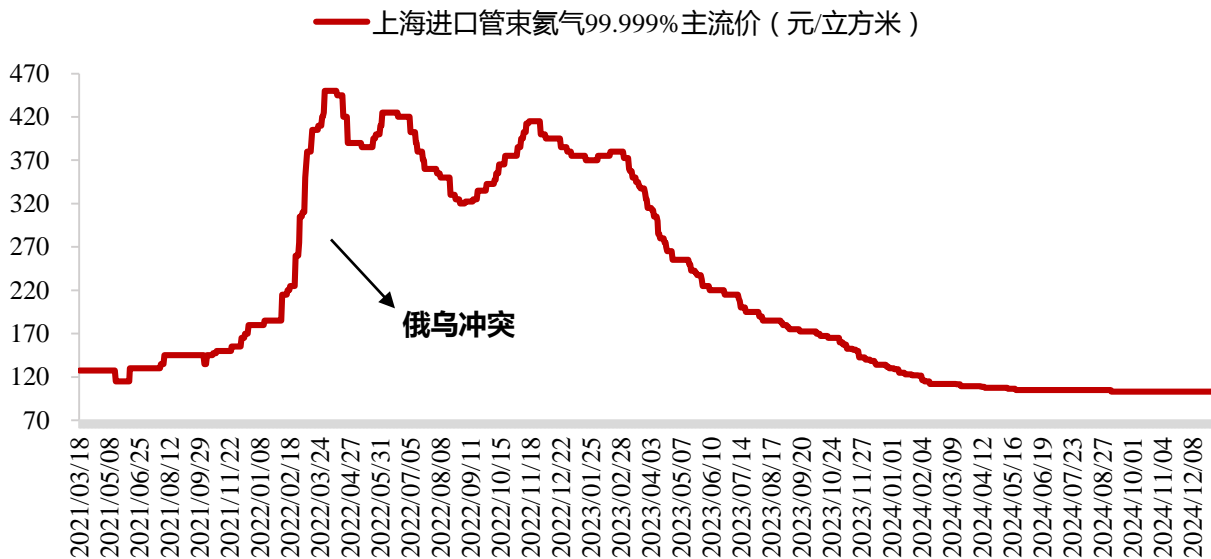
表：2026-2030年大陆存储+先进逻辑扩产带来电子大宗气体新增市场空间98亿元

	2026-2030年国内扩产规划 (万片/月)	每万片/月总投资额 (亿元)	每万片/月大宗气资本开支 (亿元)	每万片/月大宗气体收入 (亿元)	2026-2030年大陆合计电子大宗气体新增市场空间 (亿元/年)
存储	120	100	1.0	0.50	60.0
先进逻辑	50	150	1.5	0.75	37.5
合计	170	-	-	-	97.5

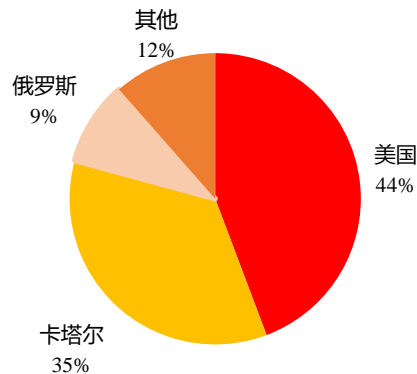
### 3.4 美以冲突推动氦气涨价，公司是本土最受益标的

◆复盘发现，2022年俄乌冲突导致氦气进口价大幅上涨。全球氦气资源集中于美国、卡塔尔、俄罗斯三国，2024年氦产量占比分别为44%/35%/9%，中国进口氦气主要源自卡塔尔与俄罗斯。回顾上一轮氦气进口高价区间，2022年2月24日俄乌冲突爆发，此后一个月内上海进口高纯氦气价格涨幅高达100%（2022/2/23-2022/3/29），高位震荡至2023Q1末开始回落。

图：2022年俄乌冲突下，2022/2/23-2022/3/29氦气上海进口价格涨幅100%



图：2024年全球氦产量分布

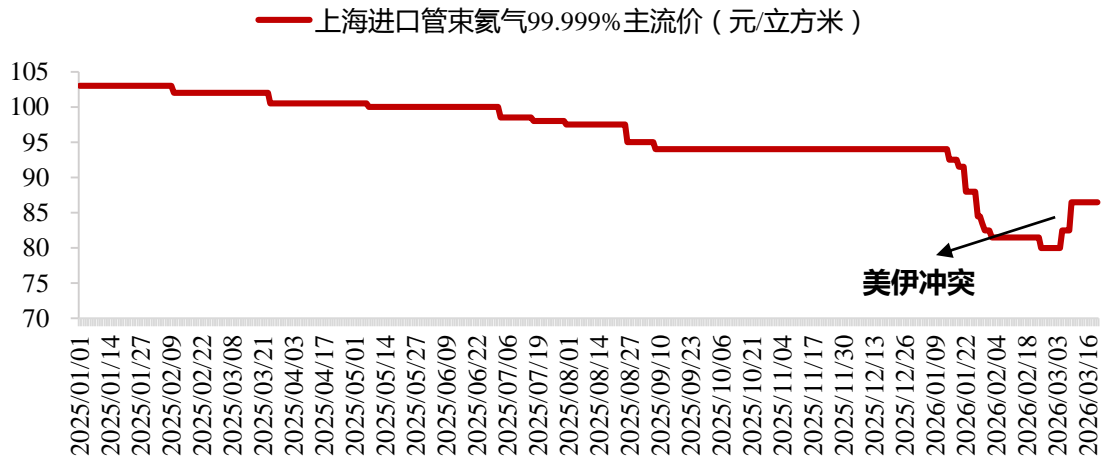


### 3.4 美以冲突推动氦气涨价，公司是本土最受益标的

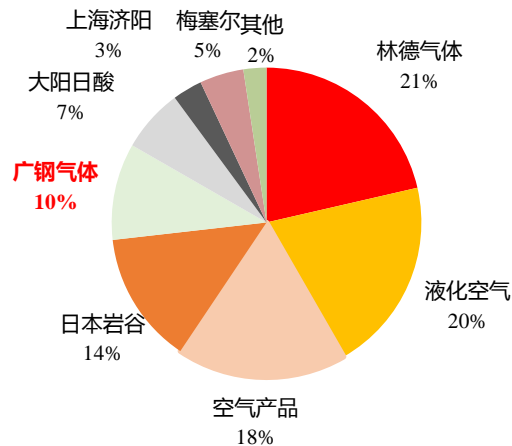
◆2026年美伊冲突引发氦气价格新一轮上涨。2026年2月28日美伊冲突爆发，中东地缘局势变化，卡塔尔氦气生产设施受损，航运路线受阻，引发氦气价格新一轮上涨，2026/3/3-2026/3/20氦气上海进口价格涨幅达8%，我们预计此次冲突有望推动氦气价格继续上涨。

◆公司是国内最大氦气供应商，最受益本轮价格上涨。1)公司于2020年收购林德每年9000万标准立方英尺(约425吨)的氦气资源供应保障，目前拥有卡塔尔、美国、欧洲三大主要氦气资源地的长协。2)公司2021年进口氦气占全国进口量比例为10%，2024年提升至13.4%，是国内最大的氦气供应商，将深度受益本轮氦气价格上涨。

图：美伊冲突下，2026/3/3-2026/3/20氦气上海进口价格涨幅8%



图：2021年，广钢进口氦气占全国进口量比例10.1%，为内资第一(2024年提升至13.4%)



一

本土电子大宗气体龙头，业绩拐点已经出现

二

自主可控+景气周期共振，大陆晶圆制造大扩产来临

三

电子大宗气体成长逻辑出色，公司充分受益存储/先进逻辑扩产

四

投资建议与风险提示

# 4.1 盈利预测与投资建议

## ◆核心假设：

◆1) **电子大宗气体**：国内存储厂积极扩产，公司占据较高份额，先进逻辑客户积极对接，我们预计2025-2027年公司此业务营收分别为19.16/25.29/31.86亿元，同比提升28.80%/32.00%/26.00%，毛利率为30.00%/31.00%/32.00%；

◆2) **通用工业气体**：公司传统主业稳健增长，前期项目产能释放。我们预计2025-2027年公司此业务营收分别为5.08/5.39/5.76元，同比增速为5.00%/6.00%/7.00%，毛利率为12.00%/13.00%/13.50%。

表：广钢气体分业务盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入（百万元）	1835	2103	2424	3067	3763
yoy	19.20%	14.60%	15.23%	26.55%	22.66%
营业成本（百万元）	1192	1537	1788	2213	2665
毛利（百万元）	643	566	636	854	1097
毛利率	35.06%	26.92%	26.23%	27.84%	29.17%
电子大宗气体					
营业收入（百万元）	1211	1487	1916	2529	3186
yoy	25.14%	22.86%	28.80%	32.00%	26.00%
毛利（百万元）	473	434	575	784	1020
毛利率	39.10%	29.17%	30.00%	31.00%	32.00%
通用工业气体					
营业收入（百万元）	515	484	508	539	576
yoy	15.60%	-5.97%	5.00%	6.00%	7.00%
毛利（百万元）	125	72	61	70	78
毛利率	24.35%	14.94%	12.00%	13.00%	13.50%
其他					
营业收入（百万元）	110	132			
yoy	-13.39%	19.97%			
毛利（百万元）	45	60			
毛利率	40.68%	45.38%			

# 4.1 盈利预测与投资建议

◆ 综上，我们预计公司2025-2027年营收为24.24/30.67/37.63亿元，分别同比增长15.26%/26.55%/22.66%；2025-2027年归母净利润为2.86/4.06/5.33亿元，同比增长15.39%/42.22%/31.04%；对应EPS为0.22/0.31/0.40元。

◆ 我们选取同为电子气体公司的金宏气体、中船特气，以及存储敞口较大的半导体设备公司拓荆科技、中微公司作为可比公司，2025-2027年平均PE分别为87.57/57.40/42.27倍；2026/4/3公司股价23.05元，对应PE分别为106.42/64.83/57.11倍。与可比公司相比，公司估值处于较高水平，再考虑到公司在电子大宗气体行业中龙头地位稳定，与国内头部存储厂形成强绑定，且先进逻辑方面存在预期差，我们给予“增持”评级。

表：广钢气体盈利预测

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,835	2,103	2,424	3,067	3,763
YoY (%)	19.20%	14.60%	15.26%	26.55%	22.66%
归母净利润（百万元）	320	248	286	406	533
YoY (%)	35.73%	-22.42%	15.39%	42.22%	31.04%
毛利率 (%)	35.06%	26.92%	26.23%	27.84%	29.17%
每股收益（元）	0.29	0.19	0.22	0.31	0.40
ROE	5.58%	4.26%	4.71%	6.35%	7.79%
市盈率	79.48	121.32	106.42	74.83	57.11

表：可比公司估值表（截至2026年4月3日）

代码	公司	收盘价（元）	市值 （亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
		2026/4/3		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688106	金宏气体	27.80	139.52	1.49	2.41	3.14	93.43	57.97	44.43
688146	中船特气	51.22	271.16	3.67	5.12	7.02	73.97	52.96	38.63
688072	拓荆科技	357.52	1,009.44	10.35	16.82	24.02	97.53	60.01	42.02
688012	中微公司	293.50	1,837.74	21.53	31.32	41.79	85.36	58.67	43.98
	平均值						<b>87.57</b>	<b>57.40</b>	<b>42.27</b>
688548	广钢气体	23.05	304.12	2.86	4.06	5.33	106.42	74.83	57.11

## 4.2 风险提示

- 1) 现场制气项目建设或投产节奏不及预期：**电子大宗气体现场制气项目是公司未来增长核心。若建设或投产进度放缓，将拖累整体业绩释放。
- 2) 氦气价格持续下行风险：**当前国际形势具有不确定性，能源市场价格也具有不确定性。氦气对公司业务贡献程度较高，若氦气价格进一步下跌，将对业绩增长带来压力。
- 3) 下游晶圆厂扩产不及预期：**公司电子大宗气体业务与晶圆厂扩产节奏紧密相关，若下游资本开支收缩，将直接影响收入增长。

财务报表和主要财务比率									
利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,103	2,424	3,067	3,763	净利润	250	288	409	536
YoY (%)	14.6%	15.3%	26.6%	22.7%	折旧和摊销	287	425	504	584
营业成本	1,537	1,788	2,213	2,665	营运资金变动	-135	-5	-37	-27
营业税金及附加	10	12	15	19	经营活动现金流	420	723	916	1,140
销售费用	38	28	31	38	资本开支	-1,500	-857	-901	-901
管理费用	156	158	199	245	投资	235	0	0	0
财务费用	5	39	48	57	投资活动现金流	-1,229	-787	-892	-890
研发费用	101	116	153	203	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-5	0	0	0	债务募资	310	422	250	250
投资收益	6	7	9	11	筹资活动现金流	123	355	132	102
营业利润	268	309	440	576	现金净流量	-686	291	157	352
营业外收支	0	0	0	0	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
利润总额	268	309	440	576	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	18	21	31	40	营业收入增长率	14.6%	15.3%	26.6%	22.7%
净利润	250	288	409	536	净利润增长率	-22.4%	15.2%	42.2%	31.0%
归属于母公司净利润	248	286	406	533	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	-22.4%	15.4%	42.2%	31.0%	毛利率	26.9%	26.2%	27.8%	29.2%
每股收益	0.19	0.22	0.31	0.40	净利率	11.8%	11.8%	13.2%	14.2%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率ROA	3.3%	3.5%	4.5%	5.4%
货币资金	104	395	551	903	净资产收益率ROE	4.3%	4.7%	6.4%	7.8%
预付款项	33	36	44	53	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	242	273	338	407	流动比率	2.14	1.89	1.80	1.81
其他流动资产	2,119	2,184	2,339	2,496	速动比率	1.21	1.15	1.14	1.21
流动资产合计	2,498	2,888	3,273	3,860	现金比率	0.09	0.26	0.30	0.42
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	26.2%	30.0%	32.2%	33.8%
固定资产	3,249	3,661	4,018	4,311	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	397	367	336	305	总资产周转率	0.28	0.29	0.34	0.38
非流动资产合计	5,446	5,826	6,222	6,538	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	7,944	8,714	9,495	10,398	每股收益	0.19	0.22	0.31	0.40
短期借款	176	276	376	476	每股净资产	4.41	4.59	4.85	5.18
应付账款及票据	618	710	879	1,059	每股经营现金流	0.32	0.55	0.69	0.86
其他流动负债	371	544	567	595	每股股利	0.09	0.04	0.05	0.07
流动负债合计	1,166	1,531	1,822	2,130	<b>估值分析</b>				
长期借款	739	889	1,039	1,189	PE	121.32	106.42	74.83	57.11
其他长期负债	178	193	193	193	PB	2.28	5.02	4.75	4.45
非流动负债合计	917	1,082	1,232	1,382					
负债合计	2,082	2,613	3,054	3,512					
股本	1,319	1,319	1,319	1,319					
少数股东权益	38	39	42	46					
股东权益合计	5,862	6,101	6,441	6,886					
负债和股东权益合计	7,944	8,714	9,495	10,398					

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

# 免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。