

## 2025 年气体销售支撑稳健增长，看好 公司设备出海进展 ——工业气体系列报告

### 核心观点

2025 年公司业绩延续平稳增长，气体销售收入增速较快，主要得益于零售液体价格降幅收敛，公司管道气项目陆续投产、液体销量稳步提升带来量增逻辑。设备领域，2026 年以来煤化工为主需求依旧强劲，叠加公司持续推进设备出海、逐步向属地化转型，新签设备项目充足。气体领域，公司气体投资版图持续扩大，新签约 9 个项目（含现场制气项目），以氦气为主的特气增长表现优秀。

### 事件

2025 年公司实现营业收入 150.83 亿元，同比增长 9.96%；归母净利润 9.49 亿元，同比增长 2.87%；扣非归母净利润 9.10 亿元，同比增长 5.68%。

单 Q4 来看，2025Q4 公司实现营业收入 36.54 亿元，同比增长 8.64%；归母净利润 1.92 亿元，同比下降 22.46%；扣非归母净利润 1.82 亿元，同比下降 22.57%。

### 简评

#### 2025 年业绩平稳增长，气体销售收入增长较快

2025 年公司实现营业收入 150.83 亿元，同比增长 9.96%，主要得益于零售液体价格降幅收敛，公司管道气项目陆续投产、液体销量稳步提升带来量增逻辑。基于卓创资讯工业气体价格加以统计，2025 年液氧、液氮、液氩均价分别为 418.74、422.85、634.60 元/吨，分别同比增长 3.18%、-3.82%、-29.78%。2025Q3 以来液体价格同比降幅整体进一步收敛，全年来看液氧均价已实现同比微增。

1) 分业务：2025 年公司气体销售收入 92.07 亿元，同比增长 13.66%，营收占比 61.04%；空分设备收入 49.14 亿元，同比增长 8.58%，营收占比 32.58%；石化设备收入 5.27 亿元，同比下降 2.24%，营收占比 3.49%。公司气体销售收入增速较快，我们判断主要系管道气项目陆续投产，叠加液体销量持续提升所致；此外，以氦气为主的特种气体销售高增，业务规模增长较快。

2) 分地区：2025 年公司国内收入 141.09 亿元，同比增长 8.80%，营收占比 93.55%；海外收入 9.73 亿元，同比增长 29.95%，营收占比 6.45%，占设备收入比例已达到 17.89%。公司推动技术、装

## 杭氧股份 (002430.SZ)

维持

买入

许光坦

xiguangtan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523060002

SFC 编号:BWS812

吴雨瑄

wuyuxuan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070008

发布日期：2026 年 04 月 12 日

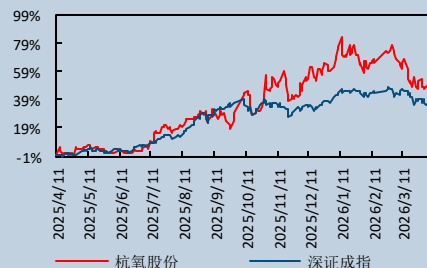
当前股价：29.61 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.94/-2.25	-10.97/-7.72	58.09/33.00
12 月最高/最低价 (元)		34.47/19.02
总股本 (万股)		97,835.88
流通 A 股 (万股)		97,793.76
总市值 (亿元)		289.69
流通市值 (亿元)		289.57
近 3 月日均成交量 (万)		1447.20
主要股东		
杭州杭氧控股有限公司		54.11%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

25.08.27 【中信建投机械设备】杭氧股份 (002430) 25Q2 气体量增驱动业绩稳步增长，2025 年煤化工项目持续突破——工业气体系列报告

备、标准与服务协同出海，海外营收增速较国内更快。

**盈利能力方面**，2025 年公司毛利率为 21.00%，同比+0.15pct，其中气体销售毛利率为 16.45%，同比+0.28pct；空分设备毛利率 29.34%，同比-0.54pct；石化设备毛利率 14.03%，同比+4.51pct。公司气体价格稳中回升，主要系公司开展降本增效及技术改造，叠加全年氩气销量增长，抵消了氧氮价格下跌带来的负面影响。

**费用端来看**，2025 年公司期间费用率为 10.74%，同比-0.32pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.37%、5.50%、3.01%、0.87%，同比分别+0.02pct、-0.09pct、-0.27pct、+0.03pct。公司费用管控表现优秀，

**归结到利润端**，2025 年公司实现归母净利润 9.49 亿元，同比增长 2.87%，对应归母净利率 6.29%，同比-0.43pct；扣非归母净利润 9.10 亿元，同比增长 5.68%，对应扣非净利率 6.03%，同比-0.24pct。随着未来零售液体价格的提升，净利率存在较大修复空间。

### 设备：2026 年以来煤化工为主需求依旧强劲，公司持续推进设备出海

受整体市场有限及竞争加剧影响，公司新订合同金额出现一定程度下行。2025 年面临空分市场总体需求有限、国内竞争加剧的双重挑战，公司大力推进设备出海业务，并积极拓展非空分业务，公司全年设备新订合同 45.20 亿元，同比下降 18.00%，其中，空分设备新订合同额为 41.18 亿元，同比下降 11.84%；新订大中型空分设备 28 套，合计制氧容量超 150 万 Nm<sup>3</sup>；低温石化装备销售全年共签订合同额 4.02 亿元，同比下降 52.20%，公司乙烯冷箱、液氮洗冷箱依然保持市占率领先地位，我们判断新签合同降幅较大主要系合同签订方差异，对公司业绩端影响较小，此外过去合同金额包含部分气体承接，受到一定的基数影响。

**2026 年以来以煤化工为主的需求依旧强劲，公司新中标项目显示国内需求持续性。**2026 年 1 月 1 日，公司旗下泽州杭氧气体有限公司为山西兰花煤化工有限责任公司投资新建 42000Nm<sup>3</sup>/h 空分装置；1 月 26 日，中标国家能源集团国能榆林化工有限公司神华榆林循环经济煤炭综合利用项目 4X100000Nm<sup>3</sup>/h O<sub>2</sub> 空分装置设计及成套设备供应及技术服务合同；2 月 14 日，公司与中溶新能源共同出资设立合资公司——杭氧中溶气体(可克达拉)有限公司，该公司将全面负责中溶新能源年产 180 万吨精细化学品及 4000 吨电池燃料氢多联产项目配套的 41000Nm<sup>3</sup>/h 空分装置的收购、建设、运营及全生命周期维护。

**公司积极推进设备出海，逐步从产品出口向属地化运营转型。**2025 年全年公司实现外贸合同额 8.09 亿元，实现非洲大型空分设备“零突破”。2026 年 1 月 27 日，公司中标中国化学工程国际公司西非地区某炼油厂配套制氮设备项目；2026 年 4 月 11 日，杭氧集团携手华友钴业，计划在印尼华友 IPIP 园区成立合资公司“印尼杭氧华友气体有限公司”（暂定名），投建 3 套 70,000Nm<sup>3</sup>/h 空分装置+1 套 50,000Nm<sup>3</sup>/h 空分装置，设计产能为氧气 26 万 Nm<sup>3</sup>/h、氮气 17 万 Nm<sup>3</sup>/h。实现从“产品出口”向“海外属地化运营”的历史性跨越。

### 工业气体：气体投资版图持续扩大，以氢气为主的特气增长表现优秀

**以基础气为抓手，气体产业布局纵深推进。**公司做大做强基础气，管道气项目稳步落地，新增投产项目总制氧量约 43 万 Nm<sup>3</sup>/h，液体销量超 360 万吨，同比增长 27.66%；气体投资版图继续扩大，新签约 9 个项目（含现场制气项目），在 BOO 市场保持领先优势。多元业务全面开花，氢能、医用氧、食品氮等新兴业务均实现高速增长。

**特气领域布局持续加速，2025 年氢气销量超翻倍增长。**公司在电子特气领域布局加速，特别是氢气业务表现突出，已建立起完整的氢气供应链体系，氢气销量同比增长 129%，氢气产品已广泛渗透半导体、医疗、航天等先进制造领域；在氢能业务领域，公司氢气零售业务实现同比翻倍增长，客户版图持续扩大。

## 投资建议

我们预计公司 2026-2028 年实现归母净利润分别为 10.60、12.57、15.16 亿元，同比分别变动+11.73%、+18.54%、+20.66%，对应 2026-2028 年 PE 估值分别为 27.33、23.05、19.10 倍，维持“买入”评级。

## 重要财务指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,716.49	15,082.53	16,257.21	17,685.63	19,727.25
YOY(%)	3.06	9.96	7.79	8.79	11.54
净利润(百万元)	922.36	948.85	1,060.13	1,256.70	1,516.37
YOY(%)	-24.15	2.87	11.73	18.54	20.66
毛利率(%)	20.85	21.00	21.13	21.59	22.00
净利率(%)	6.72	6.29	6.52	7.11	7.69
ROE(%)	10.03	9.60	10.00	10.97	12.15
EPS(摊薄/元)	0.94	0.97	1.08	1.28	1.55
P/E(倍)	31.41	30.53	27.33	23.05	19.10
P/B(倍)	3.19	2.96	2.76	2.55	2.34

资料来源: iFinD, 中信建投

## 风险分析

- 1) 零售气价格下行的风险:** 当前国内外经济局势复杂, 公司零售气需求景气度存在不确定性, 如果景气度超预期下行, 叠加公司产能进一步释放, 可能导致零售气价格继续下行。
- 2) 气体行业竞争加剧的风险:** 包括大宗气体与零售气在内的外包气体市场空间大, 吸引新进入者涌入, 可能会导致公司在某些区域市场无法充分发挥空分设备自制的优势, 进而导致市场份额下降。
- 3) 管理风险:** 随着公司气体子公司的数量以及已投产的装置规模持续不断增加, 对公司管理水平提出越来越高的要求, 治理结构风险加大。
- 4) 设备业务增长乏力的风险:** 设备业务作为传统业务, 尽管公司竞争优势明显, 但是受整个下游重化工业景气度的影响, 可能出现下滑的风险。

## 分析师介绍

### 许光坦

中信建投机械首席分析师，上海交通大学硕士，重点覆盖人形机器人及具身智能、传感器、工控、机床刀具注塑机、锂电设备/固态电池设备方向。2021.4-2023.5 曾就职于东北证券研究所，2023 年 5 月加入中信建投证券。2023、2024 年新财富最佳分析师机械行业第三名核心成员，曾获卖方分析师水晶球奖、Wind 金牌分析师、新浪金麒麟最佳分析师等荣誉。

### 吴雨瑄

机械行业分析师，上海财经大学会计学硕士、财务管理学士，重点覆盖机械出口链（工具五金、流程工业设备、液态食品包装机械等）、半导体设备零部件、工业气体、激光、3D 打印等。2023 年加入中信建投证券，2023、2024 年新财富最佳分析师机械行业第三名团队成员。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk