

杭氧股份(002430)

报告日期: 2024 年 12 月 31 日

工业气体龙头，期待 2025 景气复苏

——杭氧股份深度报告

投资要点

□ 空分设备龙头，迈向工业气体龙头；周期底部、期待 2025 景气复苏

1) 业务结构：气体设备——大型/特大型设备市占率国内第一，海外市场开拓可期；气体服务——国内大宗气（新增市场）龙头，同步发力电子特气，未来迈向“中国林德”。

2) 经营业绩：2023 年营收 133 亿元、归母净利润 12 亿元，18-23 年 CAGR=11%/10%；23 年设备新签合同额 65.7 亿元，同比下降 0.6%。公司 2023 年毛利率 22.9%，净利率 9.6%，ROE=13.7%，过去 5 年几何 ROE 水平为 13.7%。当前行业需求处在周期底部区域、期待复苏。

□ 工业气体：全球万亿级市场、格局头部集中，受益宏观增速+外包占比+新领域需求提升

1) 市场空间：长坡厚雪。2022 年全球/国内市场达 10238 亿元/1964 亿元，17-22 年 CAGR=7.2%/10.4%，预计 22-26 年 CAGR=6.8%/9.7%。

2) 竞争格局：头部集中。2021 年全球工业气体 CR4=54%，国内工业气体 CR6=72%，杭氧股份占比 6.3%，未来份额有望向头部集中。

3) 成长驱动力：短期——受益宏观经济复苏、气价弹性大；长期——受益行业外包供气占比提升、下游半导体/新能源等新领域需求提速。

4) 杭氧股份：兼具防御+进攻属性的顺周期核心标的，短期如气价回升、业绩弹性大，长期受益份额提升、电子气品类拓张、关注盈德收购事项进展。

□ 空分设备：国内百亿级市场空间、杭氧龙头领先，受益设备大型化+海外出口需求提升

1) 市场情况：2022 年国内市场规模 341 亿元，同比增长 25%，预计 19-24 年 CAGR=22%。

2) 竞争格局（中大型）：国内 CR3=68%，杭氧市占率 43%、龙头领先。

3) 成长驱动力：设备大型化——生产能耗仅小型 1/2~1/3，行业增长受益技术迭代；设备出口——2023 年行业出口 50 亿元，同比增长 107%，受益新兴市场需求。

4) 杭氧股份：公司为大型空分设备龙头、受益行业大型化需求提升（如新疆煤化工）；开拓海外市场，2024 年 H1 公司外贸订单已超 2023 年总额。

□ 投资建议：工业气体龙头，受益经济复苏、份额提升、全球化；对标海外全球工业气体龙头（万亿元市值），成长空间大

预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 9.8、13.1、15.9 亿元，同比增速分别为-19%、34%、21%，对应 PE 分别为 22、17、14 倍。维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争风险及市场风险、产品价格波动风险、测算偏差风险。

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13309	13921	16553	19008
(+/-) (%)	4%	5%	19%	15%
归母净利润	1216	980	1311	1593
(+/-) (%)	0%	-19%	34%	21%
ROE	13%	10%	12%	14%
P/E	18	22	17	14

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：邱世梁

执业证书号：S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

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

研究助理：张筱晗

zhangxiaohan@stocke.com.cn

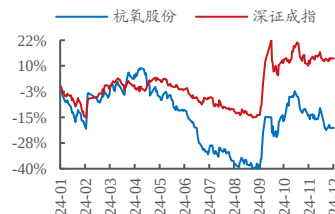
基本数据

收盘价 ¥22.16

总市值(百万元) 21,802.99

总股本(百万股) 983.89

股票走势图



相关报告

1 《杭州盈德气体公司增资至

187.5 亿，期待进展再推进》

2024.11.28

2 《控股股东杭州资本参与收购

盈德气体，迈出重要一步》

2024.11.24

3 《拟 1.35 亿投建青岛物元电子

气项目，期待电子+大宗气齐发

力》2024.11.14

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 9.8、13.1、15.9 亿元，同比增速分别为-19%、34%、21%，对应 PE 分别为 22、17、14 倍。维持“买入”评级。

● 关键假设、驱动因素与主要预测

- 1) 下游宏观经济景气度稳定，推动工业气体价格稳定回升。
- 2) 公司作为工业气体龙头，市占率持续提升。
- 3) 公司在海外市场业务开拓顺利。

● 我们与市场的观点的差异

市场担心工业气体行业的未来成长性，公司成长性存在不确定。

我们认为：公司以空分设备为基本盘，逐步迈向工业气体龙头。

- 1) **气体业务**：短期——受益宏观经济复苏、气价弹性大；长期——受益行业外包供气占比提升、下游半导体/新能源等新领域需求提速。公司作为兼具防御（管道气）+进攻（零售气）属性的顺周期核心标的，短期如气价回升、业绩弹性大，长期受益份额提升、电子气品类拓张、关注盈德收购事项。
- 2) **设备业务**：未来受益设备大型化、及海外新兴市场出口需求。公司为大型空分设备龙头，国内受益行业大型化需求提升（如新疆煤化工）；同时开拓海外市场，2024 年 H1 公司外贸订单已超 2023 年总额。

● 股价上涨的催化因素

宏观经济复苏超预期；公司市占率提升超预期；海外市场突破超预期。

● 投资风险

行业竞争风险及市场风险、产品价格波动风险、测算偏差风险。

正文目录

1 杭氧股份：空分设备龙头，迈向工业气体龙头	6
1.1 业务端：国内空分设备龙头，迈向工业气体龙头	6
1.2 治理端：实控人杭州国资委，106 家子公司业务覆盖全国	7
1.3 激励端：2021 年发布上市以来首次股权激励，2024 年到期	8
1.4 经营端：受益气体业务规模逐年扩张，业绩稳步上行	9
2 工业气体：受益宏观经济+外包提升+新领域需求	11
2.1 工业气体行业：大宗气体+特种气体，应用于煤化工、钢铁、电子等	11
2.2 市场空间：全球万亿级市场，国内 2000 亿，龙头成长空间大	11
2.2.1 行业成长驱动力一：依托宏观经济增长，市场空间稳步向上	13
2.2.2 行业成长驱动力二：产业升级，下游应用持续拓宽	13
2.2.3 行业成长驱动力三：外包供气占比提升，可触及市场空间增加	14
3 空分设备：受益大型化+海外出口需求	15
3.1 市场空间：2022 年国内市场空间 341 亿元，杭氧市占率最高为 43%。	15
3.2 行业成长驱动力：设备大型化+设备海外出口	16
4 杭氧股份：受益经济复苏、份额提升、品类拓张、全球化	17
4.1 气体业务成长驱动力一：受益宏观经济复苏，零售气弹性大	17
4.2 气体业务成长驱动力二：国内市场行业加速整合，龙头市占率提升	18
4.3 气体业务成长驱动力三：品类拓张，并购布局特气迎新增长点	18
4.4 设备业务成长驱动力四：国内大型空分设备龙头、市占率提升	19
4.5 设备&气体业务：成长驱动力五：海外市场逐步突破，成长天花板打开	20
5 海外对标：林德、法液空、空气化工：它山之石可以攻玉	21
5.1 林德（Linde）：全球工业气体+空分设备龙头（德国）	21
5.2 法国液化空气（Air Liquide）：全球工业气体龙头（法国）	23
5.3 空气产品（AirProducts）：全球知名的工业气体及服务供应商（美国）	26
6 投资建议	28
6.1 杭氧股份：定位综合气体解决方案龙头供应商，迈向“中国的林德”	28
6.2 盈利预测与估值	29
7 风险提示	31

图目录

图 1: 公司发展历程: 空分设备龙头向工业气体业务迈进	6
图 2: 公司气体业务与空分设备业务全产业链发展	7
图 3: 公司实控人杭州市国资委, 股权结构稳定, 子公司 106 家覆盖气体设备、气体服务和工程板块业务	7
图 4: 2023 年公司营收 133 亿元、同比上升 4%	9
图 5: 2023 年公司归母净利润 12 亿元、同比增长 0.5%	9
图 6: 2023 年公司毛利率 22.9%、净利率 9.6%	10
图 7: 期间费用率持续优化, 研发投入提升	10
图 8: 2023 年公司新签合同额 65.7 亿元, 同比下降 0.6%	10
图 9: 2023 年气体业务营收占比 62%, 制造业营收占比 35%	10
图 10: 工业气体下游应用广泛	11
图 11: 2022 年全球工业气体市场规模 10238 亿元	12
图 12: 2021 年全球竞争格局	12
图 13: 全球工业气体 CR4 比例从 2011 年的 71% 下降至 2021 年 54%。	12
图 14: 2022 年国内工业气体市场规模 1964 亿元	13
图 15: 2021 年国内竞争格局	13
图 16: 2012-2023 年我国工业气体年复合增速约为 GDP 的 1.7 倍, 工业增加值的 1.6 倍	13
图 17: 中国工业气体市场增速快于全球, 人均消费量持续增长	13
图 18: 我国工业气体下游以金属冶炼、化工能源为主 (2015 年) 半导体、新能源等新应用占比提升 (近年)	14
图 19: Linde 气体下游终端市场销售占比中: 医疗、食品、电子合计占比 36%	14
图 20: 2017-2026 年中国外包供气市场占比走势	14
图 21: 2018-2024 中国空分设备市场规模及预测	16
图 22: 2022 年中国大型空分设备企业市占率, 杭氧龙头领先	16
图 23: 2015-2024.9 空分设备出口金额	17
图 24: 美国工业气体价格 vsPPIvsCPI: 长期具有较强的相关性	17
图 25: 中国核心 CPI、PPI 走势, 是工业气体价格的锚	18
图 26: 中国工业气体价格 vsPPI: 具有较强的相关性	18
图 27: 2018-2023 年杭氧工业气体市占率 (未考虑外包气占比)	18
图 28: 杭州盈德气体股权架构: 新增中国平安人寿保险股份有限公司、阳光人寿保险股份有限公司、杭州杭盟管理咨询合伙企业等	18
图 29: 2017-2023 中国特种气体市场规模及预测	19
图 30: 2023 年中国空分设备各企业综合品牌排名	20
图 31: 2022 年中国空分设备企业市占率	20
图 32: 2014-2023 年杭氧股份海内外营收占比	20
图 33: 林德全球进程及中国发展	22
图 34: 林德历史重要收并购情况	22
图 35: 林德过去五年营收/归母净利 CAGR=17.9%/42%	23
图 36: 林德 2023 年净利率 19.3%, 毛利率 46.8%	23
图 37: 林德 2023 年分产品类型营收来源	23
图 38: 林德 2023 年分地区类型营收来源	23
图 39: 法液空发展历程	24
图 40: 法液空历史重要收并购情况	24
图 41: 法液空过去五年营收/归母净利 CAGR=5.6%/7.8%	25

图 42: 法液空 2023 年净利率 11.6%, 毛利率 59.6%.....	25
图 43: 法液空 2023 年分产品类型营收来源	25
图 44: 法液空 2023 年分地区类型营收来源	25
图 45: 空气产品发展历程.....	26
图 46: 空气产品过去五年营收/归母净利 CAGR=6.3%/16.8%.....	26
图 47: 空气产品 2024 年净利率 31.9%, 毛利率 32.5%。	26
图 48: 空气产品 2024 年分产品类型营收来源	27
图 49: 空气产品 2024 年分地区类型营收来源	27
图 50: 看好杭氧股份未来逐步迈向“中国的林德”	28
图 51: 杭氧股份: 与工业气体主要上市公司估值比较	30

表目录

表 1: 公司高管有四位正高/高级工程师, 两位院士为独立董事	8
表 2: 解除限售业绩考核条件	9
表 3: 气体运营方式: 优劣势对比	15
表 4: 大型与小型空分装置对比	16
表 5: 公司特气、新能源项目众多	19
表 6: 海外项目布局不断扩展	21
表 7: 海外项目布局不断扩展	29
表附录: 三大报表预测值	32

1 杭氧股份：空分设备龙头，迈向工业气体龙头

1.1 业务端：国内空分设备龙头，迈向工业气体龙头

- 公司于 1950 年建厂，2010 年在深交所上市，是世界一流的空分设备和低温石化装备供应商，国内市占率 50% 以上，大型、特大型空分设备产销量全球第一。产业链延伸发展气体产业，成为国内最具影响力的工业气体供应商。

图1：公司发展历程：空分设备龙头向工业气体业务迈进



资料来源：Choice、公司官网，浙商证券研究所整理

- 公司业务：工业气体+气体设备双轮驱动，下游应用广泛

包括气体与服务和设备与工程业务，覆盖大宗气体、特种气体和新能源气体，具备成套空分与低温石化设备工程能力。

图2：公司气体业务与空分设备业务全产业链发展

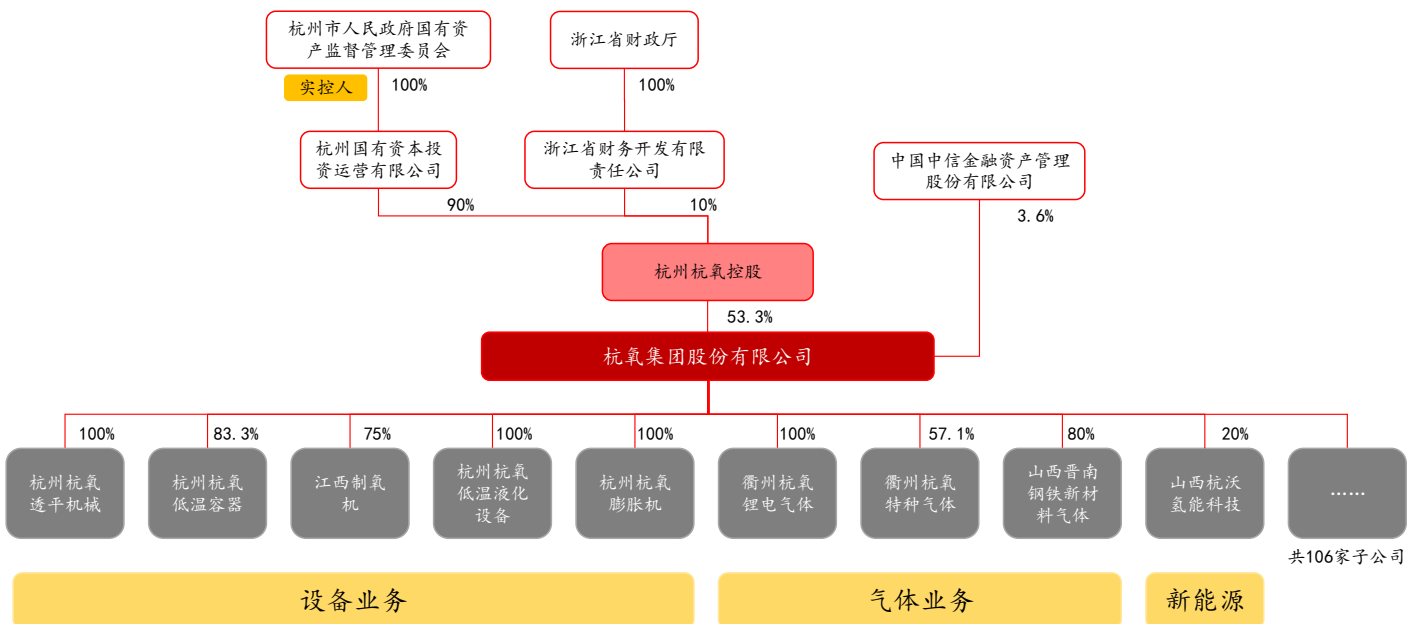


资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

1.2 治理端：实控人杭州国资委，106 家子公司业务覆盖全国

- 公司实控人杭州市国资委，间接控股比例 53.3%，股权结构稳定集中。公司下属 106 家子公司，覆盖气体设备、气体服务和工程板块业务。

图3：公司实控人杭州市国资委，股权结构稳定，子公司 106 家覆盖气体设备、气体服务和工程板块业务



截至2024年12月

资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

- 公司高管有四位正高/高级工程师，董事长郑伟为原杭州市国有资本投资运营有限公司党委委员，两位院士为独立董事。

表1：公司高管有四位正高/高级工程师，两位院士为独立董事

姓名	年龄	职务	介绍
郑伟	40	董事长	中共党员，法学学士。2005年7月起曾在浙江省衢州市综合行政执法局、浙江省衢州市人民防空办公室、浙江省衢州市委办公室、中共浙江省委办公厅、中共杭州市委办公厅任职；2019年6月起曾担任 杭州市国有资本投资运营有限公司党委委员、副总经理 ，并兼任杭州杭氧控股有限公司董事长、总经理、杭州国佑资产运营有限公司董事长等职；2019年12月至2023年3月任公司副董事长。2021年11月至2024年6月任杭氧股份总经理，2023年3月至今任杭氧股份党委书记、董事长。
任其龙	64	独立董事	中国工程院院士，教授 。1982年8月至1995年12月，任浙江大学化学工程系助教、讲师，1992年10月至1993年10月期间曾任日本大阪大学蛋白质研究所访问学者；1995年12月至2000年12月，任浙江大学化学工程与生物工程系副教授；2000年12月至今，任浙江大学化学工程与生物工程学院教授；2009年4月至2017年8月期间曾任浙江大学化学工程与生物工程学院（系）院长（系主任）；2012年1月至今任生物化工教育部重点实验室主任；2018年12月至今任浙江大学衢州研究院院长，目前兼任浙江大学工业技术转化研究院院长；2021年9月至今任中国化工学会副理事长；现兼任浙江凤登绿能环保股份有限公司独立董事。2021年1月起任杭氧股份独立董事。
黄灿	44	独立董事	中国工程院院士，教授 。1982年8月至1995年12月，任浙江大学化学工程系助教、讲师，1992年10月至1993年10月期间曾任日本大阪大学蛋白质研究所访问学者；1995年12月至2000年12月，任浙江大学化学工程与生物工程系副教授；2000年12月至今，任浙江大学化学工程与生物工程学院教授；2009年4月至2017年8月期间曾任浙江大学化学工程与生物工程学院（系）院长（系主任）；2012年1月至今任生物化工教育部重点实验室主任；2018年12月至今任浙江大学衢州研究院院长，目前兼任浙江大学工业技术转化研究院院长；2021年9月至今任中国化工学会副理事长；现兼任浙江凤登绿能环保股份有限公司独立董事。2021年1月起任杭氧股份独立董事。
莫兆洋	54	董事	高级经济师 。1991年8月参加工作，历任杭州杭氧科技有限公司公司办公室副主任、杭州制氧机集团后勤管理处副处长、办公室主任、杭氧股份总经理助理等职。2018年1月至今担任杭氧股份董事；2018年9月至今任杭氧股份党委委员；2018年11月至今担任杭氧股份副总经理；2021年12月起担任杭氧股份常务副总经理。
		副总经理	
韩一松	44	董事	博士，正高级工程师 。2007年7月参加工作，历任杭氧股份设计研究院工程师、设计研究院院长助理、设计研究院副院长、设计研究院常务副院长、技术中心党总支书记、设计研究院院长等职。2018年9月至今任杭氧股份党委委员；2018年11月至今任杭氧股份总工程师；2021年1月至今任杭氧股份董事；2021年12月至今任杭氧股份副总经理。
		副总经理	
		总工程师	
董吉琴	39	监事会主席	在职硕士研究生，高级会计师。2007年8月至2008年7月担任浙江海洋学院萧山分院财务科科员，2008年7月至2012年9月担任杭州市萧山区对外经济合作局外管理科、外贸科科员，2012年9月至2019年10月担任杭州市萧山区商务局财务审计科副科长、科长，2019年10月至2023年2月担任杭州市国有资本投资运营有限公司（副局级）纪委委员、职工监事、风控法务部部长，2023年2月至2023年8月担任杭州市国有资本投资运营有限公司（正局级）纪委委员、职工监事、风控法务部副部长（主持工作），2023年8月至今担任杭州市国有资本投资运营有限公司（正局级）纪委委员、职工监事、风控法务部部长，2023年4月至今任杭氧股份监事会主席。
葛前进	54	副总经理	正高级会计师 。1989年8月参加工作，曾任杭州制氧机集团有限公司财务会计处副处长、处长，杭州杭氧科技有限公司（筹）财务部部长，杭州杭氧科技有限公司财务部部长、总会计师。2002年12月至今任杭氧股份总会计师；2018年9月至今任杭氧股份党委委员；2021年9月至今任杭氧股份董事会秘书；2021年12月至今任杭氧股份副总经理。
		总会计师	
		董事会秘书	
黄安庭	51	副总经理	研究生学历， 正高级工程师 。1992年8月参加工作，历任杭州杭氧科技有限公司质量办公室副主任、总工程师办公室副主任、杭氧股份质量管理部部长、板翅式换热器厂厂长、空分厂厂长、党总支书记等职；2018年9月至今任杭氧股份党委委员；2019年12月至2020年11月任杭氧股份总经理助理、空分厂厂长；2020年11月至今任公司副总经理。
蒋毅	52	副总经理	硕士研究生， 高级工程师 。1993年8月参加工作，历任杭州制氧机研究所项目室二室技术员、技术开发处工程师、室副主任，杭氧股份售后服务部部长，空分厂常务副厂长，空分厂厂长等职，2017年3月至今任公司质量总监，2020年11月至今任杭氧股份首席质量官，2021年3月至今任杭氧股份党委委员，2023年4月至今任杭氧股份副总经理。
王定伟	46	副总经理	高级工程师 。2000年8月参加工作，历任杭氧股份设计研究院主任设计师、项目室二室副主任、设计研究院院长助理、副院长，销售中心总经理助理、副总经理、项目管理部部长，集中采购中心总经理，气体江苏区域中心总经理，气体管理中心总经理。2022年1月至今任杭氧股份副总经理。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理（截至2024半年报）

1.3 激励端：2021年发布上市以来首次股权激励，2024年到期

- **激励对象**：在公司任职的董事、高级管理人员、其他核心管理人员及业务技术骨干，不超过688人。

- **授予情况：**2022 年 1 月 21 日以 **13.15 元/股** 的价格授予 661 人 1,827.3 万股；2022 年 1 月 28 日以 **15.33 元/股** 的价格授予 30 人 62.5 万股；2022 年 9 月 5 日以 **19.10 元/股** 的价格授予 83 人 110.2 万股。

表2：解除限售业绩考核条件

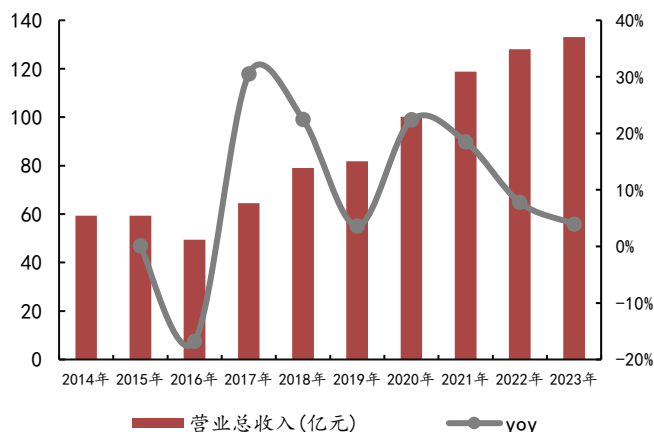
指标		增长目标
净利润增长率	以 18-20 年扣非后净利润平均值（6.89 亿元）为基数，22/23/24 年净利润增长率不低于 60%/66%/73%（不低于 11.02/11.44/11.92 亿元）	20-24 年净利润 CAGR=10.9%
	不低于同行业对标企业平均业绩水平或 75 分位值水平	
加权平均净资产收益率	22/23/24 年净资产收益率不低于 14.0%/14.5%/14.5%	相对于 20 年，22-24 年分别增长 0.1%/0.6%/0.6%
	不低于同行业对标企业平均业绩水平或 75 分位值水平	
研发费用增长率	以 18-20 年研发费用平均值（2.58 亿元）为基数，22/23/24 年研发费用增长率不低于 15%/20%/25%（不低于 2.97/3.10/3.23 亿元）	20-24 年研发费用 CAGR=2.6%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

1.4 经营端：受益气体业务规模逐年扩张，业绩稳步上行

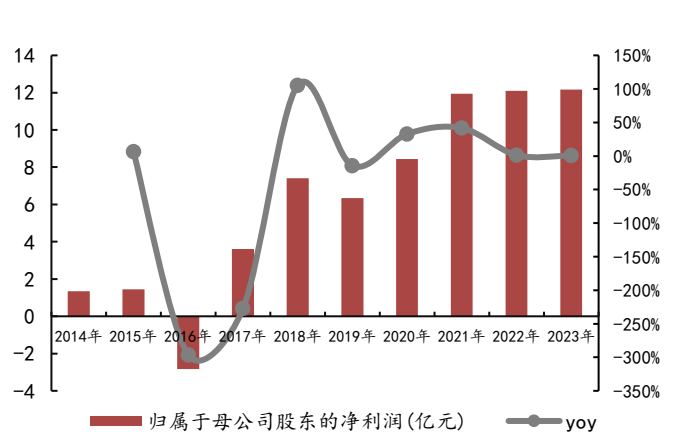
- **经营情况：**公司 2023 年营业收入 133 亿元，归母净利润 12 亿元，2018-2023 年 CAGR 分别为 11%/10%；毛利率 23%、净利率 9.6%。

图4：2023 年公司营收 133 亿元、同比上升 4%



资料来源：Choice，浙商证券研究所

图5：2023 年公司归母净利润 12 亿元、同比增长 0.5%



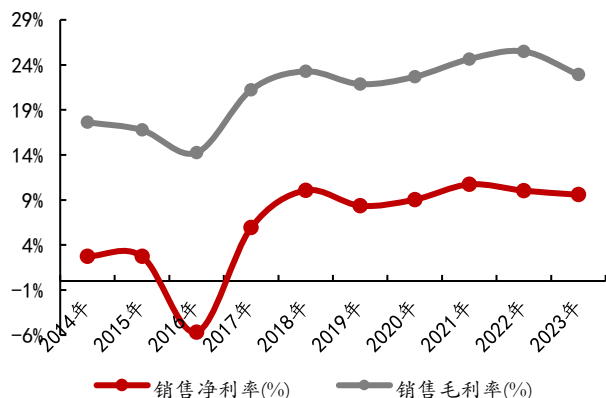
资料来源：Choice，浙商证券研究所

■ **盈利能力：**截至 2023 年公司毛利率 22.9%、净利率 9.6%，期间费用率不断优化。

销售费用：主要为薪酬及差旅费增加。

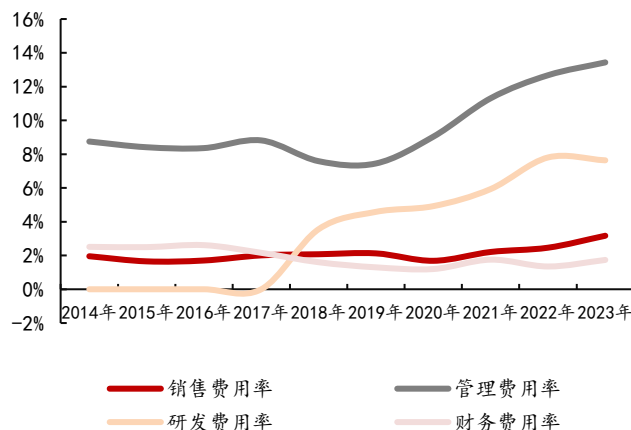
财务费用：主要为利息支出增加和汇兑净收益减少。

图6：2023 年公司毛利率 22.9%、净利率 9.6%



资料来源：Choice，浙商证券研究所

图7：期间费用率持续优化，研发投入提升

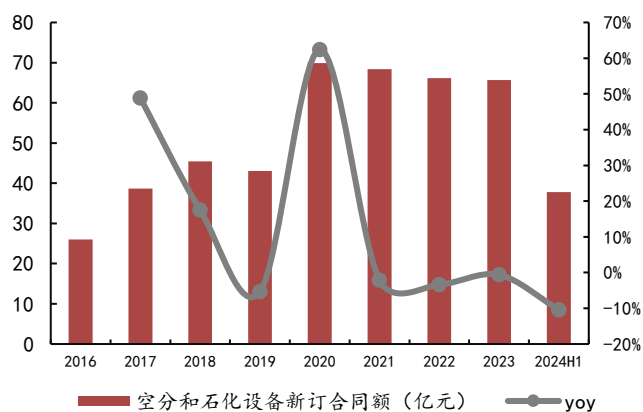


资料来源：Choice，浙商证券研究所

■ **订单：**2023 年空分和石化设备新订合同额 65.7 亿元，同比下降 0.6%。

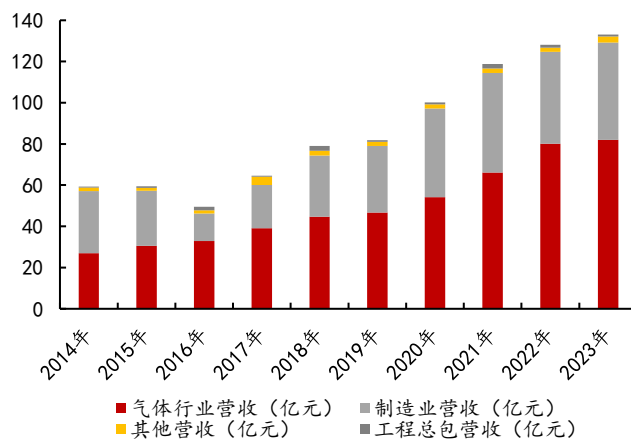
■ **分业务：**2023 年气体行业营收 82 亿元，占总业务营收 62%，同比增长 2%；制造业营收 47 亿元，占总业务营收 35%，同比增长 6%。

图8：2023 年公司新订合同额 65.7 亿元，同比下降 0.6%



资料来源：Choice，浙商证券研究所

图9：2023 年气体业务营收占比 62%，制造业营收占比 35%

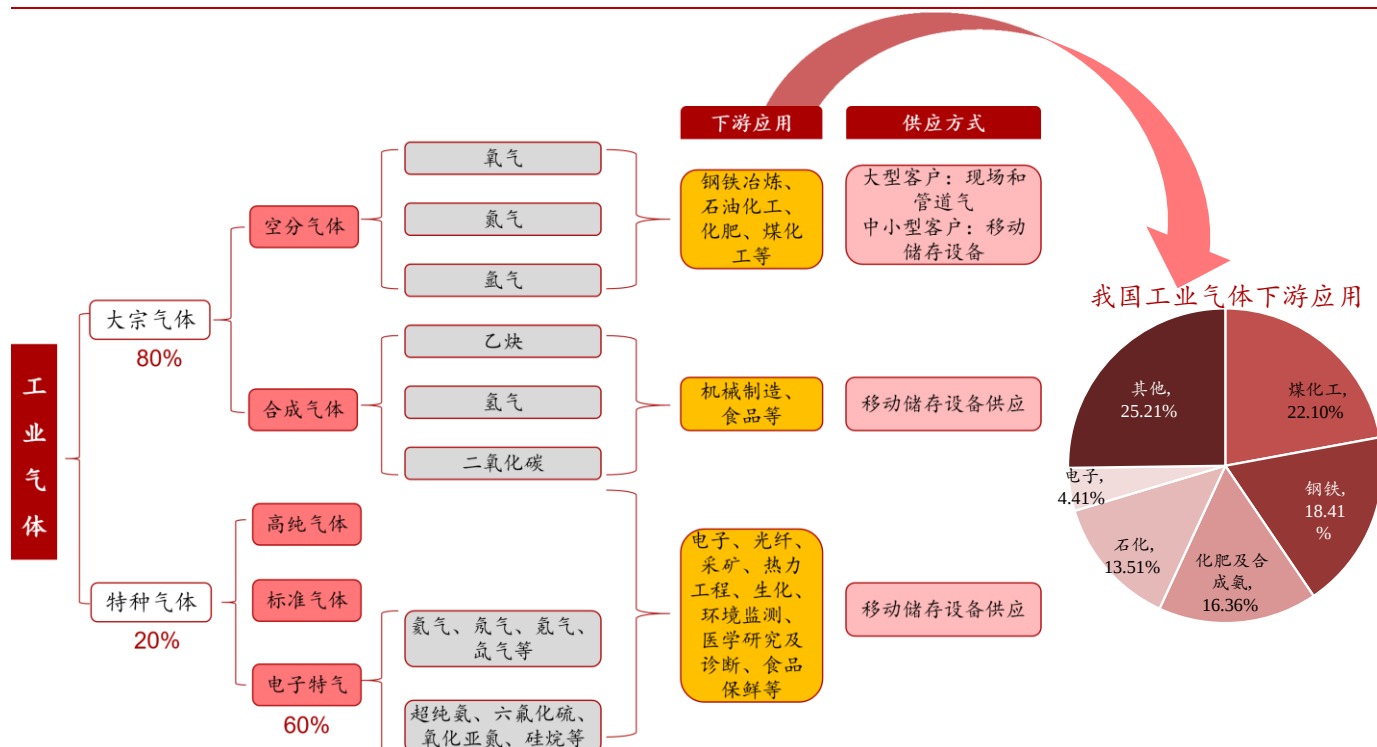


资料来源：Choice、公司公告，浙商证券研究所

2 工业气体：受益宏观经济+外包提升+新领域需求

2.1 工业气体行业：大宗气体+特种气体，应用于煤化工、钢铁、电子等

图10：工业气体下游应用广泛



图中占比为2020年数据

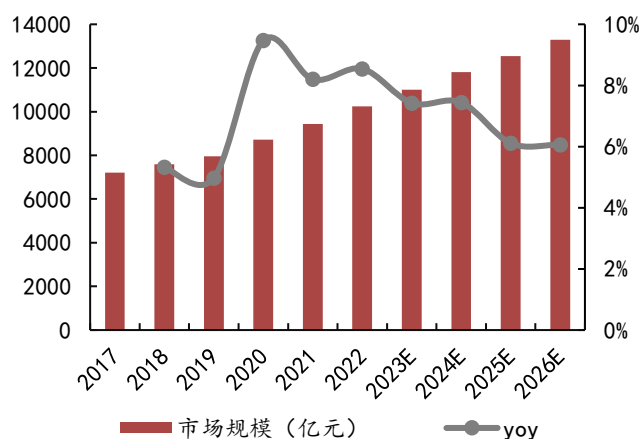
资料来源：观知海内咨询、中国国际气体技术设备与应用展览会、未来智库，浙商证券研究所整理

2.2 市场空间：全球万亿级市场，国内 2000 亿，龙头成长空间大

■ 全球——万亿市场，行业龙头林德、法液空等 CR4=54%

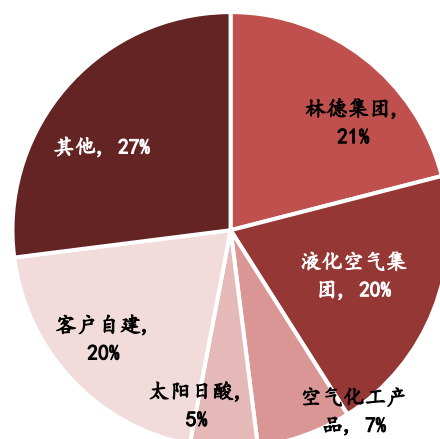
2022 年全球工业气体市场规模为 10238 亿元，2017 年至 2022 年 CAGR=7.2%。预计 2026 年市场规模将达到 13299 亿元，2022-2026 年 CAGR=6.8%。

图11：2022 年全球工业气体市场规模 10238 亿元



资料来源：亿渡、观知海内咨询，浙商证券研究所整理

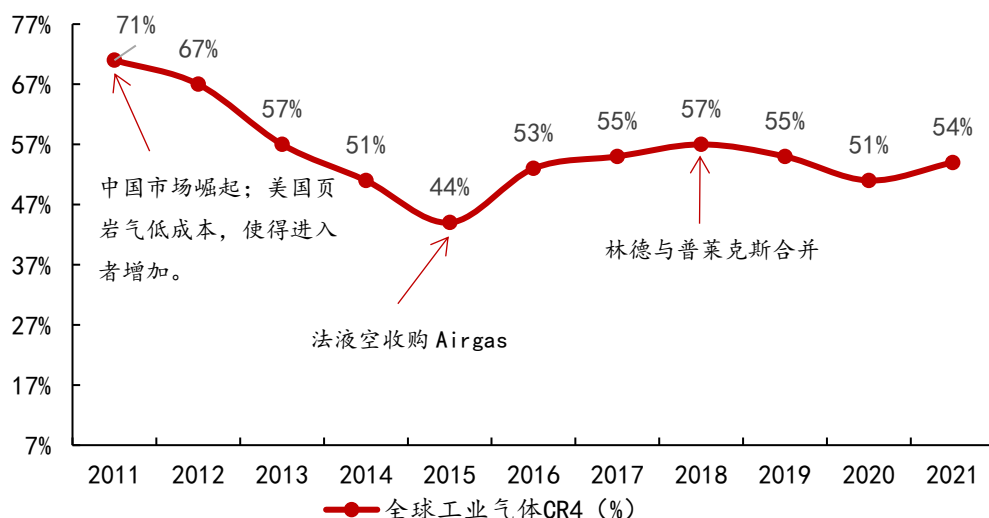
图12：2021 年全球竞争格局



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

2021 年全球工业气体市场份额主要集中在林德 21%、液化空气集团 20%、空气化工 7%、太阳日酸 5%等龙头企业。全球工业气体 CR4 比例从 2011 年的 71%下降至 2021 年 54%。

图13：全球工业气体 CR4 比例从 2011 年的 71%下降至 2021 年 54%。



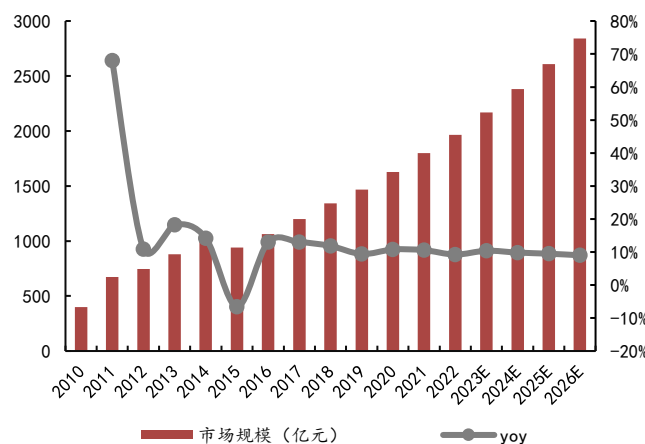
资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

■ 国内——2000 亿市场，海外龙头占据高存量市占率

2022 年国内工业气体市场规模为 1964 亿元，2017 至 2022 年 CAGR=10.4%。预计 2026 年将增长至 2842 亿元，2022 年至 2026 年 CAGR=9.68%。

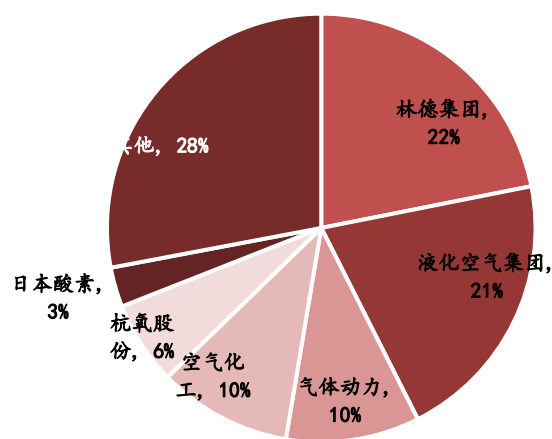
国内工业气体市场集中度高，CR6 约为 72%。国内头部企业国产化率低，国产企业气体动力和杭氧股份分别占比 10.1%和 6.3%，距离第一梯队还有一定差距。

图14：2022 年国内工业气体市场规模 1964 亿元



资料来源：观知海内咨询，浙商证券研究所

图15：2021 年国内竞争格局

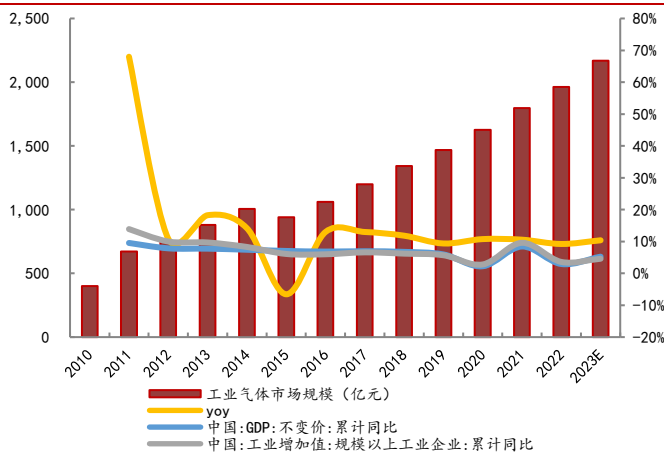


资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

2.2.1 行业成长驱动力一：依托宏观经济增长，市场空间稳步向上

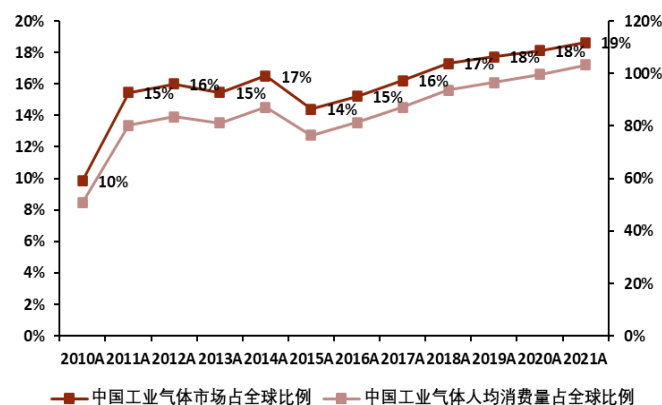
- **工业气体长期复合增速快于 GDP 增速：**2012-2023 年我国工业气体年复合增速约为 GDP 的 1.7 倍，工业增加值的 1.6 倍；海外经验：工业气体行业年复合增速约为 GDP 的 1.5 倍。
- **我国工业气体市场增速快于全球，人均气体消费量已经超过全球平均水平。但相比欧美发达国家仍有较大差距：**2021 年人均气体消费量为美国的 36%，西欧的 42%，澳大利亚的 42%。

图16：2012-2023 年我国工业气体年复合增速约为 GDP 的 1.7 倍，工业增加值的 1.6 倍



资料来源：Wind、亿渡、观知海内咨询、华经产业研究院，浙商证券研究所整理

图17：中国工业气体市场增速快于全球，人均消费量持续增长

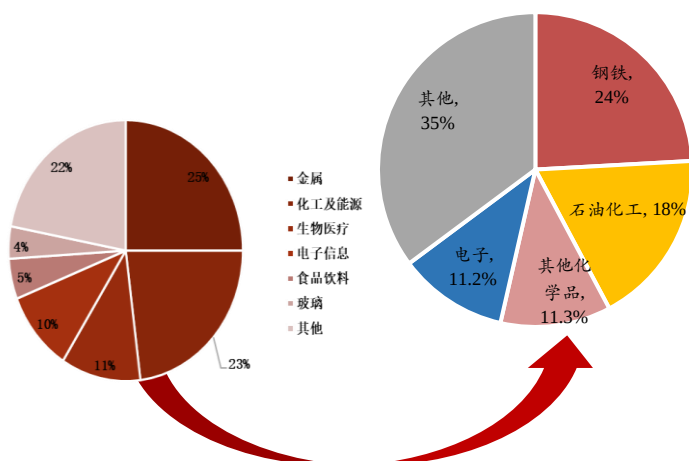


资料来源：Wind、亿渡、观知海内咨询、华经产业研究院，浙商证券研究所整理

2.2.2 行业成长驱动力二：产业升级，下游应用持续拓宽

- **工业气体需求结构的优化，本质跟随产业结构变化：**金属冶炼、化工能源为主→新能源、半导体、食品、医疗等应用增加。
- **海外借鉴：**林德气体 2024 年二季度订单储备 79 亿美元，下游终端市场销售占比中：医疗、食品、电子合计占比 36%，且食品、电子增速最高（分别为+8%、+7%）。

图18：我国工业气体下游以金属冶炼、化工能源为主（2015年）半导体、新能源等新应用占比提升（近年）



资料来源：中商产业研究院，杭氧股份公司公告，Linde Group，浙商证券研究所

图19：Linde 气体下游终端市场销售占比中：医疗、食品、电子合计占比 36%

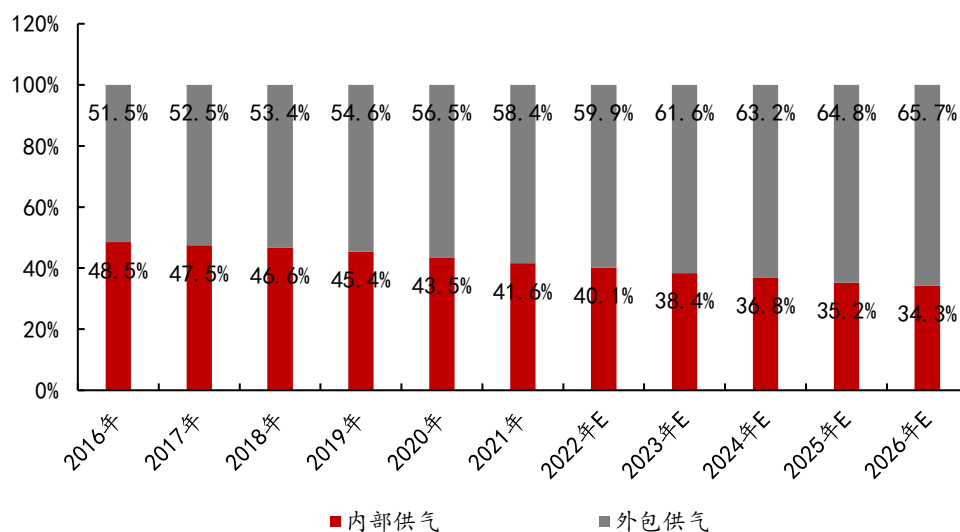
2Q 2024	End Market	% of Sales ⁽¹⁾ & YoY Trend	YoY Sales ⁽²⁾ Growth	Seq. Sales ⁽²⁾ Growth
Consumer Related End Markets (More Resilient)				
	Healthcare	17%	-1%	--
	Food & Beverage	10%	+8%	+7%
	Electronics	9%	+7%	+7%
Industrial Related End Markets (More Cyclical)				
	Manufacturing	22%	+4%	+3%
	Chemicals & Energy	21%	+5%	+6%
	Metals & Mining	13%	-2%	--

资料来源：Linde Group，浙商证券研究所

2.2.3 行业成长驱动力三：外包供气占比提升，可触及市场空间增加

- **行业趋势：**第三方供气模式符合行业未来的发展趋势，海外外包占比 80%，我国 68%。近年来我国外包供气市场份额占比稳步增长，外包供气市场占比从 2017 年的 52.5%、提升至 2021 年的 58.4%，预计 2026 年达到 65.7%。

图20：2017-2026 年中国外包供气市场占比走势



资料来源：观研天下数据中心，浙商证券研究所

- **核心优势：**外包供气具有运营成本低、供气稳定性高、资源利用效率高、一次性财务成本低。我们认为在当前经济环境下，受益于外包供气的成本优势性，占比提升趋势有望加速。

表3：气体运营方式：优劣势对比

	自建设备供气	外包供气
运营成本	需要配备相应的运营、维护人员，成本较高	运营成本低
供气稳定性	多数设备使用年限较长，维护成本高，供气稳定性较差	供应商具有丰富的运营经验和先进适用设备，供气稳定性高
资源利用率	通常只使用自身所需要的气体产品，对于空分设备生产的其他副产品难以利用	所有产品均能销售给下游需求
财务成本	财务成本需要一次性大额设备投入	不需要大额设备购置支出

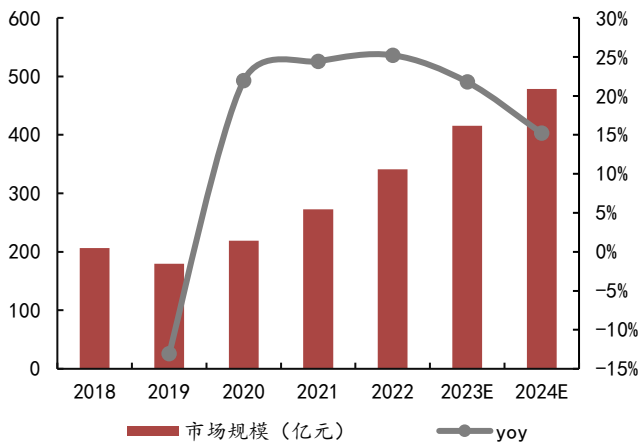
资料来源：共研网，浙商证券研究所整理

3 空分设备：受益大型化+海外出口需求

3.1 市场空间：2022 年国内市场空间 341 亿元，杭氧市占率最高为 43%。

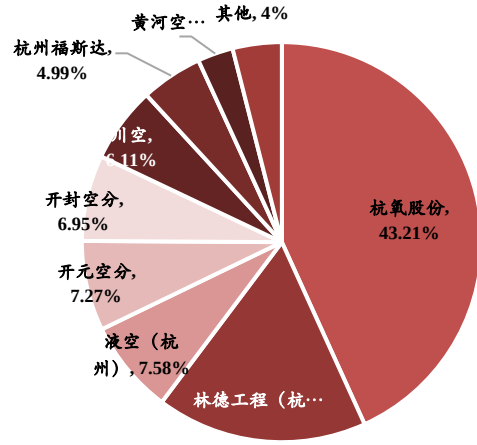
- 2022 年中国空分设备市场规模 341.2 亿元，同比增长 25%，预计 23/24 年达 415.5/478.7 亿元，19-24 年 CAGR=22%。
- 行业集中度较高，CR3=68%。主要企业包括杭氧股份、林德工程（杭州）、液空（杭州）等。其中杭氧股份制氧总容量、大型设备出货量领先优势明显，市占率最高、达 43.2%。

图21：2018-2024 中国空分设备市场规模及预测



资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所整理

图22：2022 年中国大型空分设备企业市占率，杭氧龙头领先



资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所整理

3.2 行业成长驱动力：设备大型化+设备海外出口

- **设备大型化**：空分设备可分为大型空分设备（制氧量>1 万 Nm³/h）与中小型空分设备（制氧量<1 万 Nm³/h）两大类，据中国工业气体协会测算，大型设备的单位生产能耗仅为小型的 1/2-1/3 左右。在总制氧量相同的情况下，大型空分设备与中小型空分设备相比，可节约设备投资、减少占地面积、降低产品能耗和运营成本。

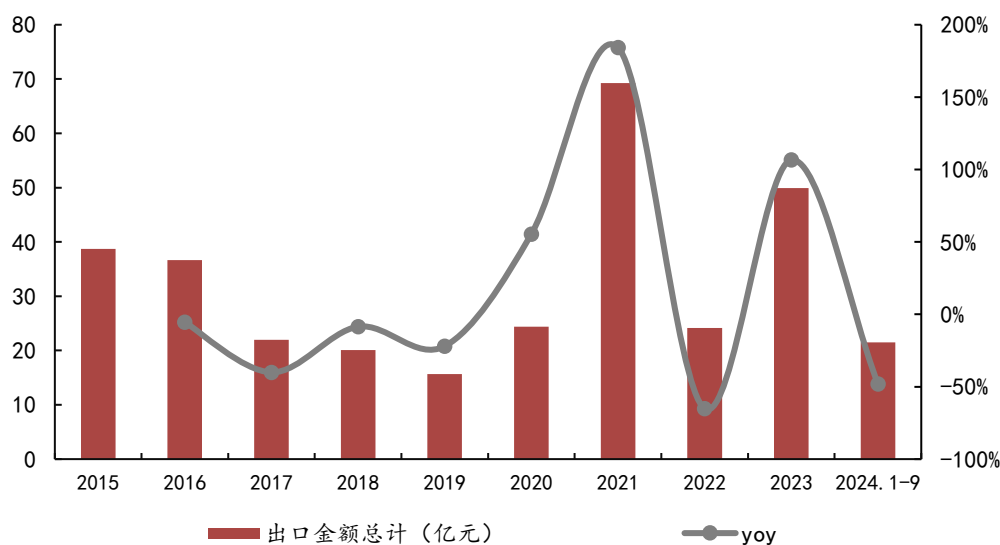
表4：大型与小型空分装置对比

	大型空分装置	中小型空分装置
制氧量	>10000Nm ³ /h	<10000Nm ³ /h
单位生产能耗	大型为中小型的 1/2-1/3	
设备投资	相同制氧量下更低	相同制氧量下更高
占地面积	相同制氧量下更低	相同制氧量下更高
运营成本	相同制氧量下更低	相同制氧量下更高
分离技术	深冷法分离技术	膜分离和变压吸附（PSA）技术
主要应用领域	煤化工、化肥、石化冶金行业以及 GCC 发电企业	中小型冶金、化工、建材、电子企业

资料来源：华经情报网、观研天下等，浙商证券研究所整理

- **设备出口**：中国海关总署数据显示，2021 年空分设备出口额最高达到 69 亿元，2023 年为 50 亿元，同比增长 107%。从出口设备结构来说，我国出口的主要空分设备为制氧量小于 15000Nm³/h 的其他制氧机，23 年出口 13 万台，占总出口空分设备总台数的 94%。

图23： 2015-2024.9 空分设备出口金额



资料来源：海关总署，浙商证券研究所

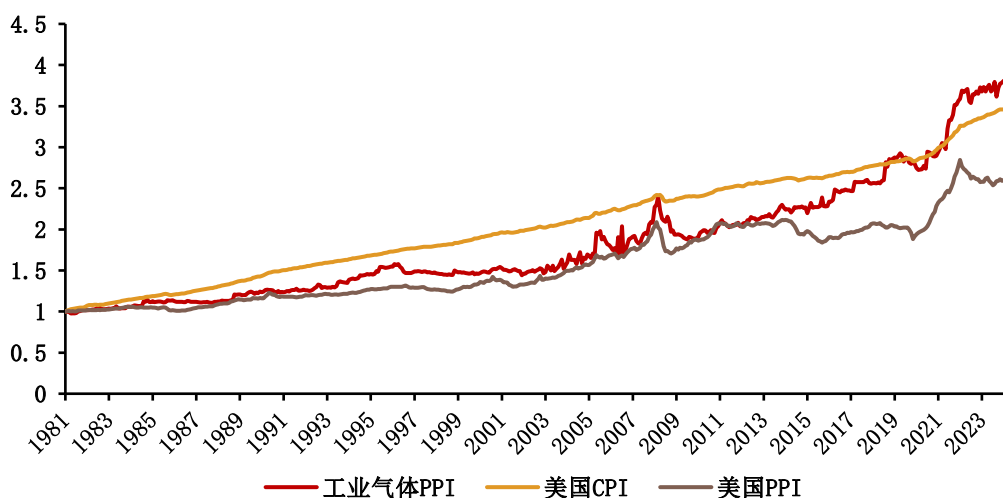
4 杭氧股份：受益经济复苏、份额提升、品类拓张、全球化

4.1 气体业务成长驱动力一：受益宏观经济复苏，零售气弹性大

公司气体业务主要由管道供气+零售气构成：其中零售气体业务的销售量和销售价格由市场供求关系决定、跟宏观经济情况直接相关，直接影响公司的经营业绩。

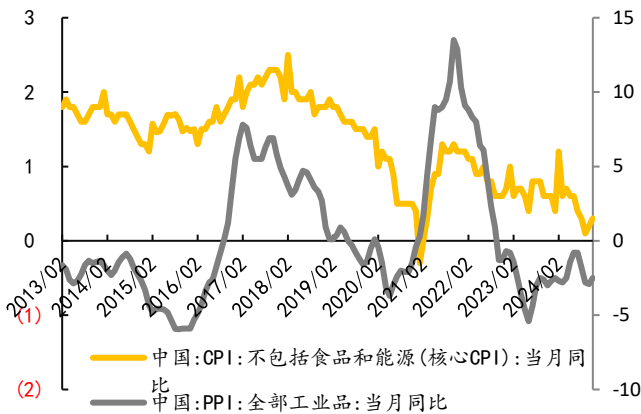
据国家统计局：2024年11月，全国PPI环比上涨0.1%（10月下降0.1%）；PPI同比下降2.5%（10月下降2.9%）。PPI环比由降转涨、同比降幅收窄，工业气体价格与PPI相关性高，期待未来持续优化。

图24： 美国工业气体价格 vsPPIvsCPI：长期具有较强的相关性



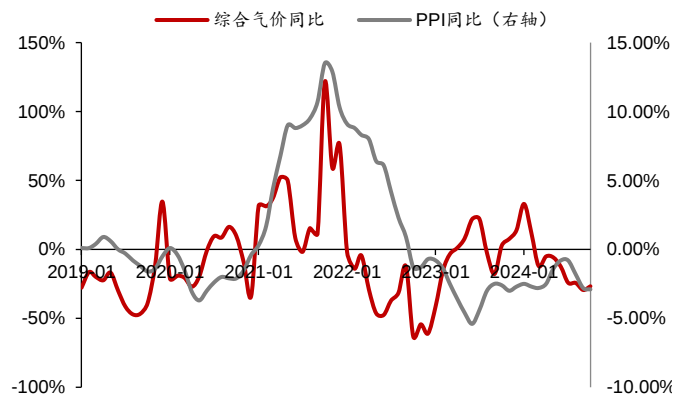
资料来源：美国劳工部，浙商证券研究所

图25：中国核心CPI、PPI走势，是工业气体价格的锚



资料来源：Wind，卓创咨询，浙商证券研究所整理

图26：中国工业气体价格 vs PPI：具有较强的相关性

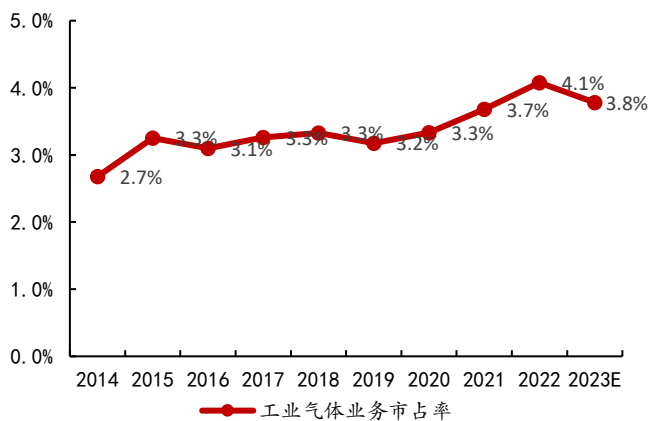


资料来源：Wind，卓创咨询，浙商证券研究所整理

4.2 气体业务成长驱动力二：国内市场行业加速整合，龙头市占率提升

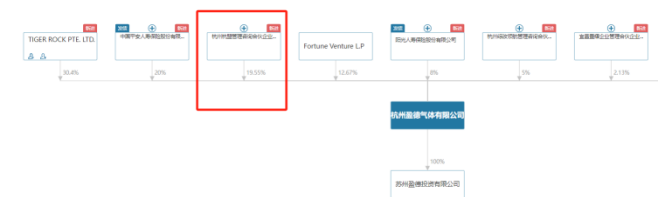
- 公司气体行业市占率稳步提升。2014年公司市占率为2.7%左右，23年预计达到3.8%，未来有望持续提升。同时公司控股股东杭州资本参与收购盈德气体，目前杭州盈德气体公司注册资本已增至187.5亿，期待未来进展再推进。
- 行业下行期催化中小企业整合。22年以来行业进入下行期，空分气体综合气价低位震荡，中小企业倒闭带来行业出清。杭氧作为行业龙头，凭借全产业链经营优势，在激烈的市场竞争中频频胜出。

图27：2018-2023年杭氧工业气体市占率（未考虑外包气占比）



资料来源：华经产业研究院、亿渡、观研天下、Choice，浙商证券研究所整理

图28：杭州盈德气体股权架构：新增中国平安人寿保险股份有限公司、阳光人寿保险股份有限公司、杭州杭盟管理咨询合伙企业等

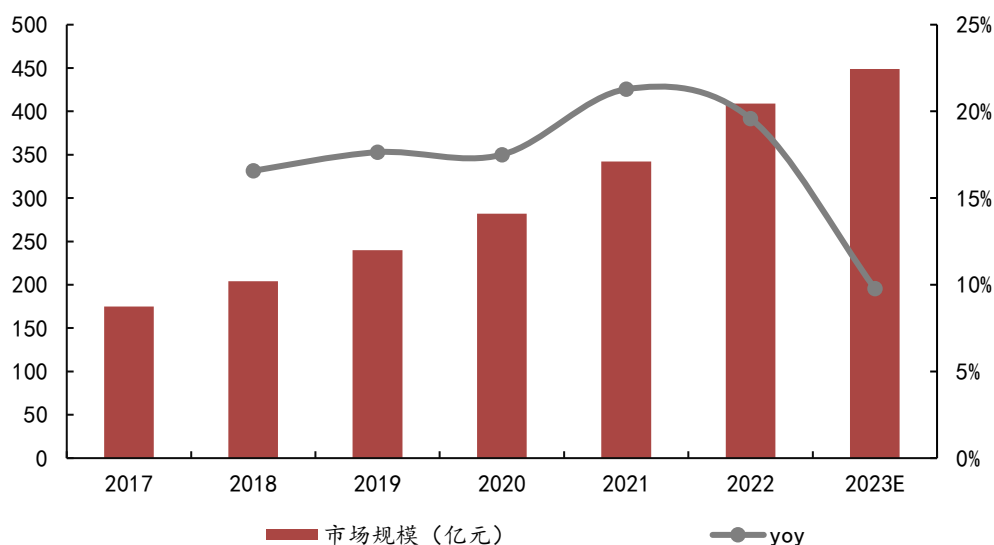


资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

4.3 气体业务成长驱动力三：品类拓张，并购布局特气迎新增长点

- 公司培育特种气体、新能源气体等为新业务增长点。特气研发团队，拥有博士3人，正高/高级工程师12人。

图29： 2017-2023 中国特种气体市场规模及预测



资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所

- 公司破解特种气体“卡脖子”难题，实现氖氮氩氙制取储运应用一体化，建立自主、可控、稳定的氦气供应链，为国家半导体、核电、航空航天、医疗等关键行业提供安全用气解决方案。

表5： 公司特气、新能源项目众多

签订合同时间	项目时间进度	项目	项目实施单位	项目总投资(亿元)	制气规模(万m ³ /h)	供气服务期(年)	杭氧出资比例
2019 年	预计 2019 年 9 月 30 日临时供气 2020 年 3 月 1 日第一阶段供气	青岛杭氧电子气体有限公司暨新建一套 20,000m ³ /h 纯氮空分装置项目	青岛杭氧	2.154	2	15	70%
2022 年	2022 年 6 月建成投产	衢州杭氧气体有限公司投资嘉兴斯达电子气大宗气体供气 4000m ³ /h 纯氮设备项目	衢州杭氧	0.54	0.4	15	100%
2022 年	2022 年 3 月建成投产(合同签约生效后 4 个月)	山西杭氧立恒气体有限公司投资新建一套 4000Nm ³ /h 氢气提纯装置及一座 6000KG/天加氢站	山西杭氧	0.7	/		80%
2022 年	2024 年 6 月建成投产(合同签订生效后 20 个月)	浙江时代锂电二期供气项目	衢州杭氧时代锂电	4.29	8	20	100%
2023 年	/	青岛杭氧电子大宗气二期扩建项目	青岛杭氧	1.14	/	/	100%

资料来源：公司官网、公司公告，浙商证券研究所整理

4.4 设备业务成长驱动力四：国内大型空分设备龙头、市占率提升

公司作为国内大型空分设备龙头企业，凭借技术优势与完整的产业链形成强大的竞争力，与国际龙头企业林德气体与液化空气(中国)抗衡，特大型空分装备主要技术性能指标达到世界领先水平。

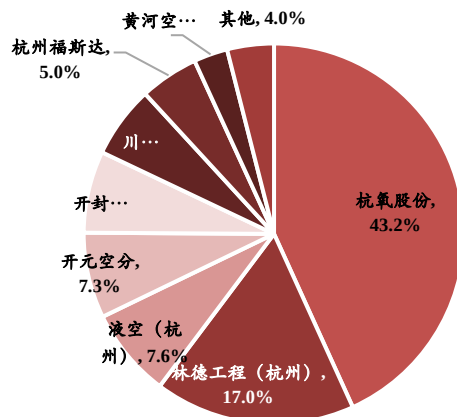
公司研制的空分设备最大等级达 12 万 m³/h，24 年总制氧能力超过 330 万 m³/h。为国内各行业提供 6 万及以上等级特大型空分 88 套，国内市场占有率 50% 以上，产量和销量全球第一。

图30：2023 年中国空分设备各企业综合品牌排名



资料来源：CNPP 品牌大数据研究院，浙商证券研究所整理

图31：2022 年中国空分设备企业市占率

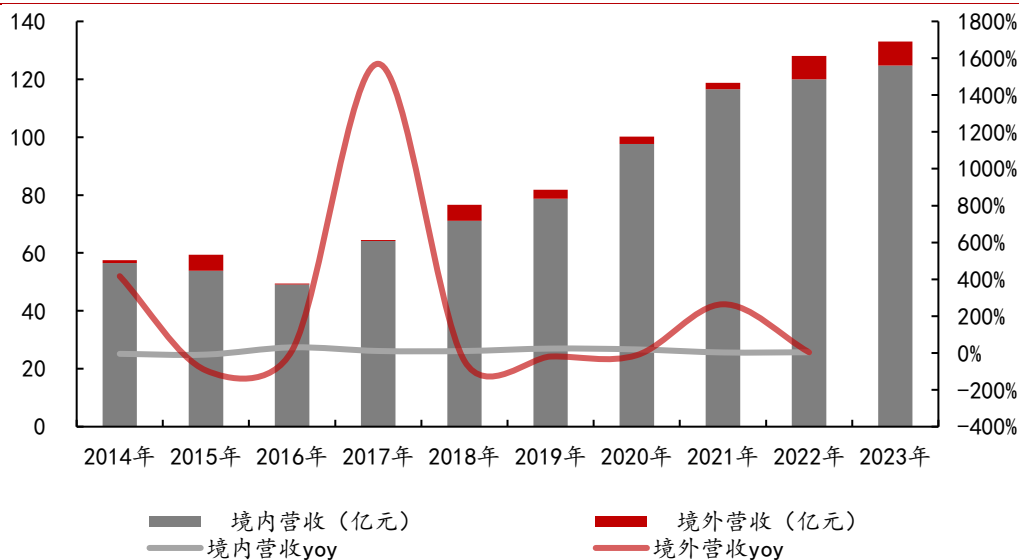


资料来源：前瞻产业研究院、中商产业研究院，浙商证券研究所整理

4.5 设备&气体业务：成长驱动力五：海外市场逐步突破，成长天花板打开

公司加快国际化布局，海外营收与订单稳步增长。23 年公司海外营收 8.4 亿元，同比增长 4%，占公司总营收的 6.3%。23 年外贸合同额 9.08 亿元，低温石化装备海外销售额占比提升至 53%。

图32：2014-2023 年杭氧股份海内外营收占比



资料来源：Choice，浙商证券研究所

公司产品已出口到德国、中东、墨西哥等 40 多个国家和地区，表现出强大国际竞争力。大力推进建设海外分支机构，拓展海外投资业务，构建高水平的全球化战略运营体系。

表6：海外项目布局不断扩展

时间	事件
上世纪 90 年代	制造艾莎钢厂 1 万空分项目
上世纪 90 年代起	印度市场 3 万、4.8 万、5 万等级等多套空分订单
2008 年	自行研制的 32000m ³ /h 空分装备出口德国
2022 年	配套美国 GCGV 烯烃装置模块化建造项目 180 万吨/年乙烯装置，是全球规模最大的乙烯裂解模块化建造项目
2022 年	与埃克森美孚公司合作建设美孚惠州 160 万吨/年乙烯一期项目。
2023 年	投资 2.97 亿元在印尼奥比岛提供园区供气服务，发展循环经济，打响海外投资第一枪。
2024 年	与国际钢铁巨头 ArcelorMittal 合作，签订印度 6.4 万等级空分装置，配套印度最大的单体钢厂

资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

5 海外对标：林德、法液空、空气化工：它山之石可以攻玉

5.1 林德（Linde）：全球工业气体+空分设备龙头（德国）

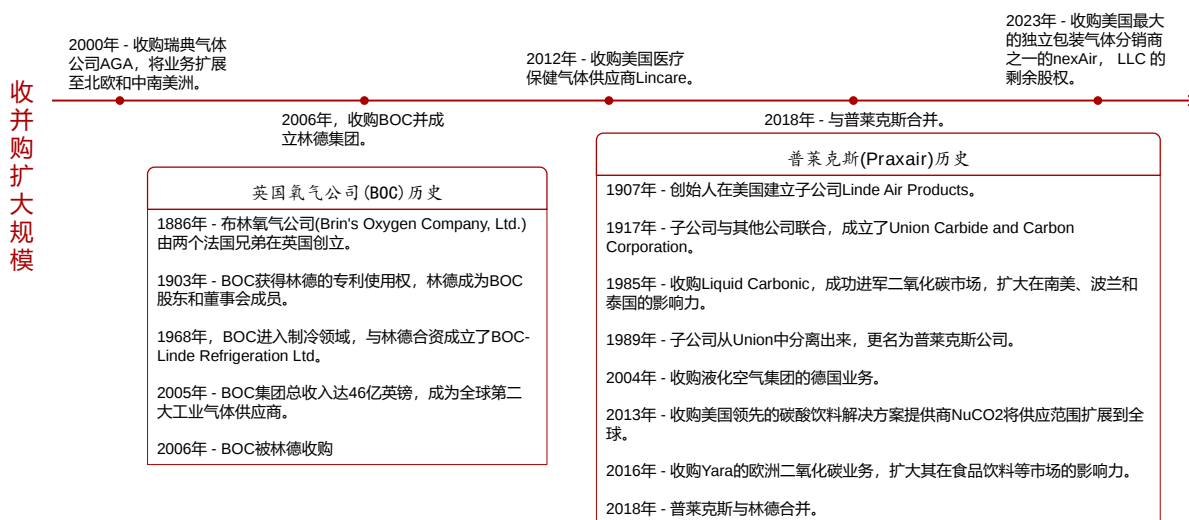
- 林德（Linde）是全球领先的工业气体和工程公司，下游市场包括：化工和能源、食品和饮料、电子、医疗保健、制造、金属和采矿。分公司遍及全球 100 多个国家，总雇员约 80,000 人。

图33： 林德全球进程及中国发展



资料来源：林德公司官网，浙商证券研究所

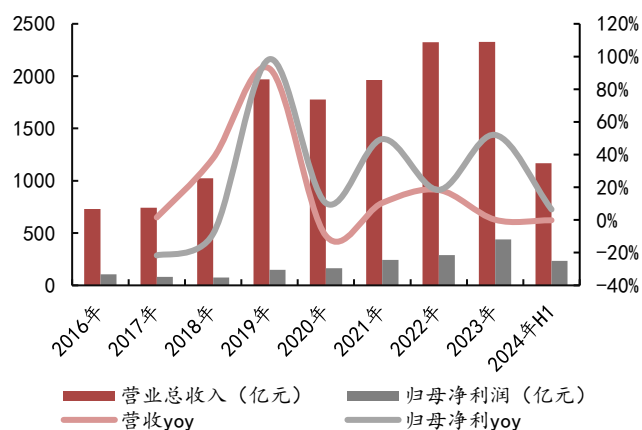
图34： 林德历史重要收购情况



资料来源：林德公司官网，浙商证券研究所

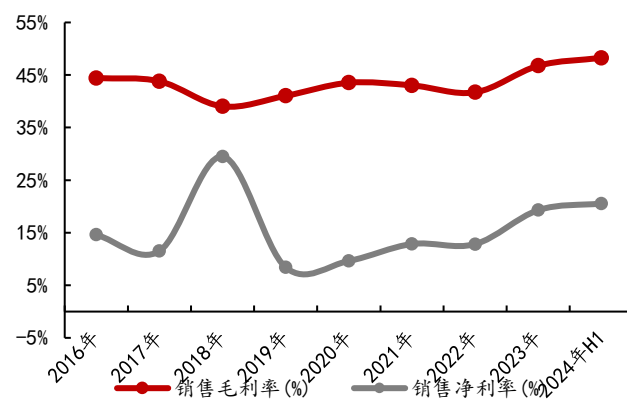
- **财务摘要：** 林德 2023 年营收 2327 亿元，过去五年 CAGR=17.9%；归母净利润 439 亿元，过去五年 CAGR=42%；2023 年净利率 19.3%，毛利率 46.8%。

图35：林德过去五年营收/归母净利 CAGR=17.9%/42%



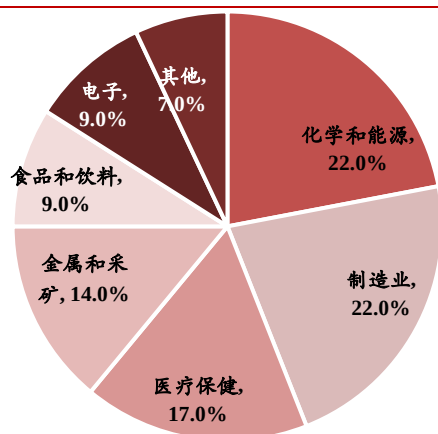
资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所整理

图36：林德 2023 年净利率 19.3%，毛利率 46.8%。



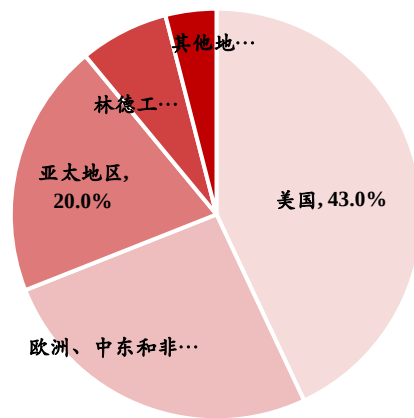
资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所整理

图37：林德 2023 年分产品类型营收来源



资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所整理

图38：林德 2023 年分地区类型营收来源

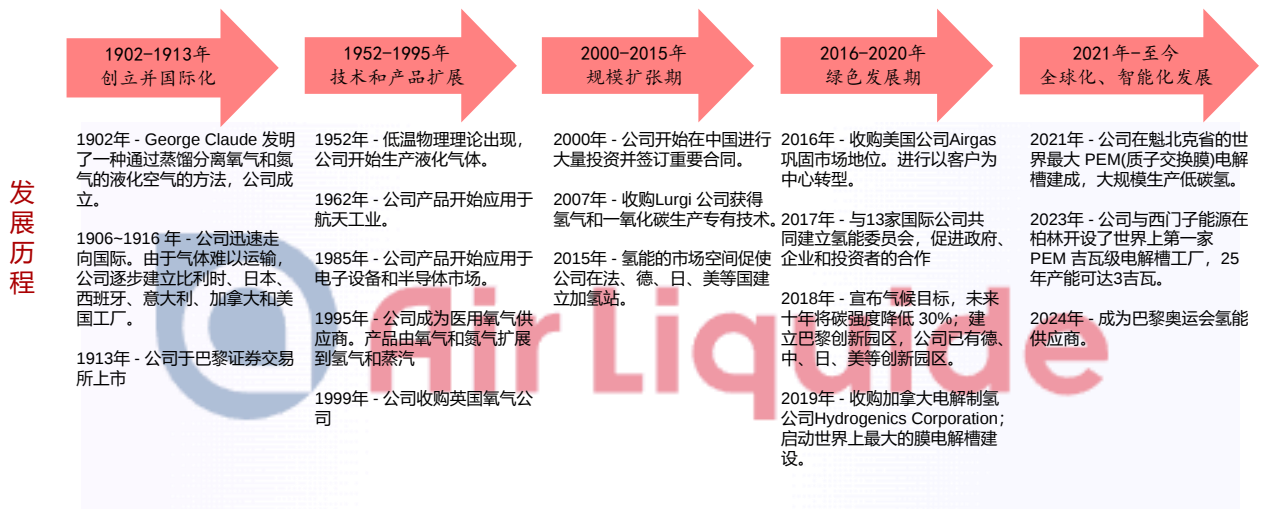


资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所整理

5.2 法国液化空气（Air Liquide）：全球工业气体龙头（法国）

- 法国液化空气集团成立于1902年，是工业和医疗气体的全球领导者，向钢铁、能源、化工、汽车制造、航空、食品加工和医疗健康等不同行业提供氧气、氮气、氢气和其它气体及相关服务。在60个国家和地区拥有66,300名员工，为400多万客户提供服务。

图39：法液空发展历程



资料来源：法液空公司官网，浙商证券研究所

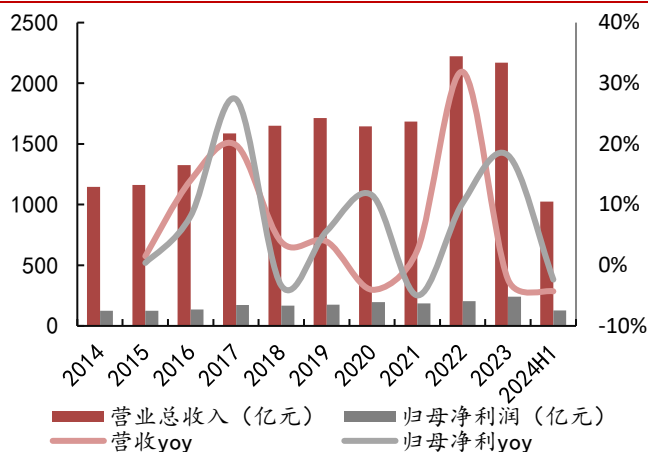
图40：法液空历史重要收购情况



资料来源：法液空公司官网，浙商证券研究所

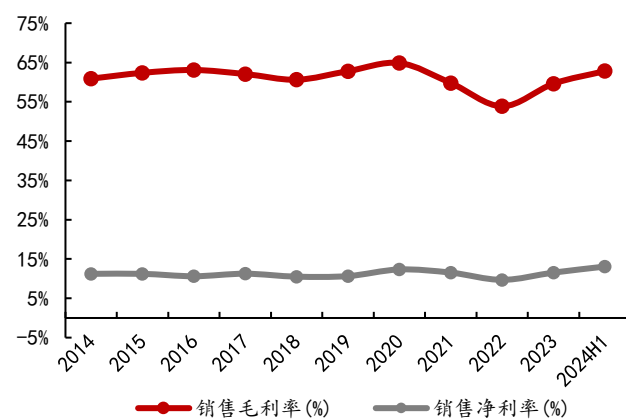
- **财务摘要：**法液空 2023 年营业收入 2169.7 亿元，过去五年 CAGR=5.6%；归母净利润 241.9 亿元，过去五年 CAGR=7.8%；2023 年净利率 11.6%，毛利率 59.6%。

图41：法液空过去五年营收/归母净利 CAGR=5.6%/7.8%



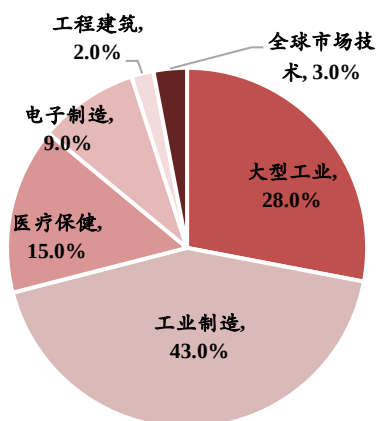
资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所整理

图42：法液空 2023 年净利率 11.6%，毛利率 59.6%



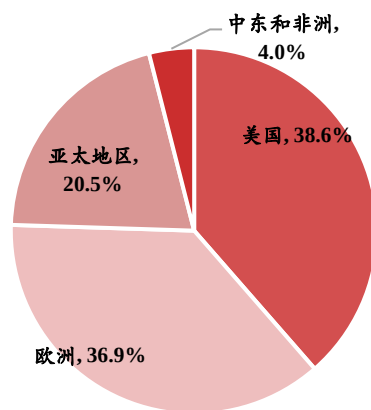
资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所整理

图43：法液空 2023 年分产品类型营收来源



资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所整理

图44：法液空 2023 年分地区类型营收来源

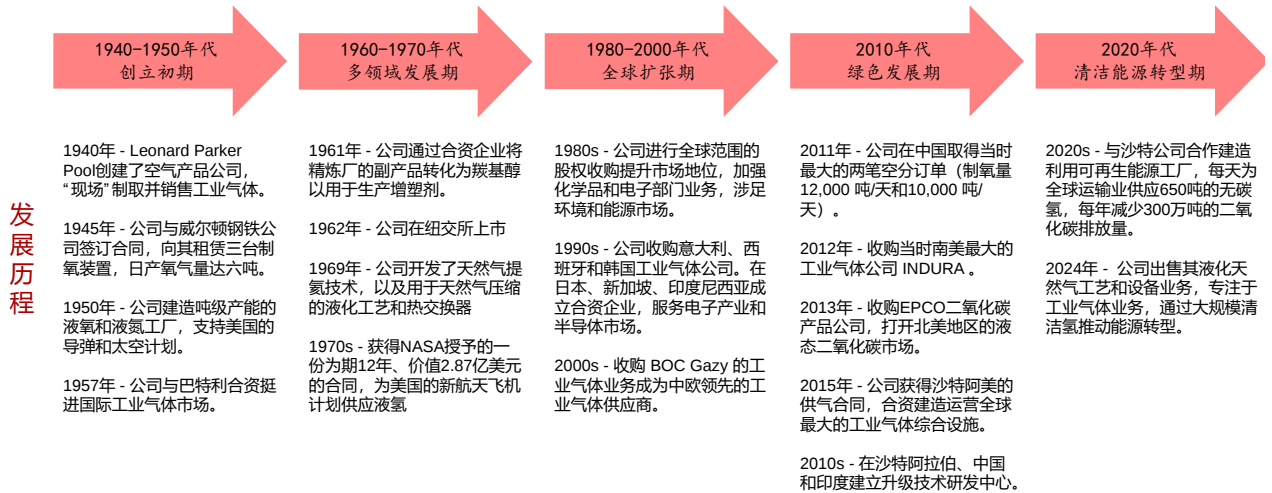


资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所整理

5.3 空气产品（AirProducts）：全球知名的工业气体及服务供应商（美国）

- 空气产品（AirProducts）公司成立于1940年，业务遍布50+国家/地区，工业气体管道约1,800英里，全球员工超23000人。产品应用于炼油、化工、金属、电子、加工制造和食品等。

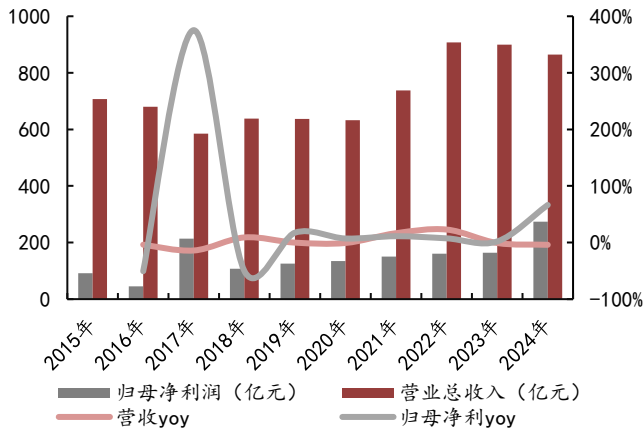
图45：空气产品发展历程



资料来源：空气产品公司官网，浙商证券研究所

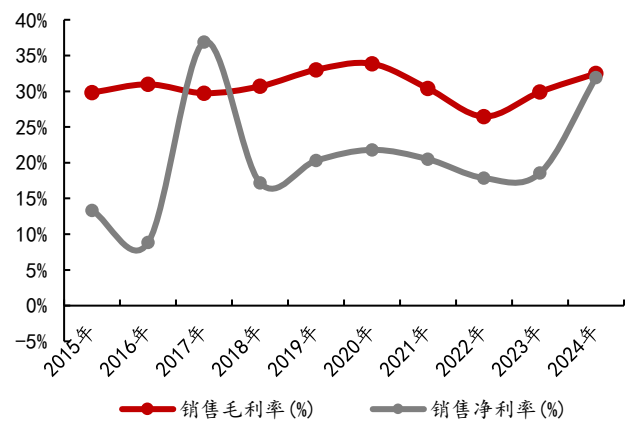
- 财务摘要：**公司2024财年营收864亿元，过去五年CAGR=6.3%；归母净利润273亿元，过去五年CAGR=16.8%；2024年净利率31.9%（24年LNG业务出售增利12亿美元，剔除后净利率22%），毛利率32.5%。

图46：空气产品过去五年营收/归母净利润 CAGR=6.3%/16.8%



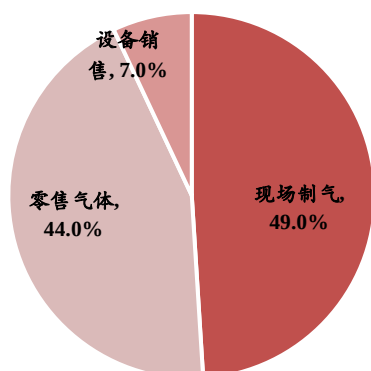
资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所整理

图47：空气产品2024年净利率31.9%，毛利率32.5%。



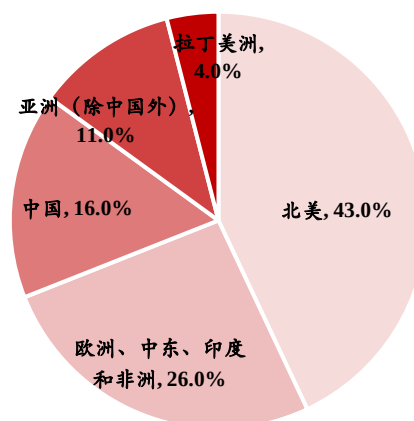
资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所整理

图48：空气产品 2024 年分产品类型营收来源



资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所整理

图49：空气产品 2024 年分地区类型营收来源



资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所整理

6 投资建议

6.1 杭氧股份：定位综合气体解决方案龙头供应商，迈向“中国的林德”

■ 杭氧股份：看好公司中长期在工业气体领域的大成长空间

短期——受益宏观经济复苏，如气价上涨、业绩弹性大

长期——受益行业需求增长+公司市占率提升+盈利能力提升，远期盈利空间超数倍，看好杭氧股份逐步迈向“中国的林德”

图50：看好杭氧股份未来逐步迈向“中国的林德”

全球综合气体解决方案供应商	中国综合气体解决方案供应商	主攻电子特气领域：专注某一类或某几类细分市场		气体配套设备或系统供应商、其他工业气体公司	
林德气体	杭氧股份	派瑞特气	德尔科技	至纯科技	中泰股份
法液空	气体动力	昊华科技	南大光电	正帆科技	硅烷科技
空气化工	陕鼓动力	华特气体	凯美特气	盛剑环境	深冷能源
大阳日酸	金宏气体	雅克科技	中巨芯	蜀道装备	启元气体
梅塞尔	侨源气体	广钢气体	和远气体	福斯达	宝锐特气

资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.2 盈利预测与估值

■ **投资建议：**预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 9.8、13.1、15.9 亿元，同比增速分别为-19%、34%、21%，对应 PE 分别为 22、17、14 倍。维持“买入”评级。

- 1) 空分设备：我们预计随着宏观经济（如 GDP）的增长，叠加公司在行业的头部地位、未来市占率向龙头集中，预计保持低增速稳健增长。毛利率因市场逐步走向成熟，有所下滑。
- 2) 气体销售：2024 年宏观经济承压、导致板块营收增速有限，随着 2025 年宏观刺激政策的逐步出台、预计未来增长有望加速，保持更高增速增长。毛利率有望随着产能利用率的提升逐步提升。
- 3) 其他业务：非公司核心业务板块，预计整体保持稳健。

表7：海外项目布局不断扩展

	2023A	2024E	2025E	2026E
空分设备收入（亿元）	42.39	49.17	51.63	54.21
yoy	5.68%	16.00%	5.00%	5.00%
毛利率	32%	25%	25%	24%
气体销售收入（亿元）	81.94	82.22	106.01	127.90
YOY	2.33%	0.34%	28.93%	20.66%
毛利率	19%	17%	19%	20%
工程总包（亿元）	0.89	0.92	0.94	0.97
乙烯冷箱产品（亿元）	4.85	4.90	4.95	5.00
其他主营业务（亿元）	3.02	2.00	2.00	2.00
工程总包毛利率	10%	12%	12%	12%
乙烯冷箱产品毛利率	16%	17%	17%	17%
其他主营业务毛利率	30%	26%	26%	26%
总营收（亿元）	133.09	139.21	165.53	190.08
yoy	3.96%	4.59%	18.91%	14.84%
毛利率（综合）	22.9%	19.9%	20.6%	21.2%

资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

■ **可比估值：**参考海外工业气体龙头林德、法液空、空气化工估值，杭氧股份作为国内工业气体龙头、迈向中国的“林德”，受益经济复苏、份额提升、品类拓展、全球化，估值相较海外龙头具提升潜力。

图51：杭氧股份：与工业气体主要上市公司估值比较

代码	公司	市值/亿元	归母净利润/亿元				PE				PB (LF)	ROE
			2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E		
LIN.O	林德	14,480	418	493	532	568	35	29	27	25	5.0	17%
AI.PA	液化空气集团	6,792	226	263	276	304	30	26	25	22	3.8	14%
APD.N	空气化工产品	4,681	163	187	195	213	29	25	24	22	4.4	18%
海外气体公司平均值							31	27	25			
002430.SZ	杭氧股份	218	12.1	12.2	9.8	13.1	18	18	22	17	3.4	14%
688146.SH	中船特气	158	3.8	3.3	3.1	4.2	41	47	52	38	3.4	6%
688548.SH	广钢气体	139	2.4	3.2	2.6	4.0	59	44	54	35	3.1	6%
601369.SH	陕鼓动力	152	9.7	10.2	10.8	12.4	16	15	14	12	1.6	12%
301286.SZ	侨源股份	147	1.2	2.0	0.0	0.0	126	73	-	-	6.9	12%
688268.SH	华特气体	58	2.1	1.7	2.0	2.7	28	34	29	22	5.0	9%
002549.SZ	凯美特气	45	1.7	-0.3	-	-	27	-177	-	-	3.5	-1%
002971.SZ	和远气体	40	0.8	0.8	0.0	0.0	54	48	-	-	3.5	6%
603173.SH	福斯达	38	1.4	1.9	2.7	3.5	27	20	14	11	2.6	13%
600378.SH	昊华科技	332	11.6	9.0	12.3	17.1	29	37	27	19	3.3	11%
002409.SZ	雅克科技	289	5.2	5.8	9.6	13.1	55	50	30	22	3.9	8%
300346.SZ	南大光电	237	1.9	2.1	3.4	4.5	127	112	70	53	6.9	10%
688106.SH	金宏气体	85	2.3	3.2	3.4	4.2	37	27	25	20	3.9	10%
688596.SH	正帆科技	110	2.6	4.0	5.5	7.8	42	27	20	14	3.9	13%
300435.SZ	中泰股份	46	2.8	3.5	2.8	4.3	17	13	17	11	1.8	11%
603324.SH	盛剑科技	41	1.3	1.7	1.9	2.5	32	25	22	16	2.5	10%
国内气体公司平均值							46	26	30			
工业气体公司平均值							44	26	29	22	4	10.5%

资料来源：国内公司来自Wind，海外公司来自彭博，预测部分杭氧为自主测算，其余来自一致预期，浙商证券研究所（截至2024年12月27日市值）

7 风险提示

■ 行业竞争风险及市场风险。

近年来，以我国为代表的新兴经济体的工业气体市场发展迅速，国际工业气体巨头都非常重视在中国市场的业务拓展，在不断巩固原有业务基础上开辟新的战略市场。

同时，随着国家产业结构调整的推进，市场对工业气体的需求呈现多样化和高端化，在工业气体的各个细分市场涌现出一批各具特色的气体生产企业，进一步加快了国内工业气体行业的成长，也加剧了行业内部的竞争。

工业气体部分下游行业，如钢铁、化工、冶金等，与宏观经济的景气程度有较强的相关性，宏观经济的波动将对这些行业的经营与发展产生相应影响，进而间接影响到工业气体公司的经营业绩和盈利能力。

■ **产品价格波动风险。**随着特种气体国产化水平的不断提高，成熟产品可能将会面临更激烈的市场竞争，另一方面国产气体公司将在更多领域与海外大型气体公司产生直接竞争，竞争环境的变化可能带来产品价格的波动。此外，技术的重大突破、下游产业发展趋势的变化都可能对供需产生影响，进而造成产品价格的波动。

■ **测算偏差风险。**若测算偏差，则对应结果或受影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	11365	11887	13746	15588
现金	3346	3346	3681	4049
交易性金融资产	2	1	1	1
应收账款	2659	2932	3596	4237
其它应收款	40	36	46	53
预付账款	1127	1116	1313	1499
存货	2496	2678	3152	3597
其他	1694	1779	1957	2153
非流动资产	11255	11515	11843	12154
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	203	203	203	203
固定资产	6656	7373	7949	8402
无形资产	515	545	583	644
在建工程	3047	2678	2382	2146
其他	834	716	726	759
资产总计	22620	23402	25589	27742
流动负债	8462	8810	10653	12352
短期借款	493	1317	2057	2807
应付款项	2011	2064	2430	2772
预收账款	0	0	0	0
其他	5957	5429	6166	6773
非流动负债	4077	4103	4093	4091
长期借款	2713	2713	2713	2713
其他	1363	1390	1380	1378
负债合计	12539	12914	14746	16444
少数股东权益	1184	1241	1318	1410
归属母公司股东权益	8897	9247	9525	9888
负债和股东权益	22620	23402	25589	27742

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2463	1547	1477	1728
净利润	1275	1037	1388	1685
折旧摊销	877	478	546	611
财务费用	103	166	172	191
投资损失	(31)	(38)	(42)	(45)
营运资金变动	277	201	22	(125)
其它	(37)	(298)	(610)	(589)
投资活动现金流	(3198)	(699)	(833)	(877)
资本支出	(2109)	(800)	(800)	(800)
长期投资	43	(38)	7	8
其他	(1132)	139	(40)	(85)
筹资活动现金流	534	(848)	(309)	(483)
短期借款	173	824	740	750
长期借款	174	0	0	0
其他	187	(1672)	(1049)	(1233)
现金净增加额	(201)	0	335	368

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13309	13921	16553	19008
营业成本	10260	11156	13135	14986
营业税金及附加	83	90	108	114
营业费用	188	167	195	222
管理费用	797	793	910	1045
研发费用	453	487	563	627
财务费用	103	166	172	191
资产减值损失	(32)	(70)	(83)	(95)
公允价值变动损益	0	50	50	50
投资净收益	31	38	42	45
其他经营收益	150	90	103	114
营业利润	1639	1307	1747	2127
营业外收支	4	6	10	7
利润总额	1644	1313	1757	2133
所得税	369	276	369	448
净利润	1275	1037	1388	1685
少数股东损益	59	57	76	93
归属母公司净利润	1216	980	1311	1593
EBITDA	2562	1953	2482	2937
EPS（最新摊薄）	1.24	1.00	1.33	1.62

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	3.95%	4.59%	18.91%	14.84%
营业利润	0.45%	-20.29%	33.71%	21.72%
归属母公司净利润	0.48%	-19.41%	33.81%	21.44%
获利能力				
毛利率	22.91%	19.86%	20.65%	21.16%
净利率	9.58%	7.45%	8.38%	8.87%
ROE	12.77%	9.53%	12.30%	14.39%
ROIC	9.26%	8.08%	9.81%	10.88%
偿债能力				
资产负债率	55.43%	55.18%	57.63%	59.27%
净负债比率	41.36%	39.79%	40.91%	42.39%
流动比率	1.34	1.35	1.29	1.26
速动比率	1.05	1.05	0.99	0.97
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.60	0.68	0.71
应收账款周转率	8.36	8.27	8.90	8.76
应付账款周转率	6.42	6.32	6.76	6.66
每股指标(元)				
每股收益	1.24	1.00	1.33	1.62
每股经营现金	2.50	1.57	1.50	1.76
每股净资产	9.04	9.40	9.68	10.05
估值比率				
P/E	17.95	22.27	16.64	13.70
P/B	2.45	2.36	2.29	2.21
EV/EBITDA	12.42	12.74	10.29	8.92

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>