

# 凯美特气 (002549)

## 2022 年报&2023 一季报点评: 2022 业绩增长 19.25%，特气表现亮眼贡献核心增量

买入 (维持)

2023 年 04 月 28 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 朱自尧

执业证书: S0600121080040

zhuzy@dwzq.com.cn

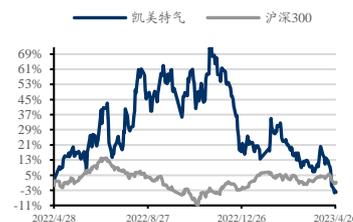
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	852	1,245	1,814	2,034
同比	28%	46%	46%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	166	245	341	396
同比	19%	48%	39%	16%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.26	0.38	0.53	0.62
P/E (现价&最新股本摊薄)	48.24	32.56	23.43	20.15

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- **事件:** 2022 年公司实现营收 8.52 亿元 (+27.66%)，归母净利润 1.66 亿元 (+19.25%)，加权平均 ROE 为 14.26% (+6.10pct)；2023Q1 实现营收 1.39 亿元 (-30.77%)，归母净利润-0.09 亿元 (-115.86%)。
- **2022 年营收&净利高增，特种气体业务表现亮眼营收大增 1305.83%。** 2022 年销售毛利率 39.76% (-2.19pct)，销售净利率 19.70% (+1.04pct)。分产品: 1) **特种气体:** 营收 2.58 亿元 (+1305.83%)，毛利率 51.90% (-31.89pct)。2) **二氧化碳:** 营收 2.45 亿元 (-18.88%)，毛利率 43.46% (-8.55pct)。3) **氢气:** 营收 1.71 亿元 (+8.96%)，毛利率 25.20% (-3.04pct)。4) **燃料类产品:** 营收 1.48 亿元 (+3.62%)，毛利率 35.6% (+6.03pct)。周转率上升，加权平均 ROE 提升 6.10pct。2022 年公司加权平均净资产收益率同比上升 0.92pct 至 14.36%。2022 年经营性现金流净额同减 26.99%至 1.85 亿元。
- **公司为我国液体二氧化碳龙头企业，具备渠道客源产能多重优势。** 1) **尾气回收工艺绑定大型央企渠道优势显著**，原料气来自上游特大型石化厂尾气回收，兼具气源稳定和成本优势；2) **高质量产品获食品饮料及工业客户广泛认可**，公司为可口可乐和百事可乐的中国策略供应商，覆盖食品饮料及工业界知名客户客源优质稳定；3) **产能持续扩张深度布局南方市场**，现有年产能 56 万吨二氧化碳，揭阳新建二氧化碳回收装置，一期建成规模 30 万吨/年，深度布局南方区域。
- **特气业务增速迅猛，多重保障驱动公司新一轮成长期。** 1) **持续充盈特气品类**，岳阳电子特气项目包括高纯二氧化碳、氮氟氦氩稀有气体、激光混配气等，宜章项目包含高纯氯化氢、氟化氢、溴化氢等。2) **提升原料自给保障**，巴陵 90,000Nm<sup>3</sup>稀有气体提取装置计划 2023Q2 投产，逐步实现稀有气体原料自给。3) **客户认证加速推进&订单放量:** 多项电子特气产品已获 ASML、法液空、COHERENT 认证。2022 年 M1-9，公司累计电子特气订单总销售额达 2.57 亿元，约为 2021 年全年订单金额的 13 倍，增速迅猛驱动公司新一轮成长期。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑稀有气体价格下滑因素，我们将 2023-2024 年公司归母净利润预测从 3.64/5.07 亿元下调至 2.45/3.41 亿元，预计 2025 年归母净利润为 3.96 亿元，2023-2025 年归母净利润增速为 48%/39%/16%，对应 33/23/20 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期，项目研发不及预期，市场价格波动风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	12.50
一年最低/最高价	12.19/22.88
市净率(倍)	6.42
流通 A 股市值(百万元)	7,758.90
总市值(百万元)	7,984.38

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	1.95
资产负债率(%，LF)	46.15
总股本(百万股)	638.75
流通 A 股(百万股)	620.71

### 相关研究

《凯美特气(002549): 获头部光刻机激光设备厂商认证，彰显综合实力电子特气驱动新一轮成长》

2023-02-03

《凯美特气(002549): 2022 年三季报点评: 营收环比上涨，电子特气订单饱满增厚业绩可期》

2022-10-31

**事件：**2022 年公司实现营业收入 8.52 亿元，同比增长 27.66%；归母净利润 1.66 亿元，同比增长 19.25%；扣非归母净利润 1.51 亿元，同比增长 19.92%。2023 年一季度公司实现营业收入 1.39 亿元，同比下降 30.77%，归母净利润-0.09 亿元，同比下降 115.86%，扣非归母净利润-0.13 亿元，同比下降 123.26%。

## 1. 2022 年营收&净利高增，特种气体表现亮眼

**2022 年归母净利润增 19.25%，2023Q1 业绩下滑。**2022 年公司实现营业收入 8.52 亿元，同比增长 27.66%，主要系新业务开发，生产规模不断扩大；归母净利润 1.66 亿元，同比增长 19.25%，销售毛利率 39.76%，同比降低 2.19pct，销售净利率 19.70%，同比下降 1.04pct，系 2022 年新业务成本上升所致。2023 年一季度公司实现营业收入 1.39 亿元，同比下降 30.77%，归母净利润-0.09 亿元，同比下降 115.86%，扣非归母净利润-0.13 亿元，同比下降 123.26%，销售毛利率 23.45%，同比下降 26.28pct，销售净利率-6.48%，同比下降 34.83pct。分业务来看：

1) **特种气体：**实现营业收入 2.58 亿元，同比增长 1305.85%，毛利率 51.90%，同比下降 31.89pct。收入占比由 2021 年的 2.75%增长至 2022 年的 30.33%。特种气体业务是公司今年大规模扩张的业务，订单大幅增加。未来该产品业绩表现将与下游半导体、光伏等行业的表现密切相关。

2) **二氧化碳：**实现营业收入 2.45 亿元，同比下降 18.88%，毛利率 43.46%，同比下降 8.55pct。二氧化碳收入占比由 2021 年的 45.31%降至 2022 年的 28.79%。

3) **氢气：**实现营业收入 1.71 亿元，同比增长 8.96%，占公司收入 20.05%；实现毛利率 25.20%，同比下降 3.04pct。

4) **燃料类产品：**实现营业收入 1.48 亿元，同比增长 3.62%，占公司收入 17.39%；实现毛利率 35.6%，同比增长 6.03pct。

5) **空分气体：**实现营业收入 0.28 亿元，占公司收入 3.34%；毛利率 5.87%。

**费用管控较好，期间费用率下降 19.81pct 至 25.21%。**2022 年公司期间费用同比增长 2.40%至 1.71 亿元，期间费用率下降 19.81pct 至 25.21%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 17.24%、下降 2.41%、增加 2.33%、增加 0%至 0.34 亿元、0.81 亿元、0.44 亿元、0.12 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 9.09pct、下降 22.18pct、下降 19.32pct、下降 20.37pct 至 4%、14.67%、5.12%、1.42%。

## 2. 盈利能力向好，加权平均 ROE 提升 6.10pct

**资产负债率上升。**2022 年公司资产负债率为 44.66%，同比上升 9.74pct。2022 年公司应收账款同比增长 138.92%至 1.49 亿元，应收账款周转天数同比增加 13.57 天至 44.58 天；存货同比增长 132.21%至 0.69 亿元，存货周转天数同比增加 8.18 天至 34.66 天；应付账款同比减少 0.91%至为 0.41 亿元，应付账款周转天数同比减少 15.45 天至 28.8 天，使净营业周期同比增加 37.2 天至 50.44 天。

**周转率上升，加权平均 ROE 提升 6.10pct。**2022 年公司加权平均净资产收益率同比上升 0.92pct 至 14.36%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2022 年公司销售净利率为 19.70%，同比下降 1.04pct，总资产周转率为 0.44（次），同比上升 0.03（次），权益乘数从 21 年的 1.6 上升至 22 年的 1.68。

## 3. 2022 年筹资活动现金流增加

**2022 年经营性现金流净额同减 26.99%至 1.85 亿元。**1) 2022 年公司经营活动现金流净额 1.85 亿元，同比减少 26.99%，主要系订单减少所致；2) 投资活动现金流净额-1.48 亿元，同比减少 7.5%，主要系投资收益减少所致；3) 筹资活动现金流净额 3.47 亿元，同比增加 427.64%，主要系本期吸收投资增加，收到借款数额大于偿还借款及其他筹资相关现金支出所致。筹资项目主要涉及电子级氯化氢、电子级溴化氢、高纯氟气、氟基混配气、高纯五氟化锑、电子级碳酰氟、电子级氟气、电子级乙炔和过氧化氢产品。

## 4. 二氧化碳：尾气回收发展循环经济，渠道客源产能多重优势

**把握“碳中和”时代机遇，尾气回收工艺环保属性凸显。**公司从成立至今一直致力于石化尾气治理行业，经过三十年的发展，公司成为了领先的以石油化工尾气(废气)火炬气回收利用的专业环保企业。公司产品由于纯度高、质量稳定，得到广大客户的认可。公司借助技术优势、市场布局优势、信息化优势等，与多家下游企业建立了长期、稳定的合作关系，产品市场占有率逐年上升。

**优势 1：尾气回收成二氧化碳最佳气源，毗邻建造生产线加强与上游合作渠道优势显著。**在碳中和形势下，国家节能减排的产业政策对石化企业碳减排要求趋严，上游石化企业尾气不能直接排空，必须由二氧化碳回收企业进行回收处理。尾气回收利用能够帮助其达到低成本的危废处理、节能减排的目的，推动上游石化企业与废气治理公司建立合作。公司子公司选址均与石化企业同地共建或相邻建，如公司的海南、安庆凯美特气体有限公司布局于中国石化海南炼油化工有限公司、中国石油化工股份有限公司安庆分公司周边，在有效降低运输成本的同时加强合作关系稳定性。

**优势 2: 产品质量获广泛认可, 客户资源强劲绑定多家海内外巨头客户。**公司二氧化碳产品下游客户广泛且稳定, 覆盖高端、直供户及气站等零售客户三大类客户群体。

**1) 高端客户主要为食品饮料用途客户, 成为可口可乐、百事可乐大型饮料集团的策略供应商。**公司已通过可口可乐和百事可乐的认证, 被可口可乐和百事可乐等公司确认为中国的策略供应商, 并与杭州娃哈哈集团、屈臣氏集团、百威英博啤酒集团、青岛啤酒、华润雪花啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒集团、中烟集团等众多知名食品饮料烟草客户建立合作。**2) 直供户主为特大型工业客户,**公司已与中国中车集团、三一重工、中联重科等特大型工业客户形成合作关系。**3) 零售客户主要为气站等零售客户。**

**优势 3: 现有二氧化碳产能 56 万吨/年, 传统业务持续扩产成长动力充沛。****1) 现有产能:**2021 年公司液体二氧化碳达产能规模达 56 万吨/年 (同增 10 万吨/年), 其中, 母公司湖南凯美特实现生产高纯食品级液体二氧化碳 20 万吨/年, 产能最大; 惠州凯美特次之, 每年可贡献 13 万吨液体二氧化碳产能; 安庆凯美特和福建凯美特也分别形成生产高纯食品级液体二氧化碳 10 万吨/年的生产能力; 海南凯美特已建设并投产年产一期食品级二氧化碳 3 万吨。此外公司的二氧化碳产品还包括优质干冰, 2021 年干冰产能达 2.3 万吨/年, 包括惠州凯美特 2 万吨/年、福建凯美特 3,000 吨/年干冰产能。**2) 扩产计划:**新增福建凯美特高纯二氧化碳 10 万吨/年扩产规划, 扩产后该项目总规模达 20 万吨/年。**3) 拟建项目:**公司与揭阳大南海石化工业区管理委员会签订完成战略合作协议, 拟在揭阳新建二氧化碳回收装置, 一期建成后将新增 30 万吨/年高纯食品级二氧化碳产能。持续增强公司传统产业食品级二氧化碳的规模优势。

## 5. 电子特气: 发展势头强劲, 驱动公司新一轮成长期

**电子特气业务快速发展。**电子特气是工业发展不可或缺的关键性材料, 广泛应用于集成电路、显示面板、光伏能源、等产业。电子特气对生产环境和技术的要求较为苛刻, 技术附加值较高。根据公司发展战略和产业布局, 在巩固二氧化碳气体行业龙头地位的基础上, 加速向全方位的电子特气领域延伸, 形成行业内具有较大影响力的专业电子特气和混配气体研发及生产加工基地, 聚焦电子特气的研发生产, 不断填补高端电子特种气体领域的国内空白, 打破国外垄断、逐步实现进口替代。

**特种气体原料货源稳定, 产业链向前延伸未雨绸缪。**公司于谋求高端电子特气发展道路初期, 提前储备部分稀有气体原料, 满足目前公司电子特种稀有气体及混配气产能相关原料需求, 保障特气原料安全; 2018 年公司正式确立岳阳电子特气项目, 同年公司布局巴陵中石化 9 万空分项目, 并有望于 2023 年上半年投产, 意味着公司氖气、氩气、氙气等稀有气体原料将会逐步实现自给。

**发力高技术壁垒特气产品, 逐步实现国产替代。**公司致力于发展高端、高技术含量电子特气, 采用国产化可靠的装置设备以及国外进口成熟的工艺技术, 填补高端电子特

气国内空白，逐步实现进口替代；公司与美国顶尖的电子特气团队合资，承袭全球最先进技术。目前公司已配备专业高纯气体及混配气体分析实验室，内含 6 套分析与处理系统、30 余台色谱、傅立叶变换红外光谱仪等设备，可实现 ppb 级杂质含量的测量，持续保障产品净度质量。

**2021 年公司电子特气获得海内外多家客户认证，逐步打开电子特气国内外市场。** 历时 12 个月公司二氧化碳、氦、氩产品于 2021 年 2 月获得法国液化空气集团认证，2021 年 9 月激光混配气产品通过国际龙头激光企业 **Coherent** 认证，2023 年 2 月 2 日，公司控股子公司岳阳凯美特电子特种稀有气体有限公司光刻气产品获得 ASML 子公司 Cymer 公司合格供应商认证函。为保证气体的稳定供应，终端用气客户与气体供应商的合作关系普遍长期且牢固，替换成本较高。为满足客户的个性化需求，双方会建立反馈机制提质增效，进一步加强客户黏性。目前公司激光混配气产品认证效益日趋显著，已通过电商平台在法国、英国、美国、日本、韩国等海外多地批量销售，有望成为未来营收亮点。

**盈利预测与投资评级：**考虑稀有气体价格下滑因素，我们将 2023-2024 年公司归母净利润预测从 3.64/5.07 亿元下调至 2.45/3.41 亿元，预计 2025 年归母净利润为 3.96 亿元，2023-2025 年归母净利润增速为 48%/39%/16%，对应 33/23/20 倍 PE，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期、项目研发不及预期、市场价格波动风险。

## 凯美特气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1,253</b>	<b>1,582</b>	<b>2,071</b>	<b>2,537</b>	<b>营业总收入</b>	<b>852</b>	<b>1,245</b>	<b>1,814</b>	<b>2,034</b>
货币资金及交易性金融资产	998	1,292	1,572	2,143	营业成本(含金融类)	513	751	1,087	1,210
经营性应收款项	177	202	349	279	税金及附加	7	12	21	24
存货	69	75	134	99	销售费用	34	55	80	90
合同资产	0	0	0	0	管理费用	81	143	218	244
其他流动资产	10	13	15	15	研发费用	44	75	116	130
<b>非流动资产</b>	<b>983</b>	<b>997</b>	<b>948</b>	<b>901</b>	财务费用	12	22	17	13
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	20	62	73	81
固定资产及使用权资产	702	709	653	599	投资净收益	6	9	11	12
在建工程	23	33	43	53	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	86	83	80	78	减值损失	-1	1	1	1
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>187</b>	<b>259</b>	<b>360</b>	<b>418</b>
其他非流动资产	172	172	172	172	营业外净收支	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,236</b>	<b>2,579</b>	<b>3,019</b>	<b>3,438</b>	<b>利润总额</b>	<b>188</b>	<b>259</b>	<b>360</b>	<b>418</b>
<b>流动负债</b>	<b>871</b>	<b>999</b>	<b>1,129</b>	<b>1,181</b>	减:所得税	20	13	18	21
短期借款及一年内到期的非流动负债	651	651	651	651	<b>净利润</b>	<b>168</b>	<b>246</b>	<b>342</b>	<b>398</b>
经营性应付款项	43	88	102	110	减:少数股东损益	2	1	1	1
合同负债	2	3	4	5	<b>归属母公司净利润</b>	<b>166</b>	<b>245</b>	<b>341</b>	<b>396</b>
其他流动负债	175	257	371	415	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.26	0.38	0.53	0.62
非流动负债	127	97	67	37	EBIT	191	271	365	417
长期借款	95	65	35	5	EBITDA	299	394	492	551
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	39.76	39.69	40.08	40.51
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	19.43	19.70	18.79	19.47
其他非流动负债	31	31	31	31	收入增长率(%)	27.66	46.09	45.70	12.16
<b>负债合计</b>	<b>999</b>	<b>1,096</b>	<b>1,196</b>	<b>1,218</b>	归母净利润增长率(%)	19.25	48.16	38.98	16.23
归属母公司股东权益	1,234	1,478	1,818	2,213					
少数股东权益	4	5	6	7					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,238</b>	<b>1,483</b>	<b>1,823</b>	<b>2,220</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,236</b>	<b>2,579</b>	<b>3,019</b>	<b>3,438</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	185	492	419	716	每股净资产(元)	1.93	2.31	2.85	3.46
投资活动现金流	-148	-208	-148	-154	最新发行在外股份(百万股)	639	639	639	639
筹资活动现金流	347	-71	-71	-71	ROIC(%)	9.63	12.31	14.72	14.72
现金净增加额	385	214	201	491	ROE-摊薄(%)	13.42	16.59	18.75	17.90
折旧和摊销	108	123	127	134	资产负债率(%)	44.66	42.51	39.61	35.43
资本开支	-115	-137	-79	-86	P/E(现价&最新股本摊薄)	48.24	32.56	23.43	20.15
营运资本变动	-96	93	-79	157	P/B(现价)	6.47	5.40	4.39	3.61

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

