下载日志已记录，仅供内部参考

广钢气体（688548.SH）

买入（首次评级）

公司深度研究

证券研究报告

电子大宗自主龙头，氦气涨价受益核心

机械组

分析师：满在朋（执业 S1130522030002）

manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师：李子安（执业 S1130526010002）

lizian@gjzq.com.cn

市价（人民币）：33.41 元

目标价（人民币）：56.43 元

投资逻辑：

承林德衣钵，电子大宗气自主可控龙头。（1）电子大宗气为半导体、面板等客户供应高纯氮、氩、氦等气体，主要为现场制气模式，商业模式长期稳定，强者恒强（2）公司与林德合资长达 30 年，自 2018 年开始独立中标电子大宗气项目，打破外资垄断；2020 年吸收林德剥离的氦气业务和气体项目，开启自主发展，根据公司年报，2024 年公司电子大宗气新增项目市占率达 41%，居全国第一；公司利润止跌回升，2025 年实现收入 24.2 亿元，同比+15.3%，归母净利润 2.9 亿元，同比+15.2%。

国内晶圆加速扩产，公司竞争优势凸显。（1）AI 拉动存储芯片需求，受工艺复杂度和需求双升的影响，存储芯片价格暴涨。根据 Yole 和 Counterpoint，2024 年我国 DRAM 和 NAND 市场占全球比重分别为 26%和 33%，但 25Q4 长鑫存储在全球 DRAM 市场份额仅 5%，长江存储在全球 NAND 市场份额仅 11%，全球存储产能被韩美日垄断。全球存储 IDM 资本开支恢复扩张，长鑫、长存纷纷启动上市计划，大规模扩产在即。（2）制气技术比肩外资，根据公司招股书和年报，公司 6 种电子大宗气体纯度均达 9N 级，单个杂质含量控制在 ppb 级，开发“

（3）公司是长鑫存储的重要供应商，根据公司上市反馈回复，公司已签订合肥、北京长鑫两个项目共计 13.9 万 Nm^3/h，并有望显著受益本轮国产存储芯片扩产。

地缘冲突持续，公司受益于氦气涨价。（1）氦气在半导体、医疗等领域应用广泛，是全球稀缺的战略物资。我国氦气主要依赖进口，根据智研咨询，2025 年我国氦气进口自卡塔尔、俄罗斯的比例分别为 55%、44%。（2）氦气供应链非常脆弱，3 月以来受美伊冲突与俄罗斯氦气出口管制影响，全球氦气供应链受到极大扰动，根据卓创资讯工业气体，2026 年 4 月 14 日我国管束高纯氦气周均价为 439.4 元/立方米，同比上涨 353%，涨速快于 2022 年。（3）根据公司年报，公司是国内唯一一家同时拥有大批量、长期协议及全球多地气源采购渠道的内资气体企业；公司依托 4K 温区液氦冷箱建立起稳健的库存保障，在本次氦气危机中凸显保供能力。

盈利预测、估值和评级

预计 26/27/28 年公司实现归母净利润 6.2/7.5/9.6 亿元，同比+117%/+21%/+28%，对应 EPS 为 0.47/0.57/0.73 元。考虑到公司为电子大宗气龙头，存储芯片扩产和氦气涨价利润弹性较大，给予 26 年 120xPE，目标价 56.43 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

晶圆厂扩产不及预期、竞争加剧、氦气供应波动、限售股解禁。



公司基本情况（人民币）

项目	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
营业收入(百万元)	2,103	2,424	3,320	4,452	5,983
营业收入增长率	14.60%	15.26%	36.94%	34.08%	34.40%
归母净利润(百万元)	248	286	620	751	960
归母净利润增长率	-22.42%	15.21%	117.18%	21.04%	27.79%
摊薄每股收益(元)	0.188	0.217	0.470	0.569	0.727
每股经营性现金流净额	0.32	0.61	0.77	0.86	1.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.26%	4.76%	9.45%	10.33%	11.74%
P/E	53.58	67.15	71.05	58.70	45.94
P/B	2.28	3.20	6.71	6.07	5.39

来源：公司年报、国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1、广钢气体：电子大宗气自主可控龙头 4
1.1 电子大宗气大多为现场制气，经营稳健强者恒强 4
1.2 承林德衣钵，电子大宗气自主可控破局者 5
2、国内晶圆加速扩产，公司竞争优势凸显 7
2.1 AI 存储超级周期，两存扩产剑指全球 7
2.2 制气技术比肩外资，项目释放客户升级 11
2.3 重大项目经验丰富，存量规模逐渐扩大 12
3、氦气涨价受益核心，地缘冲突彰显供应链价值 12
3.1 氦气是重要的半导体材料，属于战略资源 12
3.2 氦气供应链脆弱，本轮供给冲击有望显著大于 2022 年 14
3.3 公司氦气供应链完善，地缘冲突下迎价值重估 15
4、盈利预测与投资建议 16
4.1 盈利预测 16
4.2 投资建议及估值 17
风险提示 17

图表目录

图表 1： 电子大宗气与电子特气的产品、应用环节、供应模式等存在本质区别 4
图表 2： 现场制气合同收费方式分为固定收费和变动气费 4
图表 3： 公司现场制气项目示意图 5
图表 4： 公司在我国芯片制造和半导体显示领域新建现场制气项目的市占率逐年爬升 5
图表 5： 公司收入 70%以上来自电子大宗气 6
图表 6： 公司电子大宗气下游晶圆制造占比逐渐提升 6
图表 7： 公司收入随项目增加、氦气供应扩大而持续增长 6
图表 8： 2025 年公司利润恢复增长 6
图表 9： 公司毛利率处于电子气体可比公司中等水平 7
图表 10： 公司收入增速处于电子气体可比公司中等水平，但较为稳健 7
图表 11： 公司毛利率低于半导体设备可比公司平均水平 7
图表 12： 公司收入增速低于半导体设备公司平均水平 7
图表 13： 存储芯片是全球第二大半导体市场 8
图表 14： 受数据中心拉动，存储需求预计持续增长 8
图表 15： 存储芯片主要产品为 DRAM、NAND 8

图表 16： HBM 和 DRAM 主导存储需求大增 8
图表 17： NAND 层数提升 9
图表 18： NAND 存储密度提升 9
图表 19： 存储芯片价格暴涨（美元） 9
图表 20： DRAM CR3 为 91%，极度集中在韩、美 10
图表 21： NAND 市场长江存储份额也仅 11% 10
图表 22： 存储资本开支重启，26 年预计占全球 IDM 资本开支的 77.7% 10
图表 23： 中芯国际稼动率持续提升 11
图表 24： 中国半导体设备销售拐点向上 11
图表 25： 公司在中小型制氮装置上能满足客户更多样化的用气需求 11
图表 26： 公司是长鑫存储、晶合集成、华星光电等龙头客户的电子大宗气核心供应商 12
图表 27： 氦气有多种下游应用 12
图表 28： 2024 年核磁共振、半导体占我国氦气下游需求一半以上 13
图表 29： 全球氦气生产集中在卡塔尔和美国 13
图表 30： 我国氦气主要进口自卡塔尔和俄罗斯，俄罗斯份额快速提高 14
图表 31： 目前正在发生本世纪第五次全球氦气危机 14
图表 32： 我国氦气价格相比中东战争前上涨 478%，涨速快于 2022 年（元/方） 15
图表 33： 公司氦气生产工艺包含诸多自主研发设备 16

1、广钢气体：电子大宗气自主可控龙头

1.1 电子大宗气大多为现场制气，经营稳健强者恒强

工业气体广泛应用于电子半导体制造行业，电子气体包含电子大宗气和电子特种气。根据公司招股书，电子大宗气与电子特气在气体品种及用量、应用环节、供应模式、合作期限、纯度要求等方面存在本质不同。

图表1：电子大宗气与电子特气的产品、应用环节、供应模式等存在本质区别

项目	电子大宗气	电子特气
气体品种及用量	氮气、氦气、氧气、氢气、氩气、二氧化碳等，单一品种用量较大	据统计，现有特种气体达 260 余种，单一品种用量较小
应用环节	作为环境气、保护气、清洁气和运载气等应用在电子半导体生产的各个环节	单一品种仅在电子半导体生产的部分特定环节使用
供应模式	现场制气为主，通过在客户现场建设制气装置，集中、大规模、不间断供应，对供应安全性、稳定性、可靠性要求极高	零售供气为主，通过气瓶运送至客户现场
合作期限	下游客户单个工厂/产线一般仅有一个电子大宗气体现场制气供应商，合同期通常为 15 年甚至更长，合同存续期内基本无法更换	一般情况下，单一供应商仅能供应数种至数十种特种气体，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
最高纯度要求	9N，甚至更高	6N
竞争情况	全球市场基本由林德气体、液化空气、空气化工三大外资气体公司垄断，由于技术和资本壁垒，参与者较少，行业集中度较高	由于气体品种较多，单一公司无法供应全部气体，因此参与者较多，行业集中度相对较低

来源：公司招股书，国金证券研究所

根据公司招股书，电子大宗气大多采用现场制气模式，即第三方气体供应商在客户重点项目周边修建并运营气体工厂，通过管道集中、大规模、不间断地向客户工厂供气；少部分采用零售供气模式，即气体工厂的多余产能可以液化后向客户运输。此外，气体公司还会提供现场储存、气化、调压、纯化、过滤等整体解决方案来维持客户的用气稳定性。

现场供气模式的优点为长周期稳定供气，非常适合面板、半导体等大型电子客户，气体公司通常与客户签订 15 年长期供应协议，并收取固定收费和变动气费。

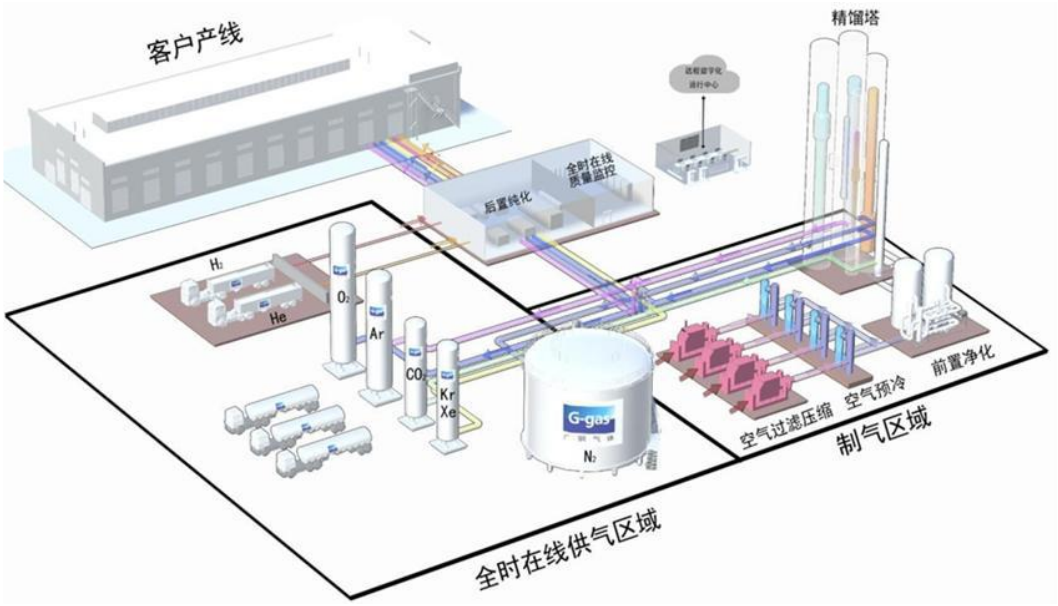
图表2：现场制气合同收费方式分为固定收费和变动气费

项目		确定依据	调整频率
固定收费		根据项目预期投资规模、目标回收期、运营成本等测算，通常固定收费在目标回收期内的现值可以覆盖前期投资成本	通常每年一次，根据上年 CPI、PPI、地区人均工资等因素进行调整
变动气费	管道气收费	现场制气装置（电子大宗项目为制氮机的氮，通用大宗项目为空分的氧氮氩），若公司承担水电费，则根据能源等成本情况采取成本加成原则定价；不承担则不收取	与能源价格变动同步调整
		除上述气体外的氧氩氢氦二氧化碳，单价参考项目地的气体市场价格（仅电子大宗气项目适用）	通常每年一次，根据上年 CPI、PPI、地区人均工资、能源价格等因素进行调整（氦气根据市场价格调整，周期通常短于一年）
	补充液体收费	通常为现场制气装置投产前或产能不足时收取，参照项目地的气体市场价格	通常每年一次，根据上年 CPI、PPI、地区人均工资、能源价格等因素进行调整

来源：公司上市反馈回复，国金证券研究所

电子大宗气项目具有排他性，由于需要长周期重资产稳定供气，一般客户极少中途更换供应商；并且由于项目运行的复杂性，通常有过往项目经验的供应商更容易获得新增项目的订单，因此电子大宗气厂商在经营稳健的同时，极易形成强者恒强的竞争格局。

图表3：公司现场制气项目示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

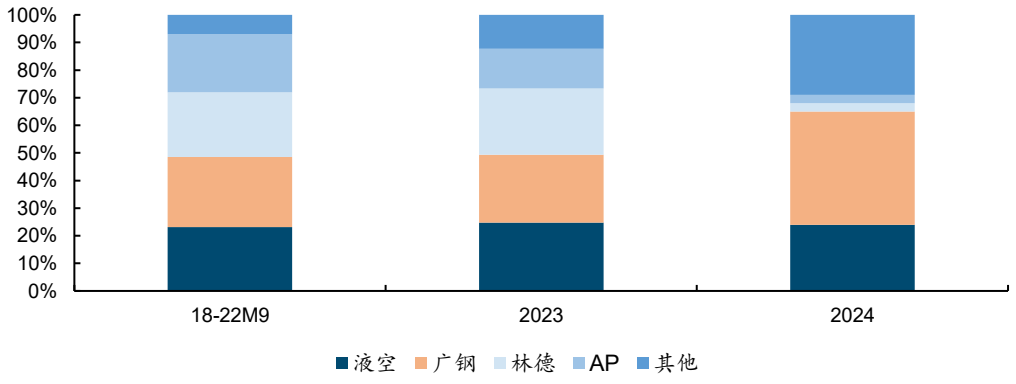
1.2 承林德衣钵，电子大宗气自主可控破局者

公司成立于 1969 年，最初是广州钢铁厂的气体分厂。1991 年，广州钢铁与林德港氧合资设立粤港气体，随后珠江气体、广州广钢、深圳广钢等与林德合作的现场制气项目公司相继成立，公司自此开始学习林德的气体生产销售经验。2014 年，广钢集团成立广州广钢气体能源有限公司。2018 年公司中标惠科股份（面板）现场制气项目，打破了外资在电子大宗气的垄断格局。

林德与普莱克斯合并，为满足国家反垄断要求，剥离部分亚洲气体业务。2020 年，公司获得了林德剥离的氦气业务和前述四家气体公司的控股权，氦气业务包括近 9000 万标准立方英尺的氦气客户合同和澳大利亚达尔文、卡塔尔一期、卡塔尔二期、俄罗斯阿穆尔四个气源地的氦气采购合同中的部分氦气产能。随后，公司陆续自主实现在氦气储运、冷却等环节的技术突破。

公司目前是国内电子大宗气“1+3”格局中唯一的中国企业。根据公司年报和招股书，公司在半导体和面板领域新增现场制气项目市占率由 18-22M9 的 25.4%提升到 2024 年的 41%，居全国第一。

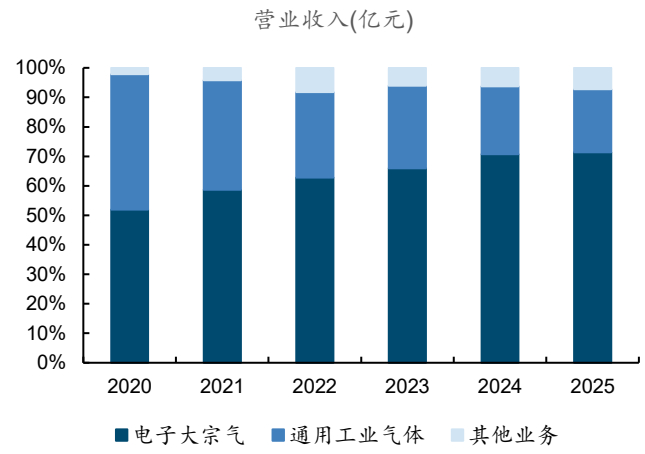
图表4：公司在我国芯片制造和半导体显示领域新建现场制气项目的市占率逐年爬升



来源：公司公告，国金证券研究所

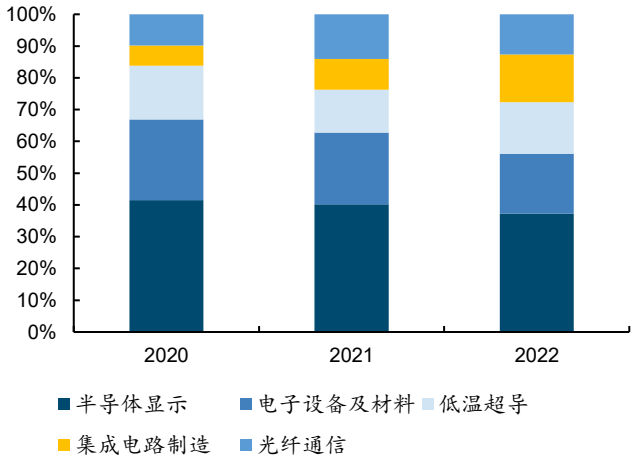
目前公司主营业务为电子大宗气，辅营通用大宗气，根据公司公告，2025 年公司收入的 71%来自电子大宗气，其余主要为通用工业气体。公司电子大宗气业务主要下游早年间为半导体显示，但晶圆制造占比近年来逐渐提升。

图表5：公司收入70%以上来自电子大宗气



来源：公司公告，国金证券研究所

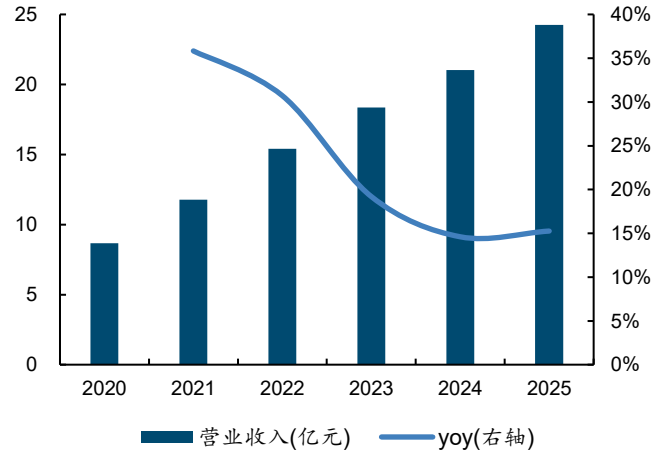
图表6：公司电子大宗气下游晶圆制造占比逐渐提升



来源：公司公告，国金证券研究所

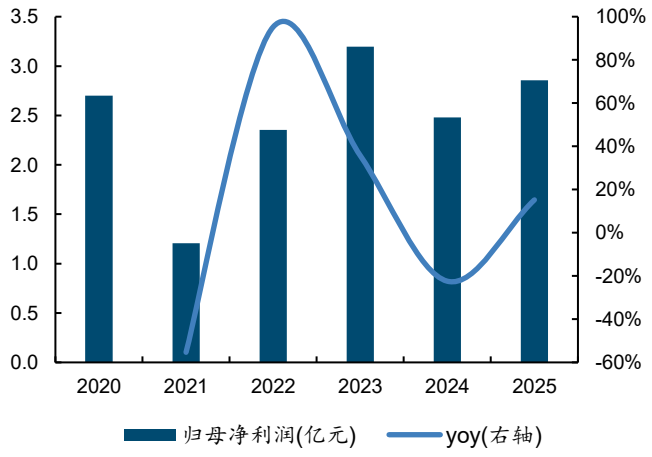
公司收入端增速先快再企稳，主因早年间公司收入较低，新增项目贡献百分比较大，且2024年氦气价格下滑，导致收入增速略有放缓。公司净利润端波动较大，2020年因收购林德项目获得2.6亿金融资产收益，2024年因氦气价格大幅下滑，利润出现下滑。2025年随着合肥长鑫、长鑫集电、晶合集成等项目进入稳定用气阶段，加上氦气价格止跌，收入利润双双得以稳健增长。我们认为随着后面电子大宗气客户开拓、重资产投资项目爬产，以及氦气价格回升，公司收入利润有望实现持续增长。

图表7：公司收入随项目增加、氦气供应扩大而持续增长



来源：公司公告，国金证券研究所

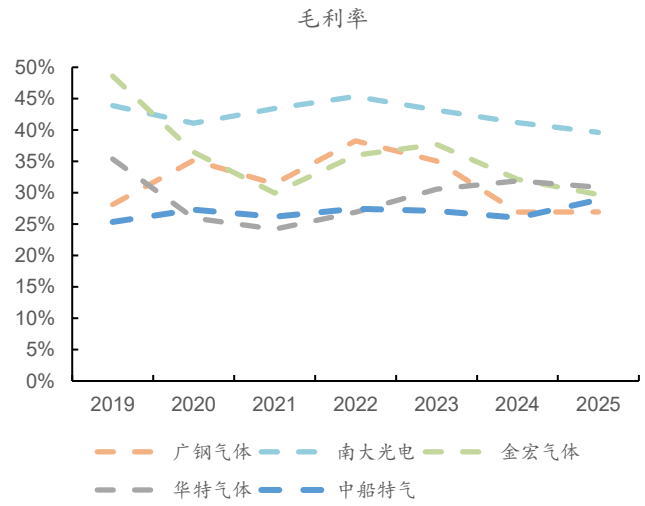
图表8：2025年公司利润恢复增长



来源：公司公告，国金证券研究所

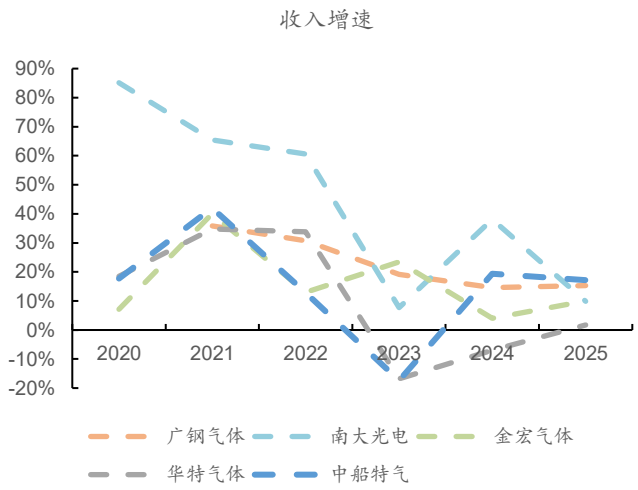
对比电子气体可比公司，公司的毛利率和收入增速均处于中间水平，综合来看经营更加稳健。可比公司大多为电子特气公司，2021-2023年业绩普遍受益于半导体和光伏需求高涨，但随后毛利率呈下滑态势、收入增速显著下降，反映出化工品竞争加剧，相关下游需求减弱。虽然公司业务中的氦气收入的规模和利润率也因氦气价格下滑而有所下降，但现场制气的照付不议模式决定了公司收入能够持续增长。此外，电子大宗气的毛利率普遍要低于电子特气。

图表9：公司毛利率处于电子气体可比公司中等水平



来源：各公司公告，国金证券研究所

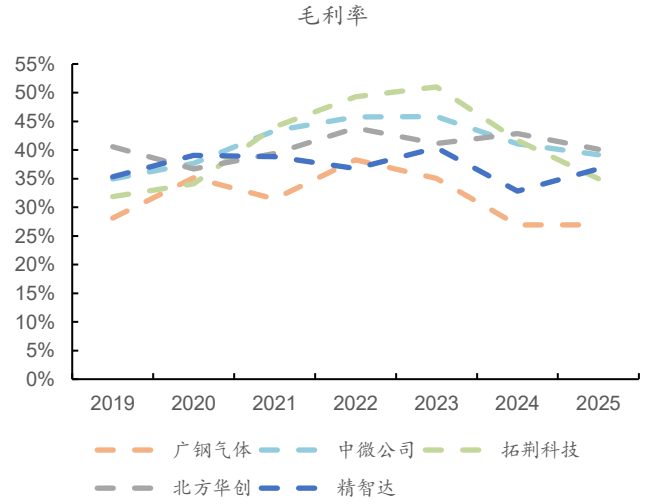
图表10：公司收入增速处于电子气体可比公司中等水平，但较为稳健



来源：各公司公告，国金证券研究所

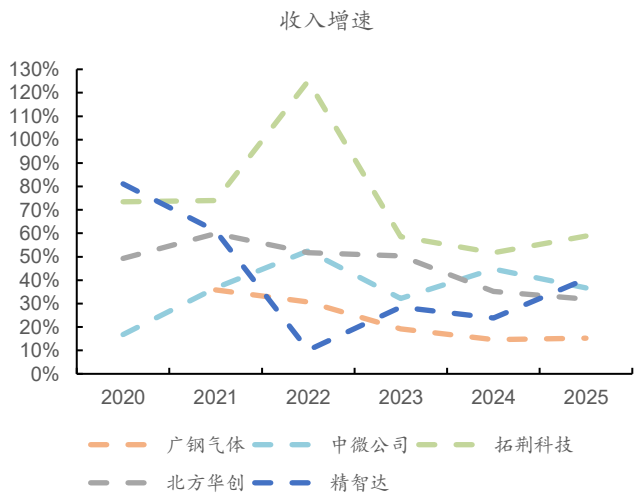
对比半导体设备可比公司，公司的毛利率和收入增速均处于较低水平。毛利率较低主因电子大宗气大多以成本加成方式定价，商业模式胜在收入稳定，而且半导体设备企业产品的技术难度更高。收入增速低于半导体设备可比公司，主因公司获取项目、投产直至满产需要经历较长时间，而且新增项目带来的增速会因存量项目增加而边际效应下降；此外半导体设备公司国产替代更加显著，公司本身已经在电子大宗气领域获得较大份额。

图表11：公司毛利率低于半导体设备可比公司平均水平



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表12：公司收入增速低于半导体设备公司平均水平



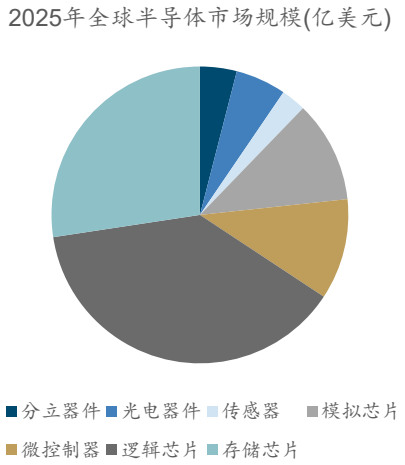
来源：各公司公告，国金证券研究所

2、国内晶圆加速扩产，公司竞争优势凸显

2.1 AI 存储超级周期，两存扩产剑指全球

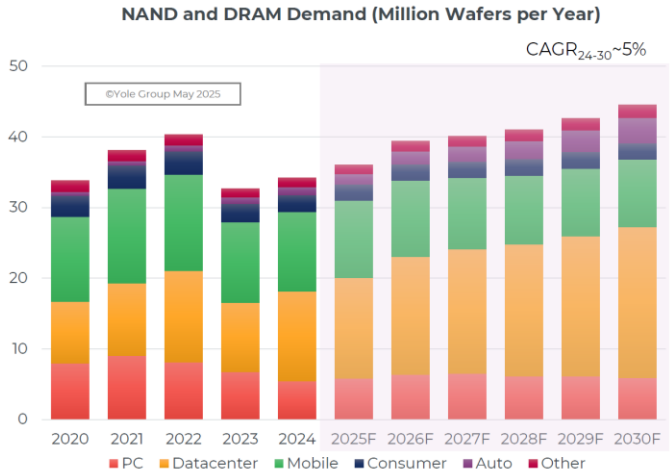
存储芯片是集成电路第二大细分品类。根据 WSTS，2025 年存储全球市场空间为 2116 亿美元，占集成电路比重为 27.4%，仅次于逻辑芯片。根据 Yole，2024-2030 年全球存储芯片需求年复合增速预计为 5%，主要高增来源为数据中心（CAGR 约 9%）和汽车（CAGR 约 21%）。受益车载计算平台集中化、传感器数量增加以及高阶智能驾驶渗透率提升，单车存储容量有望快速上行；AI 训练与推理需求扩张推动数据中心持续加大对高容量、高带宽存储的投入；传统终端市场则受制于出货趋稳、创新节奏放缓等因素需求，存储需求在 2024-2030 年间整体呈现负增长。

图表13：存储芯片是全球第二大半导体市场



来源：WSTS，国金证券研究所

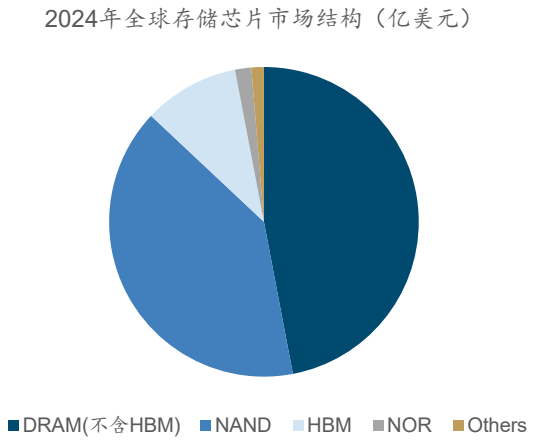
图表14：受数据中心拉动，存储需求预计持续增长



来源：Yole，国金证券研究所

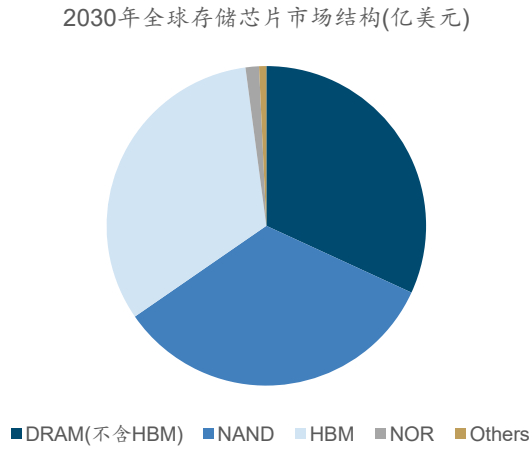
HBM 和 DRAM 主导全球存储需求大增。根据 Yole，DRAM 和 NAND 分别占全球存储市场 47%和 40%的空间，此外 10%的市场为 HBM；分产品看，2024-2030 年 HBM 市场空间预计由 174 亿美元提升到 980 亿美元，CAGR 为 33%；普通 DRAM 市场空间 CAGR 则为 12%。HBM 和 DRAM 主导存储需求大增。

图表15：存储芯片主要产品为 DRAM、NAND



来源：Yole，国金证券研究所

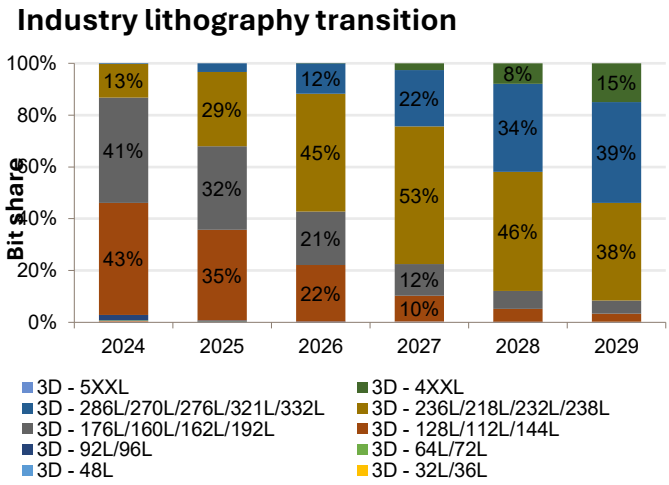
图表16：HBM 和 DRAM 主导存储需求大增



来源：Yole，国金证券研究所

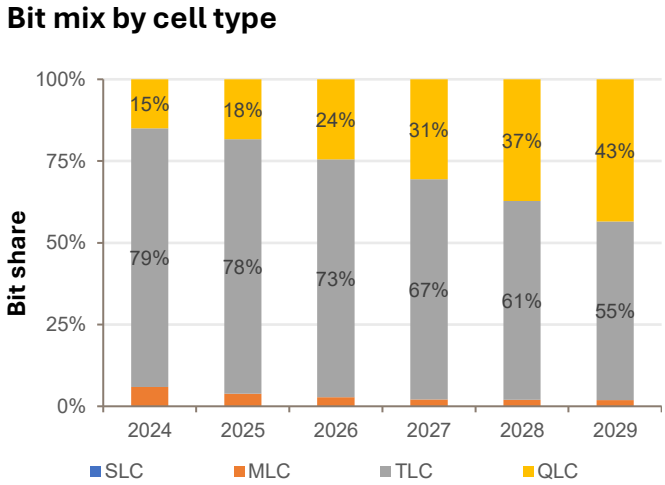
HBM 的单价、毛利率、晶圆消耗量显著大于普通 DRAM，因此 HBM 需求占比大幅提升，对 DRAM 产能造成了严重的积压。NAND 行业也出现了因层数提高带来的工艺复杂度提升的情况。根据 Omdia，NAND 行业向更高层数、每单元位数更多（QLC 占比提升）发展，这些技术需要更长的工艺周期、更复杂的堆叠步骤和更漫长的客户认证过程，因此也需要更长的产能爬坡时间，良率控制也更难。

图表17：NAND 层数提升



来源：Omdia，国金证券研究所（注：2025-2029 年数据为预测值）

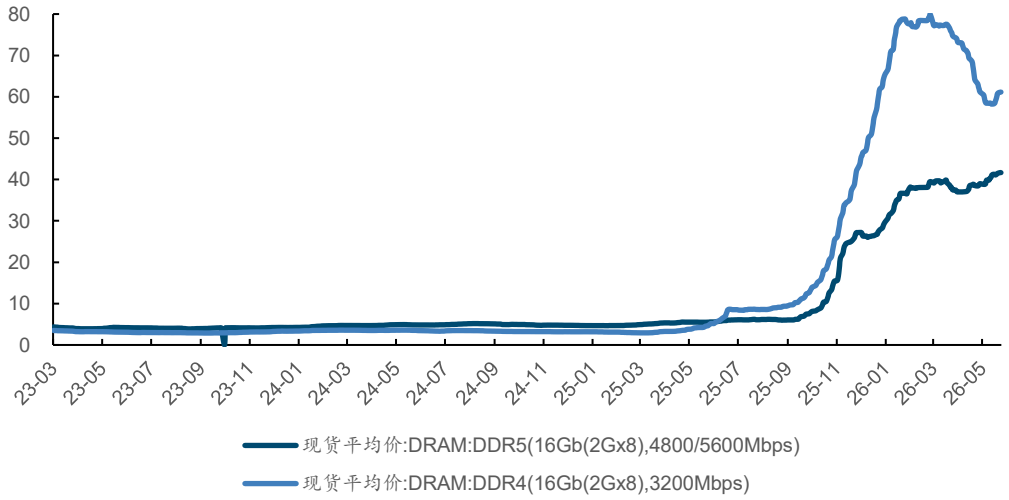
图表18：NAND 存储密度提升



来源：Omdia，国金证券研究所

受工艺复杂度和需求双提升的影响，存储芯片价格暴涨。根据 Wind，DRAM（DDR5,2G*8,4800/5600Mbps）的单价从 2025 年 5 月 26 日的 5.51 美元提高到 2026 年 5 月 26 日的 41.67 美元。

图表19：存储芯片价格暴涨（美元）

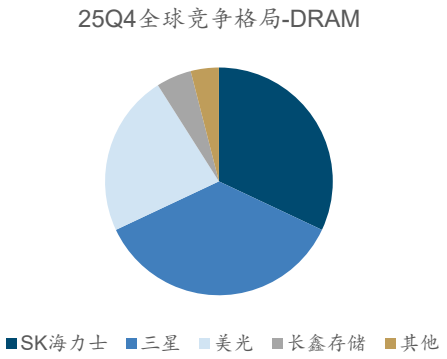


来源：Omdia，国金证券研究所

全球存储芯片产能几乎被韩美日垄断，中国企业产量份额远小于本土市场规模。根据 Counterpoint，2025 年第四季度全球 DRAM 市场中，三星以 36%的份额位列第一，SK 海力士（32%）和美光（23%）紧随其后，CR3 达 91%。2025 年第四季度全球 NAND 市场中，三星以 27%的市占率居份额第一，SK 海力士（22%）、铠侠（15%）和美光（13%）分居第二第三第四。根据 Yole，2024 年中国市场 DRAM、NAND 销售额分别为 250 亿美元和 220 亿美元，占全球比重分别 26%和 33%，是全球仅次于美国的第二大存储芯片市场，但国内晶圆厂长鑫、长存在全球的市占率分别仅 5%、11%，显著低于市场规模的份额。存储芯片国产化仍有较大提升空间。

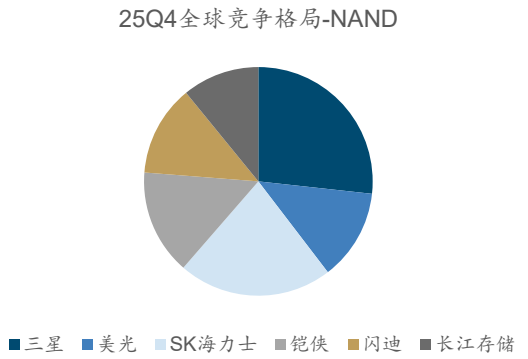
下载日志已记录，仅供内部参考

图表20：DRAM CR3为91%，极度集中在韩、美



来源：Counterpoint，国金证券研究所

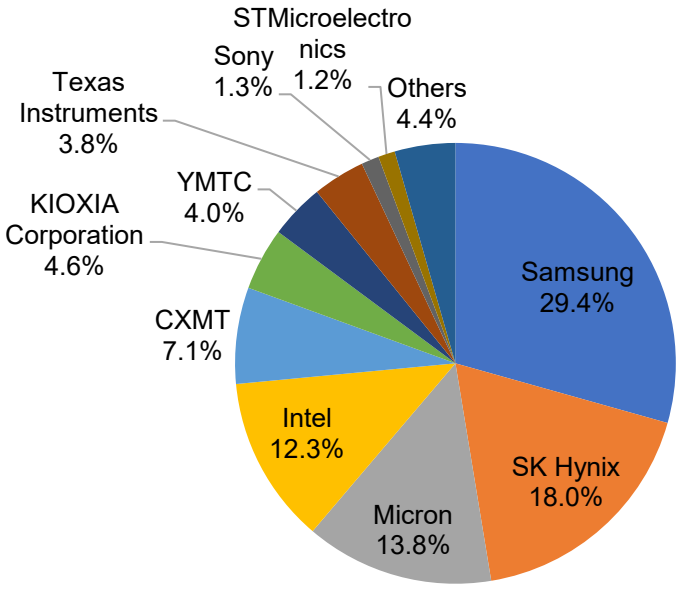
图表21：NAND市场长江存储份额也仅11%



来源：Counterpoint，国金证券研究所

头部存储厂商正在重启拖延已久的扩产计划。根据Omdia，SK海力士、三星、美光正优先推进HBM和先进DRAM的扩张，投资重点集中在硅通孔、混合键合、HBM堆叠、先进DRAM节点和新建大规模晶圆产能，这使得存储芯片成为2026年之前资本支出扩张最清晰的芯片子领域。根据Omdia，2026年存储IDM资本开支占全球全部IDM资本开支的77.7%。

图表22：存储资本开支重启，26年预计占全球IDM资本开支的77.7%



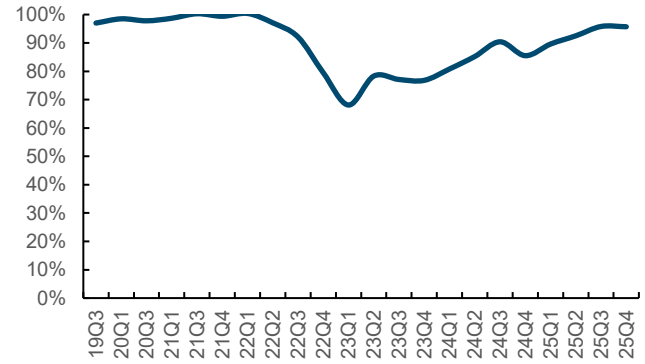
来源：Omdia，国金证券研究所

长鑫、长存计划进行大幅扩产，IPO融资在即。根据Omdia，长鑫科技2026年资本开支占全球IDM总水平的7.1%，长江存储占4.0%，二者加起来占全球存储IDM资本开支的14.3%。5月20日，长鑫科技更新招股书，拟募集295亿元，投资存储器晶圆制造量产线技术升级改造项目、DRAM存储器技术升级项目、动态随机存取存储器前瞻技术研究与开发项目。根据政府网站，2025年长江存储与湖北长晟三期共同出资207.2亿元，成立长存三期项目，预计将大幅提升3D NAND产能；5月19日证监会网站披露，长江存储母公司启动IPO辅导。两存纷纷计划IPO上市，将有助于大幅提升全球竞争力和市场份额。

中芯国际稼动率提升，我国半导体设备进口拐点向上。根据中芯国际公告，中芯国际自2023年起产能利用率逐步提升，2025年四季度已经升至95.7%，逻辑芯片的下游景气度也在提升。在国产替代、成熟制程下的本土设备采购放量的大背景下，中国半导体设备进口依然在2025年拐头向上，显示出下游的强劲需求，根据Wind，2025年四季度我国半导体设备销售额为131.3亿美元，同比+10.5%。

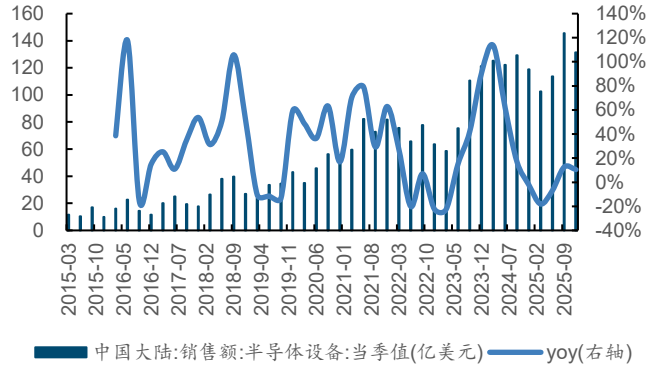
下载日志已记录，仅供内部参考

图表23：中芯国际稼动率持续提升



来源：中芯国际公告，国金证券研究所

图表24：中国半导体设备销售拐点向上



来源：Wind，国金证券研究所

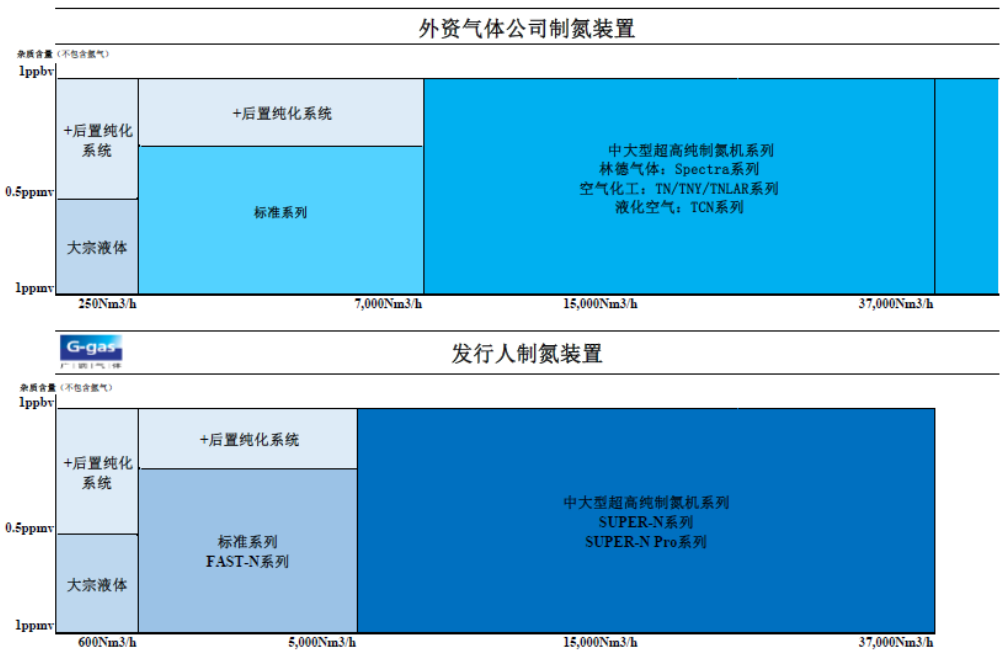
2.2 制气技术比肩外资，项目释放客户升级

公司自 20 世纪 90 年代与林德合资以来，不断吸收国际龙头气体公司的先进运营管理和质量控制经验，打造了一整套从方案设计、项目建设到安全运营的全方位完善的管理体系。根据公司招股书，公司突破技术瓶颈，6 种电子大宗气体纯度均达 9N 级（99.9999999%），单个杂质含量控制在 ppb 级，技术指标比肩三大气体公司。公司公司自主研发“Super-N”、“

其中，“

以内的目标，并通过撬装模块化设计，具备占地面积小、能耗低、交付时间短等特点。“Super-N”系列主要面向 5000Nm^3/h 及以上的大规模用气，突破了外资气体公司 7000Nm^3/h 的最低供气限制。

图表25：公司在中小型制氮装置上能满足客户更多样化的用气需求



来源：公司年报，国金证券研究所

根据公司官方微信公众号，2025 年 9 月，公司 Super-N 50K 超高纯制氮机成功试运行，从 30K 的“破局”到 50K 的“升维”，仅用时短短一年多；2025 年 12 月，公司的杭州智能装备智造基地顺利通过美国机械工程师协会（ASME）的严格审核，获得 ASME 认证及相应钢印授权证书，这标志着广钢气体智能装备智造基地的设计、制造和质量管控体系已达到国际权威标准，所生产的压力容器等关键装备正式获准进入全球主流市场。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 重大项目经验丰富，存量规模逐渐扩大

公司通过长期技术迭代与客户开发，已经在电子大宗气领域实现多领域客户布局。根据公司上市反馈回复，集成电路领域，公司是长鑫存储的电子大宗气核心供应商，目前已签约并正在投产合肥长鑫二期、北京长鑫二期共 13.9 万 Nm^3/h 项目，此外还与晶合集成、青岛芯恩、鼎泰匠芯等多个顶级客户形成稳定合作。根据公司公告，2024 年 12 月，公司中标境内某集成电路企业的电子大宗现场制气项目，中标金额约为 27.4 亿元，合同期限 15 年。在面板领域，公司陆续服务华星光电、惠科股份等行业主要玩家。

图表26：公司是长鑫存储、晶合集成、华星光电等龙头客户的电子大宗气核心供应商

项目名称	地点	客户主要产品	项目设计产能(Nm^3/h)	中标年份
合肥长鑫二期	合肥	存储芯片	75,000	2021
长鑫集电二期	北京	存储芯片	64,000	2022
青岛芯恩二期	青岛	逻辑芯片	60,000	2022
晶合集成 N1A3	合肥	晶圆代工	49,500	2022
华星光电 T9	广州	显示面板	24,000	2021
华星光电 T7 扩容	深圳	显示面板	15,000	2021
鼎泰匠芯	上海	半导体	15,000	2021
长沙惠科	长沙	显示面板	13,500	2020
滁州惠科	滁州	显示面板	13,500	2018
粤芯半导体三期	广州	模拟芯片	12,000	2022
晶合扩建	合肥	晶圆代工	8,500	2021
深圳方正微二期	深圳	第三代半导体	6,000	2022

来源：公司 IPO 反馈回复，国金证券研究所

3、氦气涨价受益核心，地缘冲突彰显供应链价值

3.1 氦气是重要的半导体材料，属于战略资源

氦气是一种稀有气体，下游广泛应用于核磁共振、气举、半导体等。根据芯率智能，在半导体制造中，氦气凭借卓越的导热性能，被用作背部晶片冷却剂，保证纳米级电路刻蚀的稳定性和精度，例如单台极紫外光刻机年耗氦量超过 1 万升。作为惰性气体，氦气被广泛用于高纯净环境的保护与运载气体，在硅片周围形成惰性氛围。在化学气相沉积和干法蚀刻等具体工艺中，高纯氦气常被用作运载气或制程用气。此外，氦气凭借其分子半径小的特点，常用于半导体封装和气体管道的泄露检测。根据《全球和我国氦气产业链发展现状、机遇与挑战》，2024 年我国氦气市场总消费量 2705 万立方米，同比+5.1%。其中最大的下游为核磁共振，消费量约为 982 万立方米，占比 36.3%。第二大领域为半导体，占比 16.2%，其余比较重要的下游还有光纤与面板制造、民用气举等。

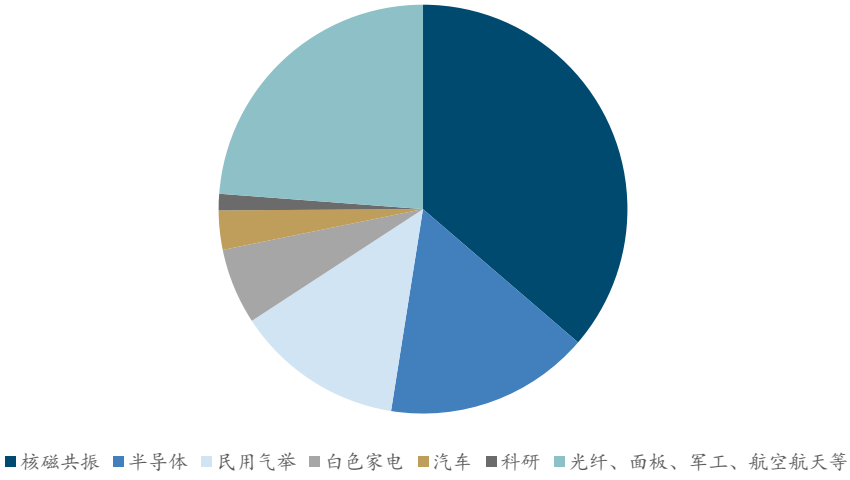
图表27：氦气有多种下游应用

行业	应用
电子半导体	1、半导体、面板、光纤生产制造中零部件的快速冷却 2、生产过程中的载气
航空航天	1、太空飞行作业使用氦气净化氢气系统 2、地面和飞行流体系统将氦气用作增压剂 3、观测气球的升力源
运输设备	1、用于散热器换热器、空调组件、燃料箱和变矩器等重要汽车部件的测试 2、与氩气配合使用做安全气囊的充气操作
医疗保健	核磁共振超导磁体的冷冻气体

金属加工	高导热性材料焊接气体、热处理过程中的淬火气体和熔炉气体

来源：中国网，国金证券研究所

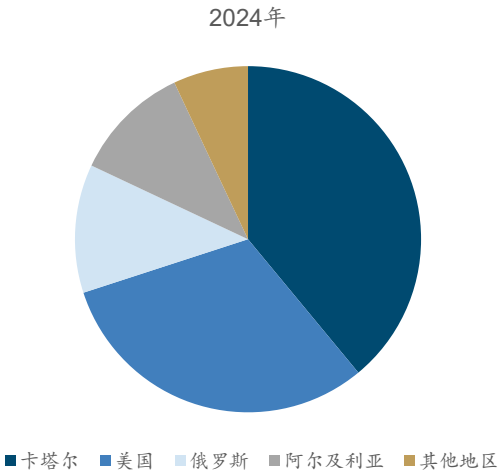
图表28：2024年核磁共振、半导体占我国氦气下游需求一半以上



来源：《全球和我国氦气产业链发展现状、机遇与挑战》，国金证券研究所

氦气是全球稀缺的战略资源，目前生产集中在卡塔尔和美国。氦气在空气中含量极低，在天然气中富集程度较高。根据公司招股书，氦气是天然气开采过程中的副产品，目前氦气资源主要分布在美国、卡塔尔等富含天然气的国家和地区，但不同地区的天然气中氦的丰度也有不同，根据《全球和我国氦气产业链发展现状、机遇与挑战》，我国平均仅0.03%，但美国平均达0.37%，部分气田高达11.4%；此外，商业化运行的氦气气源工厂非常有限，因此氦气是稀缺的战略资源。根据《全球和我国氦气产业链发展现状、机遇与挑战》，2024年全球氦气产量达1.88亿立方米，其中卡塔尔产量最高，为7300万立方米，占比39%，美国占比31%，俄罗斯和阿尔及利亚分别占12%和11%。

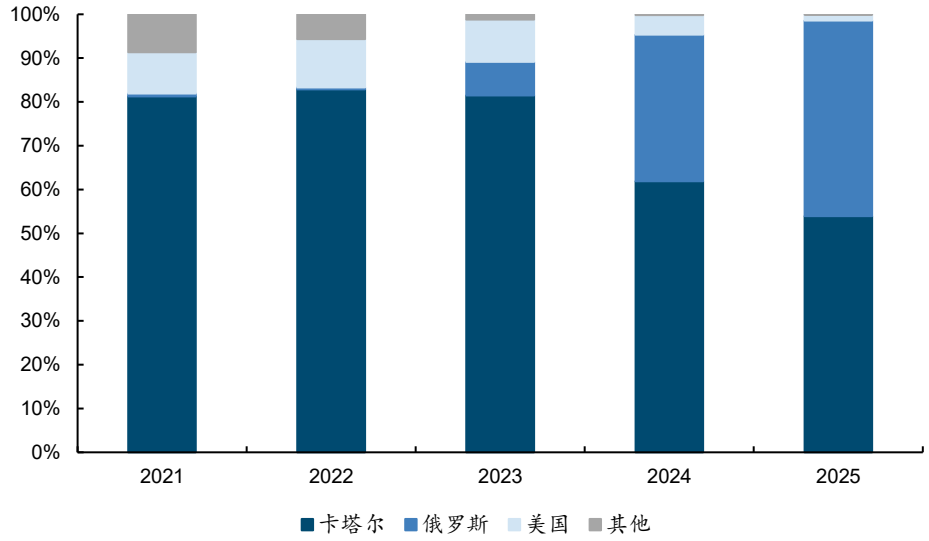
图表29：全球氦气生产集中在卡塔尔和美国



来源：《全球和我国氦气产业链发展现状、机遇与挑战》，国金证券研究所

我国氦气主要进口自卡塔尔、俄罗斯。根据《中国矿业》，我国氦气对外依存度高居不下，2024年仍有85%。根据智研咨询，2021-2023年我国氦气主要进口来源地为卡塔尔，进口占比在80%以上；2024年俄罗斯氦气项目稳定投产后，中国开始大量进口俄氦，2025年俄罗斯进口占比提升至44%，自卡塔尔进口量占比降至54.6%。

图表30：我国氦气主要进口自卡塔尔和俄罗斯，俄罗斯份额快速提高



来源：海关总署，国金证券研究所（注：海关总署代码 28042900“其他稀有气体”条目主要包含商品为氦气）

3.2 氦气供应链脆弱，本轮供给冲击有望显著大于 2022 年

氦气供应链非常脆弱，历史上多次爆发氦气危机。根据公司招股书，氦气的全球供应生态为，上游气源地的天然气工厂负责氦气开采、提取和纯化精炼等环节，获得原料液氦。由于原料液氦需要储存于特制的 ISO 液氦冷箱中，且在储运过程中需要极严苛的技术手段对每个环节实施监测和控制，保证气体质量及安全，因此中游的储运和下游的销售被少数外资气体公司垄断。氦气作为最难以液化的气体之一，贮藏难度大；气源地高度集中、供应链高度垄断、运输距离远时间长，而且气源地产能、地缘政治、海运条件、海关政策等因素均有不同程度的扰动，因此全球氦气供应链极度脆弱，历史上曾经多次爆发氦气危机。

图表31：目前正在发生本世纪第五次全球氦气危机

时间	爆发原因
2006-2007 年	美国军方政府退出氦气产业，21 世纪首次全球氦气短缺
2011-2013 年	氦气应用增加，全球氦气产业供应不足
2018-2019 年	（1）美国联邦氦气储备规模下降，原料气不足；（2）卡氦三期延期；（3）阿拉伯国家封锁卡塔尔
2021.7-2023 年	（1）2021.7-2021.11、2022.1-2022.6，美国 Cliffside 气田的大型氦浓缩厂停业维修；（2）2022.2-2022.3，卡塔尔氦气工厂维护；（3）俄罗斯阿穆尔氦气工厂连续事故，投产推迟
2026.3 至今	（1）美伊冲突，伊朗封锁霍尔木兹海峡，3 月 2 日卡塔尔拉斯拉凡 LNG 工厂宣布停产；（2）4 月 14 日俄罗斯宣布实施氦气出口管制

来源：政府网站、Chemical Book、塔斯社，国金证券研究所

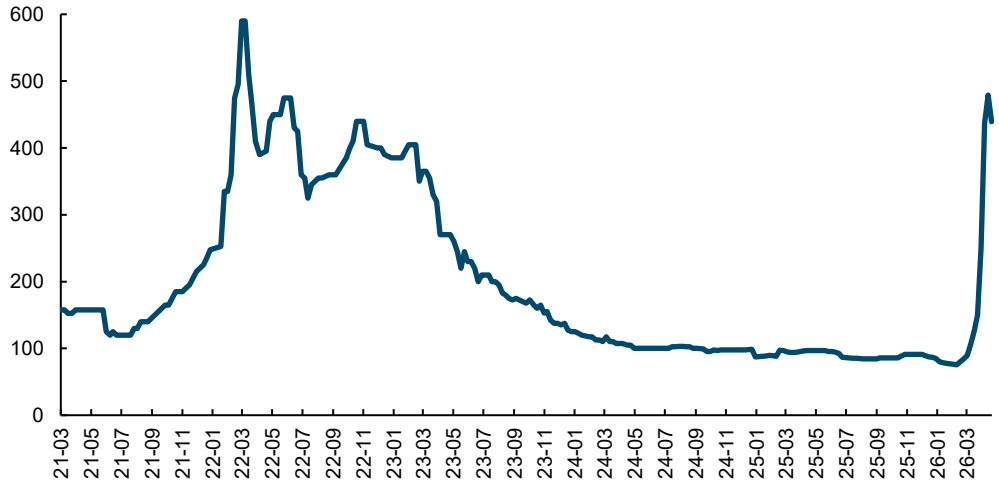
本次氦气供给冲击史无前例，有望显著大于 2022 年，我国受冲击尤其严重。2026 年 3 月以来，全球氦气供给受到新一轮冲击。首先，美伊冲突下，伊朗封锁霍尔木兹海峡，受此影响，全球最大的氦气生产国之一卡塔尔宣布停止拉斯拉凡工业城的 LNG 生产活动。对于氦气供应来说，不仅原料气供给受到 LNG 停产的冲击，海峡封锁也切断了卡塔尔氦气的运输线。此外，根据塔斯社，4 月 14 日俄罗斯宣布对除欧亚经济联盟（EEU，包括俄罗斯、白俄罗斯、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、亚美尼亚五国）国家外，其他国家的氦气出口实施管制，氦气出口须在俄罗斯联邦工业和贸易部的建议下，由副总理及以上级别的国家领导人批准方可实施。2024 年卡塔尔和俄罗斯分别贡献了全球 39%和 12%的氦气产量，目前两国的氦气出口均尚未恢复。对比 2022 年，根据 Chemical Book，当时美国土地管理局

下载日志已记录，仅供内部参考

纯化器停运导致全球 10%出头的产能被移除，卡塔尔氦气工厂维护时间较短，而俄罗斯阿穆尔氦气工厂也尚未投产，因此我们认为，本轮全球氦气供应冲击在 50%左右，有望显著大于 2022 年的相关冲击。其中，我国目前对于卡塔尔和俄罗斯的氦气进口依存度相当大，而对美国的氦气进口依存度较小，本次氦气供给冲击对我国的影响显著大于全球平均水平。

我国氦气大幅涨价，涨速快于 2022 年。根据卓创资讯工业气体，2026 年 5 月 14 日我国管束高纯氦气周均价为 439.43 元/立方米，同比上涨 353.02%，相比美伊冲突前 2 月 26 日的周均价上涨 478%。本次氦气危机期间，由于供应收缩幅度更大，氦气价格涨速快于 2022 年。氦气价格大涨有望显著增厚负责中游储运和下游销售的气体公司利润。

图表32：我国氦气价格相比中东战争前上涨 478%，涨速快于 2022 年（元/方）



来源：卓创资讯工业气体，国金证券研究所

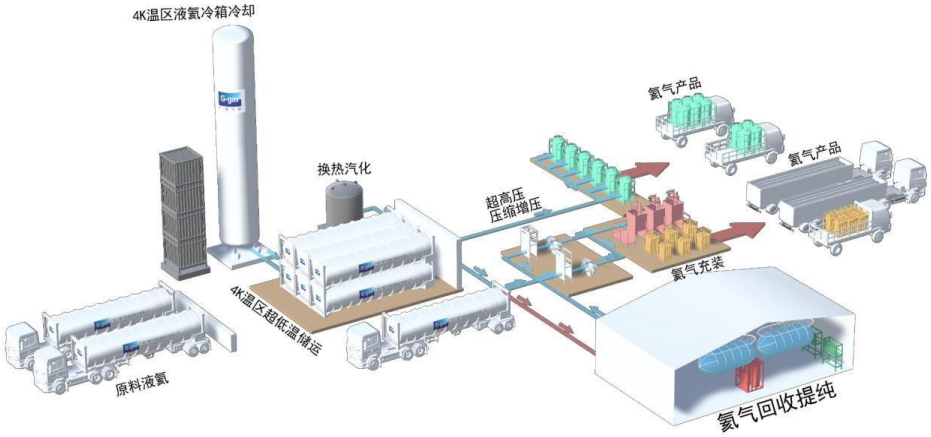
3.3 公司氦气供应链完善，地缘冲突下迎价值重估

根据公司年报，公司是国内唯一一家同时拥有大批量、长期协议及全球多地气源采购渠道的内资气体企业，可有效抵御单一气源供应波动带来的风险。2025 年 2 月，公司公告与卡塔尔能源签署氦气采购长期协议，合同期限为自 2025 年 9 月至 2045 年 12 月，合 20 年，合约完全爬坡后，公司年度采购量约为 1 亿标准立方英尺。此外，公司同时拥有美国、俄罗斯等其他多地的氦气采购合约，在气源上真正做到了分散布局。

公司通过持续投资建设、强化运营、拓展终端，建立起日趋完善的全球供应链体系。氦气储运主要依赖 4K 温区液氦冷箱（ISO），由于主流 ISO 罐箱由美国企业生产，且制造周期较长，这一存量资源构成了难以复制的竞争壁垒。根据公司年报，公司 2020 年取得氦气业务，前期主要向林德气体租赁液氦冷箱，但在 2021 年开始陆续购入液氦冷箱，目前已拥有近百个 ISO 罐箱投入运营，具备全球化氦气资源调配能力；此外，公司已在上海、武汉、广州等地建成集智能化充装、混配、存储、回收纯化为一体的零损耗氦气绿色工厂，业务范围全面辐射全国。同时，公司深化产学研协同，与中国科学院紧密合作，全力推进国内首个小分子深地存储项目建设，进一步夯实国内氦气战略储备能力。

公司围绕氦气完整供应链自主研发，形成了自主可控的技术能力。公司通过自主研发，形成了超高纯氦气纯化技术、4K 温区液氦冷箱冷却、4K 温区超低温储运、氦气循环回收提纯技术、冷磁技术等，公司不断进行氦气供应、应用、提纯及回收方面的研发创新，形成了氦气全供应链自主可控的技术能力。

图表33：公司氦气生产工艺包含诸多自主研发设备



来源：公司招股书，国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们预计 26/27/28 年公司营业收入分别为 33.2/44.5/59.8 亿元，同比+36.9%/+34.1%/+34.4%；26/27/28 年公司实现归母净利润 6.2/7.5/9.6 亿元，同比+117.3%/+21.2%/+28.0%，对应 EPS 为 0.47/0.57/0.73 元。

电子大宗气体：

- 收入：AI 拉动存储芯片需求，受工艺复杂度和需求双升的影响，存储芯片价格暴涨。但全球存储产能被韩美日垄断，长鑫、长存纷纷启动上市计划，大规模扩产在即。根据公司上市反馈回复，集成电路领域，公司是长鑫存储的电子大宗气核心供应商，目前已签约并正在投产合肥长鑫二期、北京长鑫二期共 13.9 万 Nm^3/h 项目，此外还与晶合集成、青岛芯恩、鼎泰匠芯等多个顶级客户形成稳定合作。目前公司签约多个集成电路大型项目并陆续投产，叠加氦气涨价、供不应求，收入有望实现快速增长。预计 26-28 年收入为 25.5/35.3/48.8 亿元，同比+47%/+39%/+38%。
- 毛利率：随着氦气涨价，2026 年公司毛利率有望实现突增，但后续氦气价格下跌或带来毛利率高位回落。不过现有项目爬产以及早期项目折旧完成仍有望对该板块毛利率形成托底。预计 26-28 年毛利率为 39.0%/36.0%/34.0%。

通用工业气体：

- 收入：公司该板块依托自有液体生产基地及成熟供应链体系，面向全国工业客户供应大宗气体。根据 2025 年报，目前公司多个小型现场制气项目快速落地复制，赤峰新的现场冶金制气项目顺利推进，预计 2026 年投产。我们认为该板块收入有望实现稳定增长。预计 26-28 年收入为 5.4/6.2/7.2 亿元，同比+5%/+15%/+15%。
- 毛利率：公司该板块盈利能力较为稳定，预计 26-28 年毛利率为 14.0%/14.0%/14.0%。

其他业务：

- 收入：公司该板块主要包括部分设备销售，此外公司多年来培育的电子特气业务也有望逐步起量，贡献收入利润。预计 26-28 年其他业务收入为 2.3/3.0/3.9 亿元，同比+30%/+30%/+30%。
- 毛利率：该板块毛利率有望维持稳定，预计 26-28 年其他业务毛利率为 40.0%/40.0%/40.0%。

期间费用率：2026 年公司多个项目有望顺利爬产，规模效应逐渐显现，费用率有望实现稳中有降。预计 26-28 年销售费用率为 1.5%/1.5%/1.4%，管理费用率为 7.3%/7.2%/7.1%，研发费用率为 4.0%/4.0%/4.0%。

图表34：公司盈利预测

单位：百万元	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总计						
营业收入	1,835.4	2,103.5	2,424.5	3,320.1	4,451.5	5,982.7
YOY	19.2%	14.6%	15.3%	36.9%	34.1%	34.4%
毛利率	35.1%	26.9%	26.9%	35.0%	33.2%	32.0%
电子大宗气体						
营业收入	1,210.7	1,487.5	1,731.6	2,547.2	3,528.3	4,876.2
YOY	25.1%	22.9%	16.4%	47.1%	38.5%	38.2%
毛利率	39.1%	29.2%	30.0%	39.0%	36.0%	34.0%
通用工业气体						
营业收入	514.5	483.8	516.3	543.3	624.8	718.5
YOY	15.6%	-6.0%	6.7%	5.2%	15.0%	15.0%
毛利率	24.5%	14.9%	12.8%	14.0%	14.0%	14.0%
其他业务						
营业收入	110.2	132.2	176.6	229.6	298.5	388.0
YOY	-13.4%	20.0%	33.6%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	40.6%	45.4%	38.4%	40.0%	40.0%	40.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

选取电子特气公司华特气体、中船特气、南大光电和半导体设备公司拓荆科技作为可比公司，可比公司 26 年 PE 估值为 155.8x。考虑到公司为全国电子大宗气龙头供应商，存储芯片扩产和氦气涨价带来较大利润弹性，给予 26 年 120xPE，目标价 56.43 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表35：可比公司估值比较

代码	名称	股价（元）	EPS（元）					PE		
			24A	25A	26E	27E	28E	26E	27E	28E
688268.SH	华特气体	188.36	1.54	1.13	1.93	2.40	2.99	97.6x	78.4x	63.1x
688146.SH	中船特气	364.00	0.57	0.65	0.94	1.20	1.54	385.9x	303.1x	236.7x
300346.SZ	南大光电	64.90	0.49	0.46	0.63	0.77	0.91	102.3x	84.4x	71.4x
688106.SH	金宏气体	30.27	0.42	0.28	0.42	0.54	0.67	71.8x	55.7x	45.2x
688072.SH	拓荆科技	734.00	2.48	3.32	6.05	8.78	11.60	121.4x	83.6x	63.2x
平均数								155.8x	121.0x	95.9x
688548.SH	广钢气体	33.41	0.19	0.22	0.47	0.57	0.73	71.0x	58.7x	45.9x

来源：Wind，国金证券研究所（注：可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期。数据为 6 月 18 日收盘结果）

风险提示

晶圆厂扩产不及预期：电子大宗气项目是晶圆厂产能建设的配套项目，若晶圆厂资本开支减少，则将影响公司的项目投资和收入。

竞争加剧：如果电子大宗气行业有新进入者，公司的市场份额和项目盈利能力可能受影响。

氦气供应波动：若氦气供给超预期恢复，氦气价格可能下跌，影响公司盈利能力；若因地缘政治原因，氦气供应长期短缺，公司的氦气销量可能受到不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

限售股解禁：公司于 2023 年上市，根据 Wind，预计 2026 年 8 月 17 日解禁 6.28 亿股，占解禁前流通股的 90.88%，上市股份类型为首发原股东限售股份。若相关股东在解禁后发布减持计划，可能会对股价造成不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	**1,835**	**2,103**	**2,424**	**3,382**	**4,628**	**6,298**
增长率		14.6%	15.3%	39.5%	36.8%	36.1%
主营业务成本	-1,192	-1,537	-1,771	-2,198	-3,032	-4,154
%销售收入	64.9%	73.1%	73.1%	65.0%	65.5%	66.0%
毛利	643	566	653	1,185	1,595	2,144
%销售收入	35.1%	26.9%	26.9%	35.0%	34.5%	34.0%
营业税金及附加	-9	-10	-10	-14	-19	-25
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-39	-38	-41	-51	-67	-88
%销售收入	2.1%	1.8%	1.7%	1.5%	1.5%	1.4%
管理费用	-160	-156	-180	-247	-333	-447
%销售收入	8.7%	7.4%	7.4%	7.3%	7.2%	7.1%
研发费用	-89	-101	-103	-135	-185	-252
%销售收入	4.8%	4.8%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润（EBIT）	347	261	319	738	992	1,332
%销售收入	18.9%	12.4%	13.2%	21.8%	21.4%	21.1%
财务费用	-13	-5	-17	-31	-47	-56
%销售收入	0.7%	0.2%	0.7%	0.9%	1.0%	0.9%
资产减值损失	-4	-18	-19	-28	-37	-32
公允价值变动收益	0	7	25	25	26	27
投资收益	1	6	2	0	0	0
%税前利润	0.2%	2.4%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	345	268	327	725	954	1,290
营业利润率	18.8%	12.7%	13.5%	21.4%	20.6%	20.5%
营业外收支	1	0	4	0	0	0
税前利润	346	268	331	725	954	1,290
利润率	18.8%	12.7%	13.6%	21.4%	20.6%	20.5%
所得税	-26	-18	-42	-91	-119	-161
所得税率	7.6%	6.8%	12.7%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润	320	250	289	634	835	1,129
少数股东损益	0	2	3	0	0	0
归属于母公司的净利润	**320**	**248**	**286**	**634**	**835**	**1,129**
净利率	17.4%	11.8%	11.8%	18.7%	18.0%	17.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	320	250	289	634	835	1,129
少数股东损益	0	2	3	0	0	0
非现金支出	210	305	369	441	527	637
非经营收益	-13	0	-31	0	23	35
营运资金变动	22	-135	177	13	-24	-29
经营活动现金净流	**538**	**420**	**805**	**1,088**	**1,360**	**1,773**
资本开支	-1,103	-1,500	-1,394	-1,743	-1,750	-1,750
投资	-1,679	235	75	0	0	0
其他	16	36	22	0	0	0
投资活动现金净流	**-2,766**	**-1,229**	**-1,298**	**-1,743**	**-1,750**	**-1,750**
股权募资	3,090	0	2	0	0	0
债权募资	-31	310	624	781	543	624
其他	-123	-188	-153	-85	-101	-115
筹资活动现金净流	**2,936**	**123**	**473**	**697**	**441**	**509**
现金净流量	**709**	**-686**	**-20**	**41**	**51**	**532**

资产负债表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	788	104	82	116	163	692
应收款项	359	506	552	703	935	1,263
存货	185	242	244	301	415	569
其他流动资产	1,819	1,647	1,568	1,599	1,644	1,697
流动资产	3,152	2,498	2,446	2,719	3,157	4,221
%总资产	43.5%	31.4%	27.5%	25.8%	25.8%	29.3%
长期投资	17	31	73	73	73	73
固定资产	2,861	4,124	5,154	6,493	7,751	8,892
%总资产	39.4%	51.9%	57.9%	61.7%	63.4%	61.6%
无形资产	970	1,006	1,029	1,028	1,031	1,036
非流动资产	4,101	5,446		7,800	9,059	10,204
%总资产	56.5%	68.6%	72.5%	74.2%	74.2%	70.7%
资产总计	**7,253**	**7,944**	**8,908**	**10,518**	**12,217**	**14,425**
短期借款	186	391	1,053	834	376	0
应付款项	429	646	638	803	1,108	1,518
其他流动负债	129	128	123	211	284	386
流动负债	745	1,166	1,813	1,848	1,769	1,904
长期贷款	592	739	857	1,857	2,857	3,857
其他长期负债	150	178	199	192	187	185
负债	1,487	2,082	2,868	3,896	4,813	5,945
普通股股东权益	**5,730**	**5,824**	**6,001**	**6,582**	**7,364**	**8,441**
其中：股本	1,319	1,319	1,319	1,319	1,319	1,319
未分配利润	860	938	1,101	1,682	2,465	3,541
少数股东权益	36	38	39	39	39	39
负债股东权益合计	**7,253**	**7,944**	**8,908**	**10,518**	**12,217**	**14,425**

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.242	0.188	0.217	0.481	0.633	0.856
每股净资产	4.343	4.414	4.548	4.989	5.582	6.397
每股经营现金净流	0.408	0.318	0.610	0.824	1.031	1.344
每股股利	0.076	0.172	0.037	0.040	0.040	0.040
回报率						
净资产收益率	5.58%	4.26%	4.76%	9.63%	11.34%	13.37%
总资产收益率	4.41%	3.12%	3.21%	6.03%	6.83%	7.83%
投入资本收益率	4.87%	3.45%	3.48%	6.90%	8.12%	9.41%
增长率						
主营业务收入增长率	19.20%	14.60%	15.26%	39.51%	36.81%	36.10%
EBIT 增长率	5.22%	-24.87%	22.35%	131.25%	34.34%	34.29%
净利润增长率	35.73%	-22.42%	15.2%	121.97%	31.66%	35.22%
总资产增长率	92.73%	9.52%	12.14%	18.07%	16.15%	18.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.7	71.5	75.9	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	45.4	50.7	50.0	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	105.9	113.2	122.1	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	455.1	563.7	604.5	610.2	568.9	501.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.17%	3.84%	10.93%	20.87%	25.00%	22.63%
EBIT 利息保障倍数	27.0	50.6	19.1	24.1	21.3	23.8
资产负债率	20.50%	26.21%	32.20%	37.04%	39.39%	41.21%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	9	11	16
增持	0	0	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.00**	**1.25**	**1.27**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究