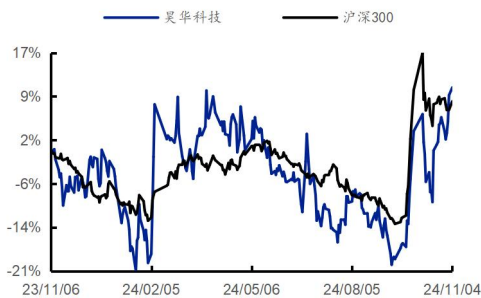


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 证券分析师：李振方 S0350524080003
 lizf@ghzq.com.cn

完成收购中化蓝天，公司有望持续稳定增长

——昊华科技（600378）公司动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
昊华科技	7.5%	22.4%	11.2%
沪深 300	-1.8%	16.6%	10.1%

市场数据

市场数据	2024/11/04
当前价格 (元)	34.12
52 周价格区间 (元)	23.51-35.15
总市值 (百万)	37,824.82
流通市值 (百万)	31,071.27
总股本 (万股)	110,858.21
流通股本 (万股)	91,064.68
日均成交额 (百万)	111.48
近一月换手 (%)	0.44

投资要点:

■ 制冷剂产品量价齐升，公司 2024Q3 单季度归母净利润同比增加

2024 年前三季度，公司实现营业收入 102.07 亿元，同比-11.61%；实现归母净利润 8.51 亿元，同比-18.60%；实现扣非归母净利润 5.78 亿元，同比-14.60%；销售毛利率 22.73%，同比-2.31 个 pct，销售净利率 8.73%，同比-2.22pct；期间费用方面，2024 年前三季度公司销售费用率为 2.88%，同比+1.23 个 pct；管理费用率为 6.19%，同比+0.15 个 pct；研发费用率为 6.21%，同比-0.96 个 pct；财务费用率为 0.51%，同比+0.38 个 pct。

2024Q3 单季度，公司实现归母净利润为 3.15 亿元，同比+53.40%，主要系公司完成收购中化蓝天，并纳入合并范围，公司盈利能力大幅增强；中化蓝天受益于三代制冷剂配额管制政策，主要制冷剂产品量价齐升，同时公司开展降本增效，成效显著。期间费用方面，2024Q3 单季度公司销售费用率为 3.29%，同比+1.27 个 pct，环比+1.31 个 pct；管理费用率为 5.86%，同比-1.74 个 pct，环比-0.53 个 pct；研发费用率为 5.60%，同比-1.53 个 pct，环比-1.44 个 pct；财务费用率为 0.62%，同比+0.30 个 pct，环比+0.37 个 pct。

■ 完成收购中化蓝天，整体盈利能力进一步增强

2024Q3，公司发行股份购买中化蓝天 100% 股权完成标的资产交割过户手续以及发行股份购买资产新增股份登记，中化蓝天成为公司全资子公司，2024 年 7 月份起中化蓝天纳入公司合并报表范围。中化蓝天的并入有效提升了公司的整体盈利能力，优化公司业务结构和抗风险能力，进一步增强公司综合实力。中化蓝天并入后，公司 1-9 月份实现营业收入 102.07 亿元（其中中化蓝天实现营收 49.46 亿元），较并入前提升 93.96%；1-9 月份实现归母净利润 8.51 亿元（其中中化蓝天实现归母净利润 3.28 亿元），较并入前提升 62.82%。

■ 持续加强核心技术攻关，在建项目有序推进

公司不断强化核心技术的研发力度，推动科技成果的高效产出。2024 年 1-9 月，公司累计申请专利 228 项，其中申请发明专利 172 项。2024Q3，公司各项目建设有序推进。昊华气体西南电子特气项目已开工建设；曙

光范 10 万条/年民航轮胎项目和西南院清洁能源催化材料产业化基地项目进行试生产；中化蓝天电子材料（郴州）有限公司年产 1000 吨全氟烯烃项目开展土建及安装施工；晨光院 2.6 万吨/年高性能有机氟材料项目、黎明院 46600 吨/年专用新材料西南股和相关原材料产业化能力建设项目开展土建及安装施工、试生产准备等工作。

■ **盈利预测和投资评级** 预计公司 2024-2026 年营业收入为 142.45、164.95、191.84 亿元，归母净利润分别为 11.98、14.91、19.26 亿元，对应 PE 分别 31.58、25.37、19.64 倍，考虑公司经营稳健，在建项目有序推进，看好公司长期成长。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示** 产品价格波动风险；技术突破不及预期风险；安全环保生产风险；产业政策变化风险；市场竞争加剧风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7852	14245	16495	19184
增长率(%)	-13	81	16	16
归母净利润（百万元）	900	1198	1491	1926
增长率(%)	-23	33	24	29
摊薄每股收益（元）	0.81	1.08	1.34	1.74
ROE(%)	11	10	12	14
P/E	30.78	31.58	25.37	19.64
P/B	3.26	3.29	3.02	2.72
P/S	3.54	2.66	2.29	1.97
EV/EBITDA	20.56	20.25	16.72	13.68

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：昊华科技盈利预测表

证券代码：	600378				股价：	34.12		投资评级：	买入		日期：	2024/11/04	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	11%	10%	12%	14%	EPS	0.99	1.08	1.34	1.74				
毛利率	27%	23%	24%	25%	BVPS	9.36	10.37	11.31	12.53				
期间费率	10%	13%	12%	12%	估值								
销售净利率	11%	8%	9%	10%	P/E	30.78	31.58	25.37	19.64				
成长能力					P/B	3.26	3.29	3.02	2.72				
收入增长率	-13%	81%	16%	16%	P/S	3.54	2.66	2.29	1.97				
利润增长率	-23%	33%	24%	29%									
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.50	0.69	0.62	0.65	营业收入	7852	14245	16495	19184				
应收账款周转率	4.76	6.28	5.23	5.29	营业成本	5760	10916	12536	14389				
存货周转率	5.77	7.01	5.74	5.90	营业税金及附加	81	207	200	242				
偿债能力					销售费用	166	581	605	657				
资产负债率	46%	55%	55%	55%	管理费用	623	1094	1141	1349				
流动比	1.76	1.11	1.15	1.21	财务费用	2	130	193	229				
速动比	1.40	0.79	0.84	0.88	其他费用/（-收入）	637	997	1211	1411				
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	922	1325	1645	2118				
现金及现金等价物	2696	2768	3262	3834	营业外净收支	47	0	0	0				
应收款项	2454	3996	4532	5298	利润总额	970	1325	1645	2118				
存货净额	990	2123	2243	2632	所得税费用	69	123	150	187				
其他流动资产	1393	2436	2800	3200	净利润	900	1202	1495	1931				
流动资产合计	7533	11323	12837	14964	少数股东损益	0	4	4	5				
固定资产	4653	5177	5694	6152	归属于母公司净利润	900	1198	1491	1926				
在建工程	1976	4476	4476	4476	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	1408	2422	2760	3140	经营活动现金流	1092	2398	1308	1488				
长期股权投资	192	2114	2137	2159	净利润	900	1198	1491	1926				
资产总计	15762	25511	27903	30891	少数股东损益	0	4	4	5				
短期借款	491	1591	2113	2677	折旧摊销	473	502	559	610				
应付款项	2154	4700	4875	5122	公允价值变动	0	0	0	0				
合同负债	390	570	660	798	营运资金变动	-304	977	-595	-881				
其他流动负债	1239	3356	3516	3804	投资活动现金流	-951	-5945	-1038	-1004				
流动负债合计	4275	10217	11164	12401	资本支出	-1007	-4060	-1178	-1195				
长期借款及应付债券	2019	2619	3019	3419	长期投资	3	-82	-54	-58				
其他长期负债	911	1149	1149	1149	其他	53	-1803	193	249				
长期负债合计	2929	3767	4167	4567	筹资活动现金流	-146	3613	223	89				
负债合计	7204	13984	15332	16968	债务融资	313	1976	922	963				
股本	911	1109	1109	1109	权益融资	0	2070	0	0				
股东权益	8558	11527	12571	13922	其它	-460	-433	-699	-874				
负债和股东权益总计	15762	25511	27903	30891	现金净增加额	-3	73	493	572				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

李娟廷，化工行业分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业分析师，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，2年化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，李振方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。