

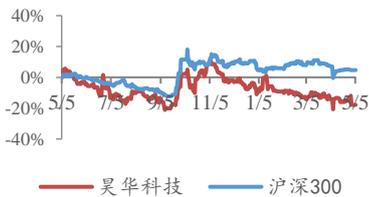
短期业绩承压，制冷剂景气度有望提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-11

收盘价(元)	25.55
近12个月最高/最低(元)	34.56/24.51
总股本(百万股)	1290
流通股本(百万股)	911
流通股比例(%)	70.64
总市值(亿元)	330
流通市值(亿元)	233

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

- 中化蓝天并表，氟化工产业链补强 2024-11-06
- 二季度环比改善，中化蓝天即将并表 2024-09-03
- 发行股份购买资产获批复，打造全球氟化工综合企业 2024-06-24

主要观点：

● 事件描述

事件一：4月29日，昊华科技发布2024年报，公司2024年实现营收139.66亿元，同比+77.86%；实现归母净利润10.54亿元，同比+17.11%；实现扣非归母净利润6.46亿元，同比-20.36%。其中，第四季度，公司实现营收37.59亿元，同比+138.14%，环比-44.29%；归母净利润2.03亿元，同比-4.96%，环比-57.85%；扣非净利润0.67亿元，同比-49.58%，环比-67.86%。

事件二：同日，公司发布2025年一季报，公司实现营收31.57亿元，同比+95.73%，环比-16.02%；归母净利1.85亿元，同比+34.86%，环比-8.84%；扣非净利润1.71亿元，同比+26.02%，环比+154.37%。

● 氟材料高端制造板块承压，电子化学品及碳减排业务毛利改善

2024年中化蓝天实现并表，收入大幅增长。2024年，公司发行股份购买中化蓝天100%股权的重大资产重组及非公开发行股份募集配套资金项目实施完成，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，公司综合能力进一步增强。中化蓝天重组进入公司后，主要新增氟制冷剂、灭火剂、电解液、六氟磷酸锂、PVDF等产品，产能分别为92500吨/年、8200吨/年、250000吨/年、8000吨/年、20000吨/年，公司氟化工产业链更加完整，产品结构优化，产品线更加丰富。

分板块来看，高端氟材料业务板块受锂电材料、氟聚合物价格持续下跌影响，毛利同比下降20.7%、毛利率降低2.7pct。电子化学品板块需求旺盛，主导产品销量同比增长，毛利同比增长25.0%、毛利率提高2.4pct。高端制造化工材料板块相关业务受政策性因素影响，毛利同比下降11.8%、毛利率降低1.6pct。碳减排业务暨工程技术服务板块保持稳定增长，铜系、镍系催化剂均价同比分别上涨5.4%和12.9%，毛利同比增长9.7%、毛利率提高2.0pct。

24Q4单季度盈利承压明显。盈利指标方面，四季度单季度销售毛利率19.02%，同比-14.04pct，环比-1.28pct；净利率5.70%，同比-7.80pct，环比-2.01pct。**价格方面**，根据公司经营数据，24Q4含氟气体/橡胶密封制品/特种轮胎/特种涂料价格环比+1.39%/-31.35%/-45.41%/+45.68%，价格变化有所分化。**产销量方面**，24Q4含氟气体销量同比/环比分别+72.82%/-21.84%；橡胶密封型材销量同比/环比-68.30%/-32.07%；特种轮胎销量同比/环比+121.67%/+72.02%；聚氨酯新材料销量同比/环比-12.08%/+3.62%；特种涂料销量同比/环比+29.57%/+2.26%。

25Q1 制冷剂价格大幅抬升，盈利指标环比有所修复。盈利指标方面，一季度单季度销售毛利率 22.69%，同比-4.08pct，环比+3.67pct；净利率 6.77%，同比-1.73pct，环比+1.07pct。**价格方面**，根据公司经营数据，25Q1 氟碳化学品/含氟锂电材料/含氟聚合物/含氟精细化学品/含氟气体/橡胶密封制品/特种轮胎/特种涂料/碳减排催化剂价格环比 +45.55%/+7.28%/-6.60%/+11.88%/-6.99%/+27.23%/+51.27%/+6.02%/-12.78%，除含氟聚合物和催化剂均实现价格回暖。**产销量方面**，25Q1 氟碳化学品/含氟锂电材料/含氟聚合物/含氟精细化学品/含氟气体/橡胶密封制品/特种轮胎/聚氨酯新材料/特种涂料/碳减排催化剂销量环比分别为 -34.84%/-50.88%/-5.33%/-0.31%/+6.30%/-15.69%/-66.50%/+5.71%/-42.81%/-19.16%。

● **公司积极扩展产能布局，重点项目有序推进**

2024 年内，公司 9 个项目建成投产，其中 10 万条/年高性能民用航空轮胎项目建成我国首条规模化民航胎生产线；1000 吨/年全氟烯烃项目机械竣工；2.6 万吨/年高性能有机氟材料项目机械竣工；西南电子特气项目顺利开工。截止 2024 年底，公司在建产能包括 18000 吨聚四氟乙烯树脂、6000 吨/年含氟气体、25000 吨聚氨酯新材料。在建项目陆续投产带来新的盈利增长点。

● **投资建议**

预计公司 2025-2027 年归母净利润 12.42、15.34、17.75 亿元(2025-2026 原值为 17.52、18.25 亿元)，对应 PE 为 26.54X/21.49X/18.57X。维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13966	18005	20402	22937
收入同比 (%)	-3.8%	28.9%	13.3%	12.4%
归属母公司净利润	1054	1242	1534	1775
净利润同比 (%)	-10.9%	17.8%	23.5%	15.7%
毛利率 (%)	21.7%	20.9%	21.7%	21.7%
ROE (%)	6.2%	5.4%	6.3%	6.8%
每股收益 (元)	0.95	0.96	1.19	1.38
P/E	30.33	26.54	21.49	18.57
P/B	1.87	1.44	1.35	1.26
EV/EBITDA	15.58	6.31	4.28	3.93

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12879	17115	23774	27242
现金	5457	5850	12724	13131
应收账款	2513	3231	4137	4146
其他应收款	533	1229	297	1418
预付账款	327	549	495	595
存货	1647	2183	2109	2716
其他流动资产	2403	4074	4011	5237
非流动资产	17272	18621	16946	14531
长期投资	2092	2743	3601	4182
固定资产	8722	8597	5194	1477
无形资产	1480	1678	1896	2192
其他非流动资产	4979	5602	6256	6680
资产总计	30151	35736	40720	41774
流动负债	9304	8973	12226	11290
短期借款	738	668	598	276
应付账款	2797	2513	3803	3693
其他流动负债	5769	5792	7825	7321
非流动负债	3276	3393	3515	3644
长期借款	2227	2339	2456	2579
其他非流动负债	1049	1054	1059	1065
负债合计	12580	12366	15741	14934
少数股东权益	453	513	588	674
股本	1290	1471	1471	1471
资本公积	8732	13047	13047	13047
留存收益	7097	8339	9872	11648
归属母公司股东权益	17119	22857	24391	26166
负债和股东权益	30151	35736	40720	41774

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	738	753	9088	2263
净利润	1105	1302	1608	1861
折旧摊销	1103	3650	4103	4264
财务费用	98	151	154	151
投资损失	-323	-287	-401	-450
营运资金变动	-1339	-4080	3563	-3660
其他经营现金流	2537	5399	-1894	5618
投资活动现金流	-1989	-4753	-2112	-1512
资本支出	-2116	-4254	-1507	-1251
长期投资	0	-748	-968	-684
其他投资现金流	126	249	363	424
筹资活动现金流	3702	4392	-101	-345
短期借款	-827	-70	-70	-322
长期借款	134	111	117	123
普通股增加	379	181	0	0
资本公积增加	4088	4315	0	0
其他筹资现金流	-72	-146	-148	-146
现金净增加额	2462	392	6875	406

资料来源:公司公告,华安证券研究所

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13966	18005	20402	22937
营业成本	10932	14249	15969	17950
营业税金及附加	126	163	185	208
销售费用	380	438	543	611
管理费用	1003	1241	1427	1604
财务费用	51	97	95	24
资产减值损失	-149	-125	-163	-212
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	323	287	401	450
营业利润	1154	1400	1729	2001
营业外收入	231	0	0	0
营业外支出	197	0	0	0
利润总额	1188	1400	1729	2001
所得税	83	98	121	140
净利润	1105	1302	1608	1861
少数股东损益	51	60	74	86
归属母公司净利润	1054	1242	1534	1775
EBITDA	1938	4877	5587	5935
EPS (元)	0.95	0.96	1.19	1.38

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-3.8%	28.9%	13.3%	12.4%
营业利润	-15.3%	21.3%	23.5%	15.7%
归属于母公司净利润	-10.9%	17.8%	23.5%	15.7%
获利能力				
毛利率 (%)	21.7%	20.9%	21.7%	21.7%
净利率 (%)	7.5%	6.9%	7.5%	7.7%
ROE (%)	6.2%	5.4%	6.3%	6.8%
ROIC (%)	3.7%	4.2%	4.8%	5.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	41.7%	34.6%	38.7%	35.7%
净负债比率 (%)	71.6%	52.9%	63.0%	55.6%
流动比率	1.38	1.91	1.94	2.41
速动比率	1.10	1.50	1.64	2.00
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.55	0.53	0.56
应收账款周转率	5.74	6.27	5.54	5.54
应付账款周转率	4.13	5.37	5.06	4.79
每股指标 (元)				
每股收益	0.95	0.96	1.19	1.38
每股经营现金流(薄)	0.57	0.58	7.05	1.75
每股净资产	15.44	17.72	18.91	20.28
估值比率				
P/E	30.33	26.54	21.49	18.57
P/B	1.87	1.44	1.35	1.26
EV/EBITDA	15.58	6.31	4.28	3.93

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。