

公司研究 | 点评报告 | 昊华科技（600378.SH）

2024 年完成蓝天并购，发展可期

报告要点

公司发布 2024 年报及 2025 一季报，2024 年实现收入 139.7 亿，同比变动-3.8%，归母净利润 10.5 亿，同比变动-10.9%。2025Q1 实现收入 31.6 亿，同比变动+11.0%，归母净利润 1.8 亿，同比变动+10.5%。2024 年度公司现金分红（包括中期已分配的现金红利）总额 3.7 亿，占 2024 年度归属于上市公司股东净利润的比例为 35.0%。

分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002

SFC: BUT911

昊华科技 (600378.SH)

2025-05-12

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

2024 年完成蓝天并购，发展可期

事件描述

公司发布 2024 年报及 2025 一季报，2024 年实现收入 139.7 亿，同比变动-3.8%，归母净利润 10.5 亿，同比变动-10.9%。2025Q1 实现收入 31.6 亿，同比变动+11.0%，归母净利润 1.8 亿，同比变动+10.5%。2024 年度公司现金分红（包括中期已分配的现金红利）总额 3.7 亿，占 2024 年度归属于上市公司股东净利润的比例为 35.0%。

事件评论

- **2024 年公司完成中化蓝天的并购，业务板块部分承压。**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，12 月 45 亿元配套资金募集到位。分业务板块看，公司“3+1”业务板块也呈现出涨跌不一的表现。电子气体业务板块需求旺盛，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。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。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。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。
- **2025Q1 公司业务板块表现不一。**分业务板块看，高端氟材料业务因制冷剂产品价格维持高位上涨、锂电材料产品成本显著压降等，毛利同比增长 42.9%、毛利率提高 3.1pct，对业绩贡献突出，其中氟碳化学品一季度均价（不含税）为 4.3 万元/吨（同比+49.3%），中化蓝天 R134a、R125 等产品全球市场份额位居前三，2025Q1 实现销量 2.2 万吨；电子气体业务需求符合增长预期，公司抓住机遇开拓优质客户市场，“以量补价”策略成效明显，整体毛利同比增长 25.6%、毛利率提高 1.4pct；高端制造化工材料业务受政策性因素影响有所缓解，但仍未达上年同期水平，毛利同比下降 18.6%、毛利率降低 8.7pct；碳减排暨工程技术服务板块保持稳定，受业务周期性影响，毛利同比略降 2.8%、毛利率基本持平。
- **公司建设项目稳步推进中。**2024 年公司 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。勇担战新产业和产业链补短板任务。围绕高性能燃料及原料等 5 个专业方向，编制专项规划；6 项战新产业重点技术攻关达成年度任务目标，7 项技术初步实现产业化转化和技术应用推广；细化落实 27 个国家补短板产品和 34 个自身补短板任务，产业链补短板任务完成率近 100%。
- 公司是技术领先的新材料平台型企业，同时收购中化蓝天，带来制冷剂价格弹性。预计公司 2025-2027 年归属净利润分别为 13.4、18.4、26.8 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、项目进展不及预期；
- 2、技术优势缺失的风险。

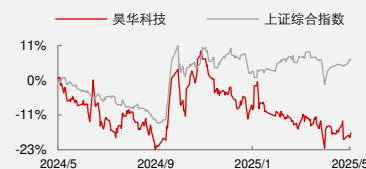
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	26.21
总股本(万股)	129,000
流通A股/B股(万股)	91,128/0
每股净资产(元)	13.42
近12月最高/最低价(元)	35.33/24.06

注：股价为 2025 年 5 月 9 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《中化蓝天合并报表，R134a 价格上涨弹性大》
2024-11-05
- 《业绩环比增长，目前蓝天注入完成》2024-09-13
- 《业绩环比回落，未来可期》2023-11-08


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、项目进展不及预期：公司在手项目较多，存在由于不可抗力项目延期投产放量的风险。
- 2、技术优势缺失的风险：随着国家深化供给侧结构性改革和创新驱动发展战略的逐步推进，化工行业科技创新和产业结构调整的发展步伐不断加快。因此，公司所属部分产品和技术将逐步进入产业发展的成熟期而面临失去领先优势和降低市场竞争力的风险。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13966	16533	18436	21242	货币资金	5457	5584	7483	10243
营业成本	10932	13138	14276	15900	交易性金融资产	49	49	49	49
毛利	3035	3395	4159	5342	应收账款	2513	0	0	0
%营业收入	22%	21%	23%	25%	存货	1647	0	0	0
营业税金及附加	126	149	166	191	预付账款	327	0	0	0
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	2887	461	461	461
销售费用	380	364	406	467	流动资产合计	12879	6094	7993	10753
%营业收入	3%	2%	2%	2%	长期股权投资	2092	2092	2092	2092
管理费用	1003	1157	1254	1381	投资性房地产	108	108	108	108
%营业收入	7%	7%	7%	7%	固定资产合计	8722	8722	8722	8722
研发费用	927	1117	1239	1427	无形资产	1480	1480	1480	1480
%营业收入	7%	7%	7%	7%	商誉	118	118	118	118
财务费用	51	0	0	0	递延所得税资产	177	177	177	177
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	4575	4575	4575	4575
加: 资产减值损失	-149	0	0	0	资产总计	30151	23366	25265	28025
信用减值损失	-35	0	0	0	短期贷款	738	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0	应付款项	2797	0	0	0
投资收益	323	314	378	434	预收账款	7	0	0	0
营业利润	1154	1541	2117	3064	应付职工薪酬	815	0	0	0
%营业收入	8%	9%	11%	14%	应交税费	115	0	0	0
营业外收支	33	0	0	0	其他流动负债	4832	1143	1143	1143
利润总额	1188	1541	2117	3064	流动负债合计	9304	1143	1143	1143
%营业收入	9%	9%	11%	14%	长期借款	2227	2227	2227	2227
所得税费用	83	166	218	303	应付债券	0	0	0	0
净利润	1105	1375	1899	2760	递延所得税负债	132	132	132	132
归属于母公司所有者的净利润	1054	1340	1844	2676	其他非流动负债	917	917	917	917
少数股东损益	51	35	55	84	负债合计	12580	4419	4419	4419
EPS (元)	0.95	1.04	1.43	2.07	归属于母公司所有者权益	17119	18459	20304	22979
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	453	488	542	627
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	17572	18947	20846	23606
经营活动现金流净额	738	414	1406	2186	负债及股东权益	30151	23366	25265	28025
取得投资收益收回现金	112	314	378	434	基本指标				
长期股权投资	-236	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-2116	137	115	140	每股收益	0.95	1.04	1.43	2.07
其他	250	0	0	0	每股经营现金流	0.57	0.32	1.09	1.69
投资活动现金流净额	-1989	450	493	574	市盈率	27.50	25.22	18.33	12.64
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.98	1.83	1.67	1.47
股权融资	4510	0	0	0	EV/EBITDA	16.49	51.08	26.64	14.09
银行贷款增加 (减少)	8072	-738	0	0	总资产收益率	3.5%	5.7%	7.3%	9.5%
筹资成本	-531	0	0	0	净资产收益率	6.2%	7.3%	9.1%	11.6%
其他	-8349	0	0	0	净利率	7.5%	8.1%	10.0%	12.6%
筹资活动现金流净额	3702	-738	0	0	资产负债率	41.7%	18.9%	17.5%	15.8%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	2462	127	1899	2760	总资产周转率	0.46	0.71	0.73	0.76

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。