

信义山证汇通天下

证券研究报告

工程服务

昊华科技（600378.SH）

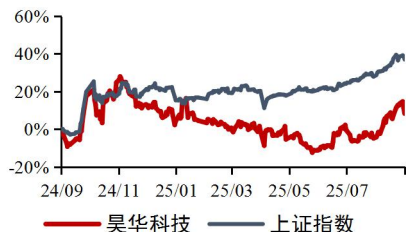
买入-B(维持)

制冷剂及特品等业务发力，25Q2 符合预期

2025 年 9 月 4 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2025 年 9 月 3 日

收盘价（元）：	28.93
年内最高/最低（元）：	35.33/23.57
流通 A 股/总股本（亿）：	10.73/12.90
流通 A 股市值（亿）：	310.29
总市值（亿）：	373.20

资料来源：最闻

基础数据：2025 年 6 月 30 日

基本每股收益(元)：	0.50
摊薄每股收益(元)：	0.50
每股净资产(元)：	13.91
净资产收益率(%)：	4.04

资料来源：最闻

分析师：

李旋坤

执业登记编码：S0760523110004

邮箱：lixuankun@sxzq.com

王金源

执业登记编码：S0760525080001

邮箱：wangjinyuan@sxzq.com

事件描述

➢ 8 月 29 日，公司发布《2025 年半年度报告》，2025H1，实现营业总收入 77.6 亿元，同比+19.5%；归母净利润 6.4 亿元，同比+20.8%；扣非归母净利润 6.2 亿元，同比+67.8%。其中，2025Q2 公司实现营业总收入 46.0 亿元，同环比分别+26.1%/+45.8%；归母净利润 4.6 亿元，同环比分别+25.6%/+148.9%；扣非后归母净利润 4.5 亿元，同环比分别+92.2%/+161.5%。上年度合并了中化蓝天、桂林蓝宇航空轮胎，公司的资产规模、营业收入大幅增加，氟化工业务实施一体化管理。

事件点评

➢ 制冷剂、特品、电子含氟气体、碳减排业务持续发力。1）制冷剂方面，公司氟碳化学品 25H1 实现销量 5.68 万吨，销售均价为 4.38 万元/吨，同比+44.82%，其中 Q2 销售 3.43 万吨（环比+52.85%，均价 4.44 万元/吨，环比+3.82%），公司 R134a、R125 等产品全球市场份额位居前三，覆盖国内大部分汽车、家用/商用空调厂，目前由于数据中心液冷需求的不断提升，对于公司 R410a 及 R134a 产品的将形成显著的驱动力，中化蓝天 25H1 实现归母净利为 3.23 亿元；2）特品方面，黎明院表现亮眼，上半年实现归母净利润为 1.10 亿元，同比+40.1%，该公司充分受益于国家商业航天的蓬勃发展；3）电子气体方面，公司含氟气体上半年实现销量 4947 吨，同比+47.5%，销售均价为 9.55 万元/吨，同比+9.05%，目前，公司六氟丁二烯产能 1200 吨/年，全球第一；三氟化氮产能 5000 吨/年，市场份额全国前三；四氟化碳产能 1000 吨/年，市场份额全国前三，六氟化硫产能 1500 吨/年，是目前国内最大的电子级六氟化硫供应商；25 年 5 月三井化学宣布 26 年 3 月退出三氟化氮领域，8 月日本关东电化三氟化氮爆炸，或边际上形成产能的退出，利好行业景气修复，昊华气体 25H1 归母净利 0.49 亿元，同比+35.3%；4）公司在焦炉气综合利用（焦炉煤气制甲醇、焦炉气甲烷化制天然气），荒煤气利用（荒煤气制氢气、LNG、液氨）及可再生能源领域业务（绿氢制绿色甲醇）方面业务规模放量，西南院 25H1 归母净利 0.70 亿元，同比+37.8%。

➢ 新能源相关业务处于景气底部，或受益于行业反内卷。公司 25H1 含氟锂电材料实现销量 3.09 万吨，均价 18273 元/吨（同比-32.86%），其中 25Q2 销售 2.09 万吨（环比+107.58%），销售均价为 17642 元/吨（环比-9.90%，降幅显著收窄）；公司电解液总产能 25 万吨，产品主要配套优质车企动力电池项目和新一代长循环储能项目，头部客户合作占比在 90%以上。此外，公司锂电业务还配套有 8000 吨/年的六氟磷酸锂产能，可在一定程度上抵御原料



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

价格波动风险。公司 PVDF 产能 2.25 万吨/年，随着新产能释放，份额持续提升，成功跻身国内前三大供应商行列。随着行业反内卷的全面推动，锂电材料行业有望迎来筑底后的景气修复。

➤ **在建项目持续落地，成长可期。**1) 电子气体方面 6000 吨/年六氟化硫装置力争在年内投产，西南地区新建 6000 吨/年三氟化氮装置，一期 3000 吨即将在年内投产；2) 特品中，已建成的 10 万条/年民航轮胎生产线通过民航局适航审查，具备生产民航轮胎资质。已在部分机型的航空轮胎上取得突破性进展，A320 飞机轮胎在桂林航空顺利开展试用，目前使用情况良好；C919 飞机轮胎获批 CTSOA 证书，目前正在推进装机试飞事宜；C909 轮胎已成功入围三大航，正在进一步推广 B737 与 A320 轮胎；3) 氟聚合物中，2.6 万吨/年高性能有机氟材料项目正式投产，在高性能氟聚合物领域的聚四氟乙烯树脂和氟橡胶方向布局的关键技术取得突破，实现了从跟跑到并跑。

投资建议

➤ 预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 14.6/20.1/24.6 亿元，对应 PE 分别为 26/ 19/ 15 倍，维持“买入-B”评级。

风险提示

➤ 下游行业政策变化、产品价格大幅波动、产能建设进度不及预期等风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,852	13,966	16,847	20,277	24,318
YoY(%)	-13.4	77.9	20.6	20.4	19.9
净利润(百万元)	900	1,054	1,462	2,012	2,464
YoY(%)	-22.8	17.1	38.7	37.6	22.5
毛利率(%)	26.7	21.7	24.0	25.4	26.0
EPS(摊薄/元)	0.70	0.82	1.13	1.56	1.91
ROE(%)	10.5	6.3	7.9	10.1	11.3
P/E(倍)	41.5	35.4	25.5	18.5	15.1
P/B(倍)	4.4	2.2	2.0	1.9	1.7
净利率(%)	11.5	7.5	8.7	9.9	10.1

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7533	12879	12924	14112	15951
现金	2695	5457	5467	4311	5657
应收票据及应收账款	2454	3493	3681	4954	5402
预付账款	229	327	344	463	505
存货	990	1647	1442	2204	2133
其他流动资产	1164	1956	1990	2180	2254
非流动资产	8229	17272	18596	19675	20602
长期投资	192	2092	2422	2785	3137
固定资产	4653	8722	9759	10594	11241
无形资产	1041	1480	1538	1612	1691
其他非流动资产	2343	4978	4877	4685	4532
资产总计	15762	30151	31520	33787	36553
流动负债	4275	9304	9521	10172	10886
短期借款	491	738	738	738	738
应付票据及应付账款	2154	4479	4668	4781	5211
其他流动负债	1629	4086	4115	4654	4938
非流动负债	2929	3276	3311	3385	3460
长期借款	2019	2227	2262	2336	2411
其他非流动负债	911	1049	1049	1049	1049
负债合计	7204	12580	12832	13558	14346
少数股东权益	23	453	476	511	560
股本	911	1290	1290	1290	1290
资本公积	2573	8732	8732	8732	8732
留存收益	5055	6990	7918	9157	10747
归属母公司股东权益	8535	17119	18212	19719	21647
负债和股东权益	15762	30151	31520	33787	36553

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1092	738	2356	981	3486
净利润	900	1105	1485	2046	2514
折旧摊销	466	1077	950	1053	1212
财务费用	2	51	56	55	46
投资损失	-21	-323	-228	-262	-250
营运资金变动	-323	-1341	148	-1853	21
其他经营现金流	69	169	-54	-58	-57
投资活动现金流	-951	-1989	-1991	-1813	-1832
筹资活动现金流	-146	3702	-356	-325	-308
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.82	1.13	1.56	1.91
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.57	1.83	0.76	2.70
每股净资产(最新摊薄)	6.62	13.27	14.12	15.29	16.78

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7852	13966	16847	20277	24318
营业成本	5760	10932	12806	15118	17985
营业税金及附加	81	126	152	182	219
营业费用	166	380	371	436	511
管理费用	623	1003	1213	1450	1727
研发费用	637	927	1112	1338	1605
财务费用	2	51	56	55	46
资产减值损失	-49	-185	-168	-162	-195
公允价值变动收益	-0	2	0	1	1
投资净收益	21	323	228	262	250
营业利润	922	1154	1582	2199	2688
营业外收入	245	231	257	250	246
营业外支出	198	197	207	203	201
利润总额	970	1188	1632	2246	2732
所得税	69	83	147	200	219
税后利润	900	1105	1485	2046	2514
少数股东损益	0	51	24	34	50
归属母公司净利润	900	1054	1462	2012	2464
EBITDA	1517	2293	2537	3272	3918

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-13.4	77.9	20.6	20.4	19.9
营业利润(%)	-27.9	25.1	37.1	39.0	22.3
归属于母公司净利润(%)	-22.8	17.1	38.7	37.6	22.5
获利能力					
毛利率(%)	26.7	21.7	24.0	25.4	26.0
净利率(%)	11.5	7.5	8.7	9.9	10.1
ROE(%)	10.5	6.3	7.9	10.1	11.3
ROIC(%)	8.2	5.3	6.4	8.3	9.3
偿债能力					
资产负债率(%)	45.7	41.7	40.7	40.1	39.2
流动比率	1.8	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.3	1.0	1.0	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	2.8	4.7	4.7	4.7	4.7
应付账款周转率	3.1	3.3	2.8	3.2	3.6
估值比率					
P/E	41.5	35.4	25.5	18.5	15.1
P/B	4.4	2.2	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	25.1	16.0	14.5	11.7	9.5

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履

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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

