

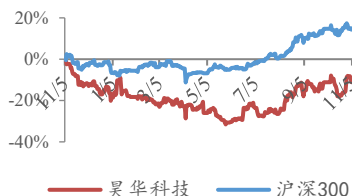
## 业绩同环比高增，制冷剂维持高景气

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-05

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元）          | 30.90       |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 34.56/23.65 |
| 总股本（百万股）        | 1290        |
| 流通股本（百万股）       | 1073        |
| 流通股比例（%）        | 83.14       |
| 总市值（亿元）         | 399         |
| 流通市值（亿元）        | 331         |

### 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

1. 短期业绩承压，制冷剂景气度有望提升 2025-05-11
2. 中化蓝天并表，氟化工产业链补强 2024-11-06
3. 二季度环比改善，中化蓝天即将并表 2024-09-03

### 主要观点：

#### ● 事件描述

10 月 29 日，昊华科技发布 2025 年三季报，前三季度实现营收 123.01 亿元，同比+20.52%；实现归母净利润 12.32 亿元，同比+44.69%；实现扣非归母净利润 12.14 亿元，同比+109.93%。其中，第三季度，公司实现营收 45.41 亿元，同比-32.71%，环比-1.36%；归母净利润 5.87 亿元，同比+22.10%，环比+27.68%；扣非净利润 5.95 亿元，同比+184.10%，环比+32.88%。

#### ● 制冷剂延续高景气，盈利同环比高增

**25Q3 制冷剂延续高景气，价格同比大幅抬升。**盈利指标方面，三季度单季度销售毛利率 28.00%，同比+7.69pct，环比+3.89pct；净利率 14.07%，同比+6.36pct，环比+2.96pct。氟化工板块量价齐升是公司盈利同环比增长的主要原因，前三季度，氟化工业务板块整体销售收入同比增长 26.53%、毛利同比增长 63.34%、毛利率同比提升 4.99pct。制冷剂配额制度下，行业有望长期维持景气，助力公司盈利增长。其他业务方面，公司电子化学品在面临激烈竞争情况下积极以量补价，整体业务板块销售收入同比增长 19.83%，毛利同比增长 22.42%，毛利率保持稳定；高端制造化工材料板块产品交付量实现提升，毛利率保持稳定；碳减排板块收入和毛利同比实现稳定增长。公司各个业务板块发展向好。

**价格方面**，根据公司经营数据，25Q3 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/碳减排催化剂价格环比+2.49%/-3.38%/-4.10%/-6.36%/-6.09%/+73.49%/-27.47%/-2.14%/+2.63%/+14.92%。

**产销量方面**，25Q3 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 -0.89%/+14.66%/+11.69%/-5.66%/+7.92%/-29.12%/-12.68%/-2.59%/-10.76%/-25.94%。

#### ● 公司积极扩展产能布局，重点项目有序推进

前三季度，公司各重点项目按计划有序推进，中昊晨光 2.6 万吨/年高性能有机氟材料项目主要装置、黎明院 46600 吨/年专用新材料项目聚氨酯和催化剂装置、中化蓝天郴州 1000 吨/年全氟烯烃项目等多个重点项目已投产；昊华气体西南电子特种气体项目正在开展安装施工。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 16.41、18.81、22.63 亿元（原值 12.42、15.34、17.75 亿元），对应 PE 为 24.30X/21.19X/17.61X。

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  | 19038 | 21366 | 24073 |
| 收入同比 (%)  | -3.8%  | 36.3% | 12.2% | 12.7% |
| 归属母公司净利润  | 1054   | 1641  | 1881  | 2263  |
| 净利润同比 (%) | -10.9% | 55.7% | 14.7% | 20.3% |
| 毛利率 (%)   | 21.7%  | 22.7% | 23.1% | 23.5% |
| ROE (%)   | 6.2%   | 7.1%  | 7.5%  | 8.3%  |
| 每股收益 (元)  | 0.95   | 1.27  | 1.46  | 1.75  |
| P/E       | 30.33  | 24.30 | 21.19 | 17.61 |
| P/B       | 1.87   | 1.71  | 1.59  | 1.45  |
| EV/EBITDA | 15.58  | 7.10  | 5.03  | 4.57  |

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |              |              |              |              | 利润表             |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |              |              |              |              | 单位:百万元          |              |              |              |              |
| 会计年度           | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 会计年度            | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| <b>流动资产</b>    | 12879        | 17922        | 24711        | 28945        | <b>营业收入</b>     | 13966        | 19038        | 21366        | 24073        |
| 现金             | 5457         | 5834         | 13590        | 13900        | 营业成本            | 10932        | 14711        | 16426        | 18409        |
| 应收账款           | 2513         | 3560         | 4155         | 4538         | 营业税金及附加         | 126          | 173          | 194          | 218          |
| 其他应收款          | 533          | 1330         | 268          | 1532         | 销售费用            | 380          | 463          | 569          | 641          |
| 预付账款           | 327          | 567          | 509          | 610          | 管理费用            | 1003         | 1312         | 1494         | 1683         |
| 存货             | 1647         | 2307         | 2108         | 2840         | 财务费用            | 51           | 97           | 96           | 16           |
| 其他流动资产         | 2403         | 4324         | 4080         | 5525         | 资产减值损失          | -149         | -125         | -163         | -212         |
| <b>非流动资产</b>   | 17272        | 18621        | 16946        | 14531        | 公允价值变动收益        | 2            | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 2092         | 2743         | 3601         | 4182         | 投资净收益           | 323          | 303          | 419          | 473          |
| 固定资产           | 8722         | 8597         | 5194         | 1477         | <b>营业利润</b>     | 1154         | 1849         | 2121         | 2551         |
| 无形资产           | 1480         | 1678         | 1896         | 2192         | 营业外收入           | 231          | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动资产        | 4979         | 5602         | 6256         | 6680         | 营业外支出           | 197          | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 30151        | 36543        | 41657        | 43476        | <b>利润总额</b>     | 1188         | 1849         | 2121         | 2551         |
| <b>流动负债</b>    | 9304         | 9362         | 12380        | 11698        | 所得税             | 83           | 129          | 148          | 178          |
| 短期借款           | 738          | 668          | 598          | 276          | <b>净利润</b>      | 1105         | 1720         | 1973         | 2373         |
| 应付账款           | 2797         | 2685         | 3812         | 3876         | 少数股东损益          | 51           | 80           | 91           | 110          |
| 其他流动负债         | 5769         | 6009         | 7970         | 7546         | <b>归属母公司净利润</b> | 1054         | 1641         | 1881         | 2263         |
| <b>非流动负债</b>   | 3276         | 3393         | 3515         | 3644         | EBITDA          | 1938         | 5303         | 5955         | 6449         |
| 长期借款           | 2227         | 2339         | 2456         | 2579         | EPS (元)         | 0.95         | 1.27         | 1.46         | 1.75         |
| 其他非流动负债        | 1049         | 1054         | 1059         | 1065         | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 12580        | 12754        | 15895        | 15342        | <b>会计年度</b>     | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 少数股东权益         | 453          | 532          | 624          | 734          | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 股本             | 1290         | 1471         | 1471         | 1471         | 营业收入            | -3.8%        | 36.3%        | 12.2%        | 12.7%        |
| 资本公积           | 8732         | 13047        | 13047        | 13047        | 营业利润            | -15.3%       | 60.2%        | 14.7%        | 20.3%        |
| 留存收益           | 7097         | 8737         | 10619        | 12882        | 归属于母公司净利润       | -10.9%       | 55.7%        | 14.7%        | 20.3%        |
| 归属母公司股东权益      | 17119        | 23256        | 25138        | 27401        | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 30151        | 36543        | 41657        | 43476        | 毛利率 (%)         | 21.7%        | 22.7%        | 23.1%        | 23.5%        |
| <b>现金流量表</b>   |              |              |              |              | 净利率 (%)         | 7.5%         | 8.6%         | 8.8%         | 9.4%         |
| 单位:百万元         |              |              |              |              | ROE (%)         | 6.2%         | 7.1%         | 7.5%         | 8.3%         |
| <b>会计年度</b>    | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | ROIC (%)        | 3.7%         | 5.6%         | 5.9%         | 6.4%         |
| <b>经营活动现金流</b> | 738          | 715          | 9946         | 2139         | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
| 净利润            | 1105         | 1720         | 1973         | 2373         | 资产负债率 (%)       | 41.7%        | 34.9%        | 38.2%        | 35.3%        |
| 折旧摊销           | 1103         | 3650         | 4103         | 4264         | 净负债比率 (%)       | 71.6%        | 53.6%        | 61.7%        | 54.5%        |
| 财务费用           | 98           | 151          | 154          | 151          | 流动比率            | 1.38         | 1.91         | 2.00         | 2.47         |
| 投资损失           | -323         | -303         | -419         | -473         | 速动比率            | 1.10         | 1.51         | 1.70         | 2.07         |
| 营运资金变动         | -1339        | -4514        | 4080         | -4268        | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |
| 其他经营现金流        | 2537         | 6245         | -2051        | 6732         | 总资产周转率          | 0.50         | 0.57         | 0.55         | 0.57         |
| <b>投资活动现金流</b> | -1989        | -4730        | -2088        | -1484        | 应收账款周转率         | 5.74         | 6.27         | 5.54         | 5.54         |
| 资本支出           | -2116        | -4247        | -1502        | -1245        | 应付账款周转率         | 4.13         | 5.37         | 5.06         | 4.79         |
| 长期投资           | 0            | -748         | -968         | -684         | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
| 其他投资现金流        | 126          | 265          | 382          | 446          | 每股收益            | 0.95         | 1.27         | 1.46         | 1.75         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 3702         | 4392         | -101         | -345         | 每股经营现金流 (摊薄)    | 0.57         | 0.55         | 7.71         | 1.66         |
| 短期借款           | -827         | -70          | -70          | -322         | 每股净资产           | 15.44        | 18.03        | 19.49        | 21.24        |
| 长期借款           | 134          | 111          | 117          | 123          | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |
| 普通股增加          | 379          | 181          | 0            | 0            | P/E             | 30.33        | 24.30        | 21.19        | 17.61        |
| 资本公积增加         | 4088         | 4315         | 0            | 0            | P/B             | 1.87         | 1.71         | 1.59         | 1.45         |
| 其他筹资现金流        | -72          | -146         | -148         | -146         | EV/EBITDA       | 15.58        | 7.10         | 5.03         | 4.57         |
| <b>现金净增加额</b>  | 2462         | 377          | 7756         | 310          |                 |              |              |              |              |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 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。