

# 昊华科技 (600378.SH)

## 主业高景气，新材料平台型龙头扬帆起航

传承 70 余载，昊华科技是共和国化工新材料“核心研发平台”。公司隶属于中国中化，由 50-70 年代成立的十二家国家级化工材料研究院合并而成，公司旗下十二家科研院所均应新中国早期特种领域需求诞生。七十年来，公司在研发上的累计投入与国家给予补助的价值突出。公司在特种涂料、弹性体、气体、氟材料等细分领域均具有显著的行业地位，下游包括航空、航天、军工等环节，是我国化工行业由大产能驱动转向研发驱动、科技驱动新时代的“核心资产”。

**整合中化蓝天，制冷剂高景气业绩“持续兑现”。**通过整合中化蓝天，公司氟化工上游产业链完整度大幅提升，涵盖氟碳化学品、氟聚合物、氟精细化学品、含氟锂电材料等产品。其中，氟碳化学品业务受三代制冷剂涨价拉动，景气加速。单季度来看，2025Q3 公司实现归母净利润历史新高 5.9 亿元，同比增长 22%。根据公司经营报告，2025 年 1-3Q 公司氟碳化学品均价达 4.44 万元，同比 2024 年大幅上升 49%。从细分产品来看，R32 价格已由 2025 年初的 4.3 万提升至 6.3 万，结合四代高昂的生产成本以及海外专利期数十万的销售价格作为支撑，我们认为 2026 年三代价格中枢仍将上行，昊华科技在内的头部配额厂商将充分受益。

**商业航天东风起，昊华是平台型航材供应商。**商业航天是推动航天产业发展、建设航天强国的重要力量，目前已进入全球共振阶段。根据中国电子信息产业发展研究院统计，2024 年我国商业航天市场规模达到 2.3 万亿元，预计 2025 年将增至 2.8 万亿元。卫星侧，在政策加持和频轨资源“先到先得”竞争激烈的背景下，我国已启动多个千颗级以上的巨型卫星星座项目。根据环球产经，我国 2025 年 12 月向 ITU 申请了超 20 万颗卫星的频轨资源。预计到 2030 年前后，我国火箭发射市场有望达到千亿量级，带来巨大材料市场空间。昊华科技下属北方院、黎明院、西北院等国家级院所深耕航空航天材料数十载，产品包括航空航天涂料、推进剂材料、航空航天密封材料等，技术、客户资源优势显著，有望加速成长。

**电子级 PTFE 领军者，下一代 PCB 高频高速树脂打开成长空间。**伴随 PCB 高频高速需求的提升，M8、M9 及以上的迭代对树脂 Dk、Df 提出了更高的要求。PTFE 可实现 0.002 以内的超低 Df 值，是高频高速树脂的迭代方向。电子级 PTFE 对纯度、稳定性要求极高，且需配合覆铜板客户长期合作研发，目前仍在产业化前期。昊华科技是国内高端 PTFE 树脂领军企业，下属晨光院自主研发的中高压压缩比 PTFE 分散树脂产品成功配套同轴线缆生产实现进口替代，电子级产品大有可为。

**投资建议：**受益于制冷剂涨价、多项目扩产、商业航天/AI-PCB 等新兴下游需求拉动，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 18.18/28.89/32.06 亿元；对应 PE 分别为 25.2/15.9/14.3 倍。维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期，产品价格不及预期，国际政治风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	14,523	13,966	17,344	20,563	22,436
增长率 yoy (%)	60.2	-3.8	24.2	18.6	9.1
归母净利润 (百万元)	1,183	1,054	1,818	2,889	3,206
增长率 yoy (%)	1.6	-10.9	72.6	58.9	11.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.92	0.82	1.41	2.24	2.49
净资产收益率 (%)	10.0	6.2	7.6	10.7	10.5
P/E (倍)	38.8	43.5	25.2	15.9	14.3
P/B (倍)	3.9	2.7	1.9	1.7	1.5

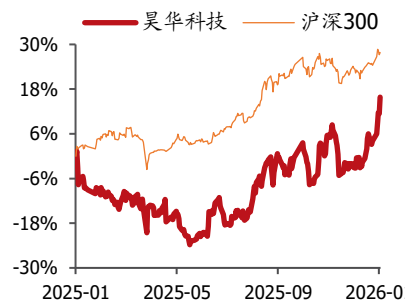
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 09 日收盘价

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	化学制品
前次评级	买入
01 月 09 日收盘价 (元)	35.56
总市值 (百万元)	45,872.39
总股本 (百万股)	1,290.00
其中自由流通股 (%)	83.14
30 日日均成交量 (百万股)	8.26

#### 股价走势



#### 作者

分析师	尹乐川
执业证书编号:	S0680523110002
邮箱:	yinlechuan@gszq.com
分析师	杨义韬
执业证书编号:	S0680522080002
邮箱:	yangyitao@gszq.com

#### 相关研究

- 《昊华科技 (600378.SH): 重组方案调减, 低估值整合中化蓝天》 2024-01-31
- 《昊华科技 (600378.SH): 新材料平台型龙头, 硬科技时代的“核心资产”》 2023-08-25

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	9979	12879	20425	24983	29168
现金	3101	5457	11818	14780	18255
应收票据及应收账款	3435	3493	4220	5073	5497
其他应收款	441	533	594	744	790
预付账款	276	327	350	416	434
存货	1559	1647	1862	2152	2276
其他流动资产	1167	1423	1581	1817	1916
<b>非流动资产</b>	15389	17272	17393	17393	17393
长期投资	1857	2092	2092	2092	2092
固定资产	7998	8722	8722		
无形资产	1394	1480	1480	1480	1480
其他非流动资产	4140	4979	5099	5099	5099
<b>资产总计</b>	25367	30151	37818	42376	46561
<b>流动负债</b>	9889	9304	10030	11282	11940
短期借款	1564	738	738	738	738
应付票据及应付账款	4229	4479	5058	5850	6184
其他流动负债	4096	4086	4234	4694	5018
<b>非流动负债</b>	3242	3276	3331	3331	3331
长期借款	2094	2227	2227	2227	2227
其他非流动负债	1148	1049	1103	1103	1103
<b>负债合计</b>	13131	12580	13361	14612	15271
少数股东权益	398	453	541	681	837
股本	911	1290	1290	1290	1290
资本公积	4644	8732	13048	13048	13048
留存收益	6255	6990	9464	12629	16000
归属母公司股东权益	11838	17119	23917	27082	30453
<b>负债和股东权益</b>	25367	30151	37818	42376	46561

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1063	738	2850	3541	4195
净利润	1188	1105	1907	3029	3362
折旧摊销	1033	1103	1103	1103	1103
财务费用	101	98	98	98	98
投资损失	-288	-323	-260	-308	-269
营运资金变动	-1014	-1339	37	-343	-52
其他经营现金流	42	94	-36	-38	-47
<b>投资活动现金流</b>	-1179	-1989	263	433	402
资本支出	-1765	-2116	105	124	133
长期投资	678	0	0	0	0
其他投资现金流	-92	126	159	308	269
<b>筹资活动现金流</b>	-266	3702	3243	-1012	-1122
短期借款	687	-827	0	0	0
长期借款	916	134	0	0	0
普通股增加	0	379	0	0	0
资本公积增加	2086	4088	4315	0	0
其他筹资现金流	-3956	-72	-1073	-1012	-1122
<b>现金净增加额</b>	-378	2462	6360	2962	3475

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	14523	13966	17344	20563	22436
营业成本	11212	10932	12854	14566	15557
营业税金及附加	138	126	173	206	224
营业费用	412	380	471	411	449
管理费用	1003	1003	1266	1501	1638
研发费用	982	927	1152	1365	1490
财务费用	44	51	61	63	59
资产减值损失	-81	-149	-23	-26	-20
其他收益	386	405	347	411	224
<b>变动收益</b>					
投资净收益	288	323	260	308	269
资产处置收益	54	62	77	91	99
<b>营业利润</b>	1363	1154	2016	3223	3580
营业外收入	251	231	231	231	231
营业外支出	206	197	197	197	197
<b>利润总额</b>	1408	1188	2050	3256	3614
所得税	220	83	143	227	252
<b>净利润</b>	1188	1105	1907	3029	3362
少数股东损益	5	51	88	140	156
<b>归属母公司净利润</b>	1183	1054	1818	2889	3206
EBITDA	2113	1938	3214	4423	4776
EPS (元/股)	0.92	0.82	1.41	2.24	2.49

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	60.2	-3.8	24.2	18.6	9.1
营业利润(%)	6.6	-15.3	74.7	59.9	11.1
归属母公司净利润(%)	1.6	-10.9	72.6	58.9	11.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	22.8	21.7	25.9	29.2	30.7
净利率(%)	8.1	7.5	10.5	14.0	14.3
ROE(%)	10.0	6.2	7.6	10.7	10.5
ROIC(%)	5.6	3.7	7.1	10.0	9.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.8	41.7	35.3	34.5	32.8
净负债比率(%)	7.3	-10.6	-35.6	-42.1	-48.4
流动比率	1.0	1.4	2.0	2.2	2.4
速动比率	0.8	1.1	1.7	1.9	2.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	7.1	5.7	6.3	6.3	6.0
应付账款周转率	6.1	4.1	4.4	4.4	4.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.92	0.82	1.41	2.24	2.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.57	2.21	2.74	3.25
每股净资产(最新摊薄)	9.18	13.27	18.54	20.99	23.61
<b>估值比率</b>					
P/E	38.8	43.5	25.2	15.9	14.3
P/B	3.9	2.7	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	13.6	15.6	11.6	7.7	6.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 09 日收盘价

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com