

昊华科技（600378.SH）

含氟材料平台型企业，2026上半年盈利高增

优于大市

核心观点

国内氟化工龙头企业，致力打造平台型新材料公司。公司为国内氟化工行业龙头企业、电子化学品及高端制造化工材料领域领先企业，核心业务涵盖高端氟材料、电子化学品、高端制造化工材料及碳减排领域。**氟材料方面**，公司具备完整的氟化工产业链，产品包含制冷剂、灭火剂、氟树脂、氟橡胶、含氟中间体、电解液等。**电子化学品方面**，公司以含氟电子特气为核心，主要产品包括三氟化氮、六氟化硫、四氟化碳及氟碳类气体等，产品矩阵丰富，市场份额稳居行业前列。**高端制造化工材料方面**，公司聚焦定制化橡塑制品，核心产品涵盖橡胶密封制品、橡胶板材制品、民航轮胎、气象气球、聚氨酯新材料等，型号规格齐全，可提供定制化综合服务；同时，特种涂料、各类催化剂亦为该业务板块重要产品，广泛应用于民用航空、船舶、氯碱化工、煤化工等领域。**碳减排方面**，公司在二氧化碳捕集、碳资源利用、氢能制备及焦炉气综合利用等技术领域具备显著优势，可为客户提供一体化整体解决方案，是全球变压吸附气体分离技术（PSA）三大供应商之一。

2026年上半年实现归母净利润9.01亿元，同比增长40%。2026年8月26日晚，公司发布《2026年半年度报告》。根据公告，2026年上半年公司实现营业收入96.90亿元，同比增长24.87%；实现归母净利润9.01亿元，同比增长39.78%；实现扣非后归母净利润8.86亿元，同比增长43.09%。业绩增长主要得益于制冷剂景气度延续、含氟锂电材料需求增长以及电子化学品板块高端产品放量。公司经营性现金流表现亮眼，净额达12.34亿元，同比大幅增长366.17%，显示出公司在销售规模扩大的同时，营运资金管控能力增强。单季度看，2026年第二季度业绩环比大幅提速，单季度实现营业收入54.59亿元，同比增长18.59%，环比增长29.02%；实现归母净利润5.93亿元，同比增长28.96%，环比大幅增长92.49%。二季度业绩的环比高增，主要受益于制冷剂、锂电材料、含氟聚合物销售收入增加，以及公司期间费用率下降。

氟化工板块景气周期延续，全产业链优势凸显。氟化工板块是公司业绩的“压舱石”，根据公司公告，2026年上半年板块收入同比增长32.89%，毛利同比增长51.60%，毛利率提升2.79pct。**制冷剂方面**，配额制下盈利稳步提升。三代制冷剂自2024年起实行配额制，行业供给收紧，价格稳中有升。公司拥有R134a、R125等三代制冷剂配额近10万吨，将充分享受行业高景气红利。**含氟锂电材料方面**，需求强劲复苏，盈利能力大幅修复。2026年上半年储能市场需求增长100%，带动电解液市场需求高增，公司电解液业务自2025四季度迎来拐点，2026年来持续向好。公司拥有25万吨/年电解液及配套的9000吨/年六氟磷酸锂产能，产业链一体化优势有助于抵御上游原料价格波动。**氟聚合物方面**，价格底部回暖，静待AI新领域应用带动增长。2026年上半年PTFE、PVDF市场在成本推动下价格震荡上行，行业盈利能力有所修复。公司2.6万吨/年高性能有机氟材料项目已于2025年投产，目前公司拥有四氟树脂产能达5.1万吨/年，氟橡胶产能5500吨/年。此外，公司在高端电子级PTFE领域技术储备深厚，有望受益于AI服务器对高速覆铜板的需求增长。

电子化学品板块静待产品持续放量，量价齐升成为增长引擎。电子化学品板块将成为公司主要增长动力之一，以电子特气产品为主。2026年上半年板块

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

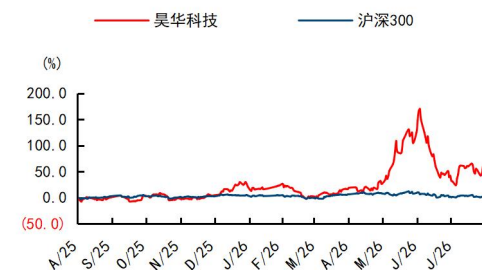
证券分析师：杨林
010-88005379
yanglin6@guosen.com.cn
S0980520120002

证券分析师：张歆钰
021-60375408
zhangxinyu4@guosen.com.cn
S0980524080004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	48.46元
总市值/流通市值	62513/51977百万元
52周最高价/最低价	88.10/27.83元
近3个月日均成交额	3916.41百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

收入同比增长 15.70%，毛利同比增长 25.70%，毛利率同比增长 2.25pct。

六氟化钨方面，供需格局紧张，价格快速上涨，业绩弹性较大。受国内钨矿开采指标收紧及海外厂商生产影响，全球六氟化钨供给缺口持续拉大，产品价格从前期约 35 万元/吨上涨至 2026 年 7 月的 157 万元/吨。公司现有 600 吨/年产能，位居国内第二。2025 年公司六氟化钨产能利用率较低，2026-2027 年随着客户验证推进和市场需求释放，有望成为业绩核心增长点。**六氟丁二烯方面**，AI 驱动需求，龙头地位稳固。作为新一代低 GWP 值刻蚀气体，六氟丁二烯受益于 AI 芯片等先进制程需求持续上涨。公司拥有 1000 吨/年产能，为全球第一大供应商，将充分享受行业需求释放带来的红利。**三氟化氮等方面**，以量补价，新产能保障增长。尽管三氟化氮市场竞争激烈，价格有所承压，但公司凭借 6000 吨/年新建产能的逐步释放，实现以量补价。同时公司在六氟化硫领域为国内最大供应商，并积极扩产以满足客户需求。

高端制造化工材料与碳减排板块稳步复苏，关注新机遇与订单变化。高端制造化工材料板块新兴赛道与供应链重构打开成长空间，全球地缘竞争凸显关键材料自主保障刚需，上半年销售收入维持稳定，毛利同比增长 8.81%，毛利率同比提升 4.30pct。碳减排暨工程技术服务板块市场政策收紧，传统领域盈利承压，绿色赛道快速扩容，上半年收入同比增长 27.61%，毛利及毛利率同比有所下降。

风险提示：氟化工需求疲弱；电子气体导入认证进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

投资建议：维持“优于大市”评级。

我们预计公司 2026-2028 年实现收入 192/218/254 亿元，实现归母净利润为 21/25/28 亿元，2026-2028 年摊薄 EPS 为 1.62/1.97/2.19 元，对应当前 PE 为 27.2/22.4/20.1X。考虑到公司未来拥有制冷剂与电子化学品双重增利板块，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,966	16,689	19,249	21,830	25,366
(+/-%)	77.9%	19.5%	15.3%	13.4%	16.2%
归母净利润(百万元)	1054	1444	2093	2536	2822
(+/-%)	17.1%	37.1%	44.9%	21.2%	11.3%
每股收益(元)	0.82	1.12	1.62	1.97	2.19
EBIT Margin	4.3%	9.4%	14.8%	15.7%	14.8%
净资产收益率(ROE)	6.2%	7.9%	10.6%	11.8%	12.0%
市盈率(PE)	53.9	39.3	27.2	22.4	20.1
EV/EBITDA	42.4	24.6	15.3	13.2	12.3
市净率(PB)	3.32	3.12	2.89	2.65	2.43

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

国内氟化工龙头企业，致力打造平台型新材料公司。公司为国内氟化工行业龙头企业、电子化学品及高端制造化工材料领域领先企业，核心业务涵盖高端氟材料、电子化学品、高端制造化工材料及碳减排领域。氟材料方面，公司具备完整的氟化工产业链，产品包含制冷剂、灭火剂、氟树脂、氟橡胶、含氟中间体、电解液等。电子化学品方面，公司以含氟电子特气为核心，主要产品包括三氟化氮、六氟化硫、四氟化碳及氟碳类气体等，产品矩阵丰富，市场份额稳居行业前列。高端制造化工材料方面，公司聚焦定制化橡塑制品，核心产品涵盖橡胶密封制品、橡胶板材制品、民航轮胎、气象气球、聚氨酯新材料等，型号规格齐全，可提供定制化综合服务；同时，特种涂料、各类催化剂亦为该业务板块重要产品，广泛应用于民用航空、船舶、氯碱化工、煤化工等领域。碳减排方面，公司在二氧化碳捕集、碳资源利用、氢能制备及焦炉气综合利用等技术领域具备显著优势，可为客户提供一体化整体解决方案，是全球变压吸附气体分离技术（PSA）三大供应商之一。

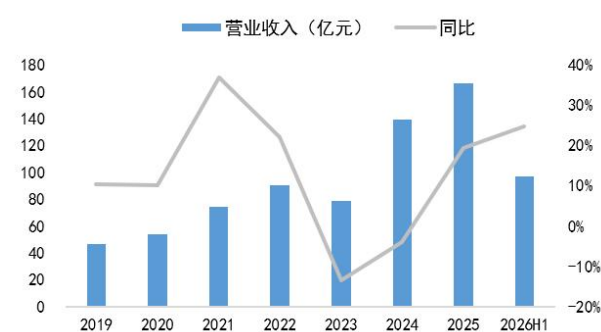
图1：昊华科技主要产品产能及 2025 年产能利用率

主要厂区或项目	设计产能	产能利用率 (%)	在建产能	单位：万元 币种：人民币	
				在建产能已投资额	在建产能预计完工时间
氟制冷剂	92500 吨	80.04%			
灭火剂	8200 吨	90.57%			
电解液	250000 吨	32.72%			
六氟磷酸锂	9000 吨	91.11%			
聚四氟乙烯树脂	51000 吨	64.25%			
氟橡胶	1500 吨	137.6%			
PVDF 树脂	22500 吨	55%			
含氟气体材料	14800 吨	82.02%	3000 吨	63,409.00	2026 年 12 月
聚氨酯类新材料	25000 吨	94.71%			
特种涂料	18400 吨	57.34%	1000 吨	1,544.80	2027 年 3 月
航空轮胎	16.5 万条/年	32.75%			

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

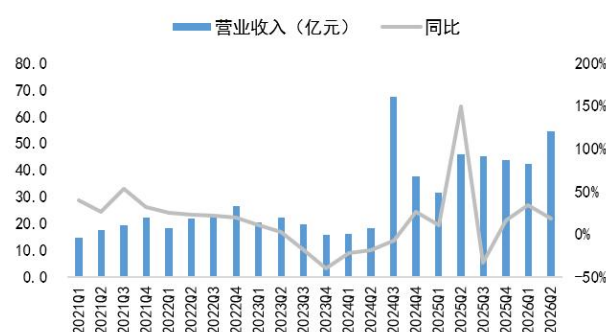
2026 年上半年实现归母净利润 9.01 亿元，同比增长 40%。2026 年 8 月 26 日晚，公司发布《2026 年半年度报告》。根据公告，2026 年上半年公司实现营业收入 96.90 亿元，同比增长 24.87%；实现归母净利润 9.01 亿元，同比增长 39.78%；实现扣非后归母净利润 8.86 亿元，同比增长 43.09%。业绩增长主要得益于制冷剂景气度延续、含氟锂电材料需求增长以及电子化学品板块高端产品放量。公司经营现金流表现亮眼，净额达 12.34 亿元，同比大幅增长 366.17%，显示出公司在销售规模扩大的同时，营运资金管控能力增强。单季度看，2026 年第二季度业绩环比大幅提速，单季度实现营业收入 54.59 亿元，同比增长 18.59%，环比增长 29.02%；实现归母净利润 5.93 亿元，同比增长 28.96%，环比大幅增长 92.49%。二季度业绩的环比高增，主要受益于制冷剂、锂电材料、含氟聚合物销售收入增加，以及公司期间费用率下降。

图2: 昊华科技营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



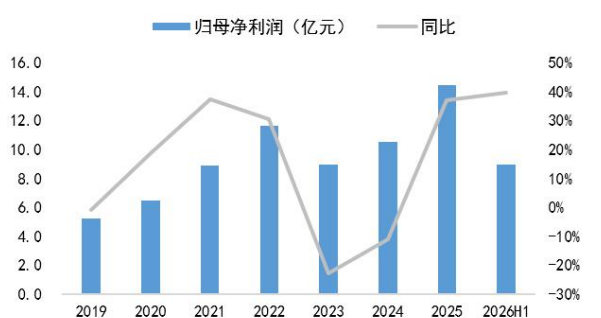
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 昊华科技单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



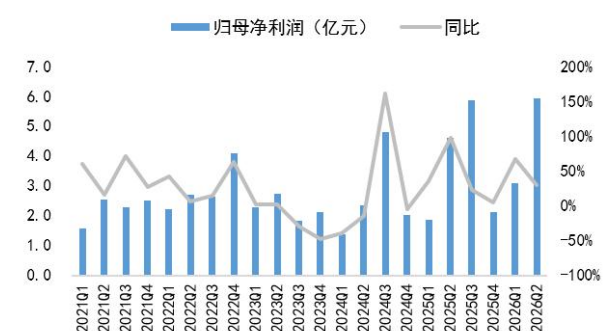
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 昊华科技归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



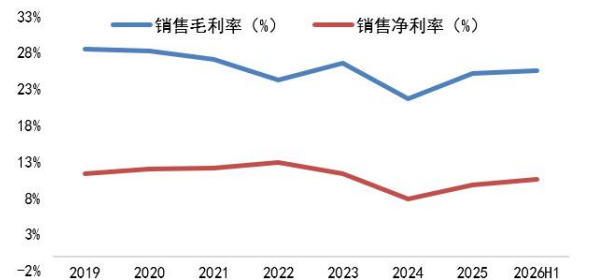
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 昊华科技单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



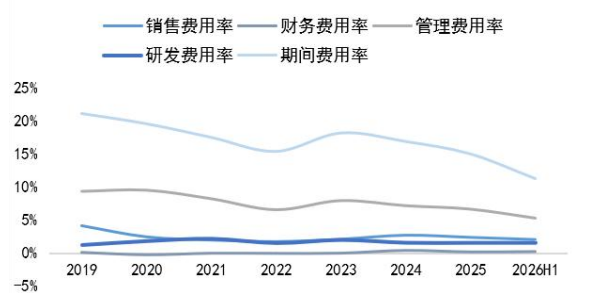
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 昊华科技毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 昊华科技各项费用率变化情况



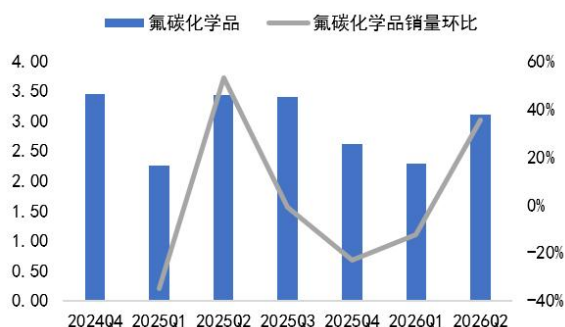
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

氟化工板块景气周期延续，全产业链优势凸显。氟化工板块是公司业绩的“压舱石”，根据公司公告，2026年上半年板块收入同比增长32.89%，毛利同比增长51.60%，毛利率提升2.79pct。

制冷剂方面，配额制下盈利稳步提升。三代制冷剂自2024年起实行配额制，行业供给收紧，价格稳中有升。公司拥有R134a、R125等三代制冷剂配额近10万吨，将充分享受行业高景气红利。制冷剂市场价格方面：R22价格企稳回升，2026年

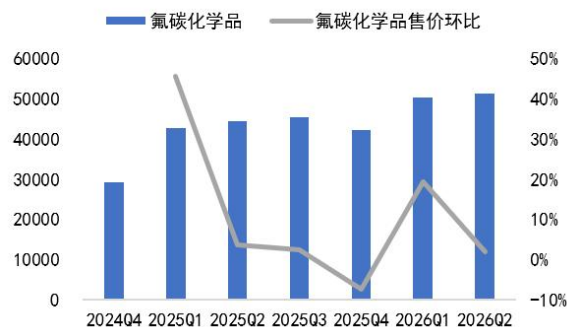
Q2 均价为 2.10 万元/吨；据氟务在线，截至 8 月 24 日，R22 内贸价格达 2.4-2.5 万元/吨。R32 2026 年 Q2 均价达 6.25 万元/吨，市场报价提升至 6.45-6.55 万元/吨。R134a 2026 年 Q2 均价上涨至 6.17 万元/吨，当前报价上涨至 6.5-6.8 万元/吨。R410a 受 R32 及 R125 提价带动，2026 年 Q2 均价达 5.79 万元/吨，当前报价跟涨至 6.0-6.1 万元/吨。

图8：公司氟碳化学品销量（万吨）及环比变化情况



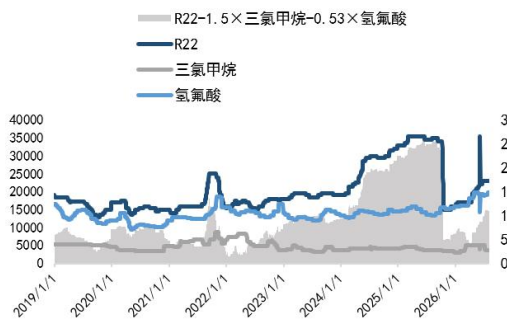
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司氟碳化学品价格（元/吨）及环比变化情况



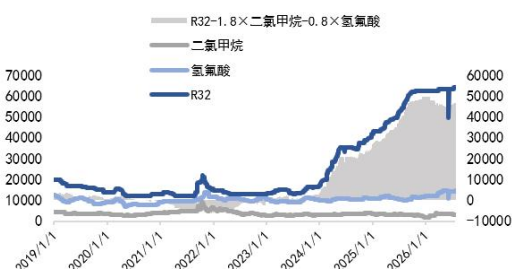
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：二代制冷剂 R22 价格及价差（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图11：三代制冷剂 R32 价格及价差（元/吨）



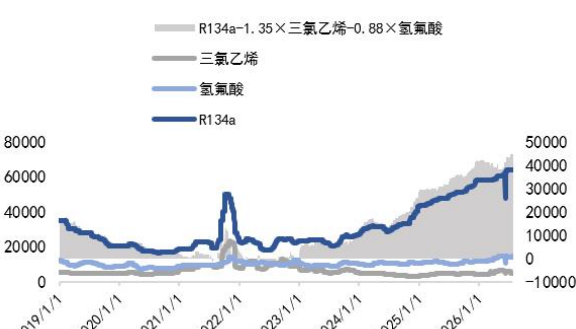
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图12：三代制冷剂 R125 价格及价差（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

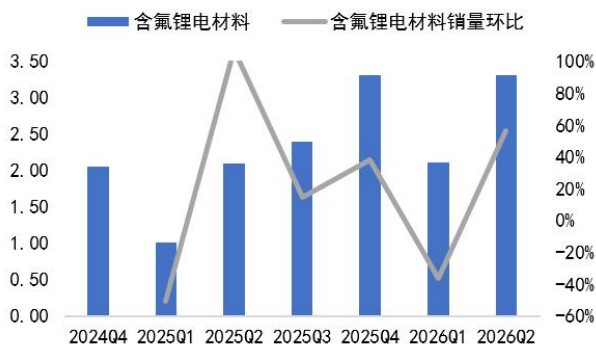
图13：三代制冷剂 R134a 价格及价差（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

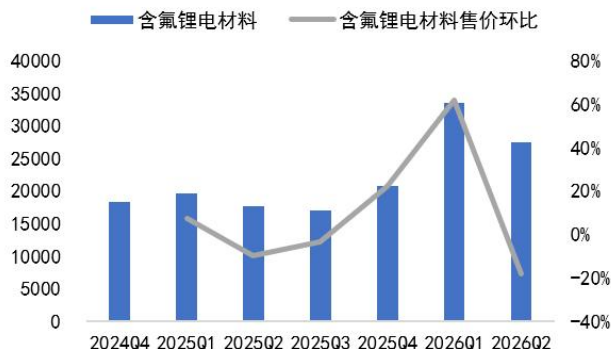
含氟锂电材料方面，需求强劲复苏，盈利能力大幅修复。2026 年上半年储能市场需求增长 100%，带动电解液市场需求高增，公司电解液业务自 2025 四季度迎来拐点，2026 年来持续向好。公司拥有 25 万吨/年电解液及配套的 9000 吨/年六氟磷酸锂产能，产业链一体化优势有助于抵御上游原料价格波动。

图14: 公司锂电材料销量（万吨）及环比变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

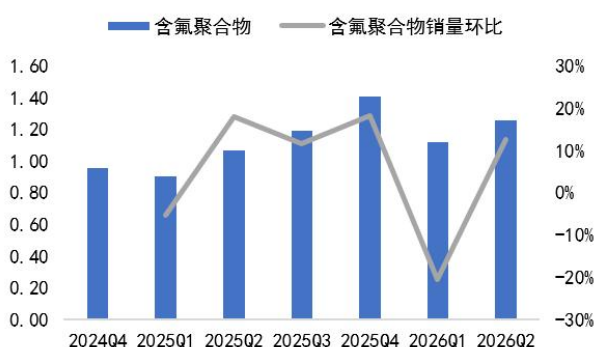
图15: 公司锂电材料价格（元/吨）及环比变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

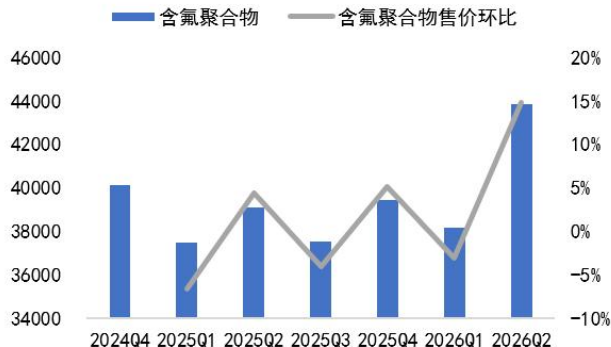
氟聚合物方面，价格底部回暖，静待 AI 新领域应用带动增长。2026 年上半年 PTFE、PVDF 市场在成本推动下价格震荡上行，行业盈利能力有所修复。公司 2.6 万吨/年高性能有机氟材料项目已于 2025 年投产，目前公司拥有四氟树脂产能达 5.1 万吨/年，氟橡胶产能 5500 吨/年。此外，公司在高端电子级 PTFE 领域技术储备深厚，有望受益于 AI 服务器对高速覆铜板的需求增长。

图16: 公司含氟聚合物销量（万吨）及环比变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 公司含氟聚合物价格（元/吨）及环比变化情况



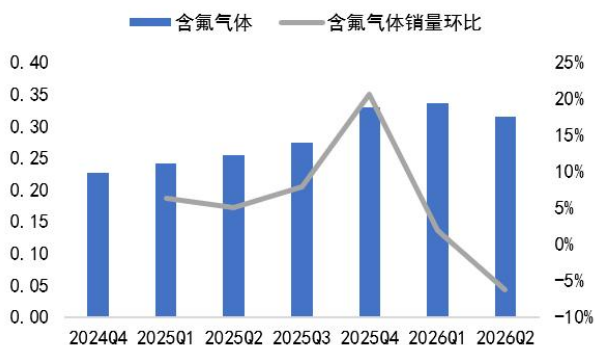
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电子化学品板块静待产品持续放量，量价齐升成为增长引擎。电子化学品板块将成为公司主要增长动力之一，以电子特气产品为主。2026 年上半年板块收入同比增长 15.70%，毛利同比增长 25.70%，毛利率同比增长 2.25pct。

六氟化钨方面，供需格局紧张，价格快速上涨，业绩弹性较大。受国内钨矿开采指标收紧及海外厂商生产影响，全球六氟化钨供给缺口持续拉大，产品价格从前

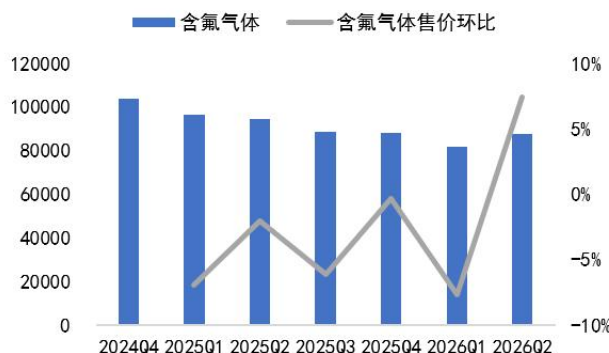
期约 35 万元/吨上涨至 2026 年 7 月的 157 万元/吨。公司现有 600 吨/年产能，位居国内第二。2025 年公司六氟化钨产能利用率较低，2026-2027 年随着客户验证推进和市场需求释放，有望成为业绩核心增长点。六氟丁二烯方面，AI 驱动需求，龙头地位稳固。作为新一代低 GWP 值刻蚀气体，六氟丁二烯受益于 AI 芯片等先进制程需求持续上涨。公司拥有 1000 吨/年产能，为全球第一大供应商，将充分享受行业需求释放带来的红利。三氟化氮等方面，以量补价，新产能保障增长。尽管三氟化氮市场竞争激烈，价格有所承压，但公司凭借 6000 吨/年新建产能的逐步释放，实现以量补价。同时公司在六氟化硫领域为国内最大供应商，并积极扩产以满足客户需求。

图18: 公司含氟气体销量（万吨）及环比变化情况



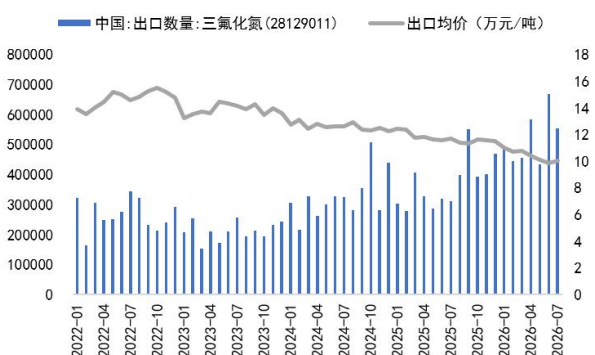
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 公司含氟气体价格（元/吨）及环比变化情况



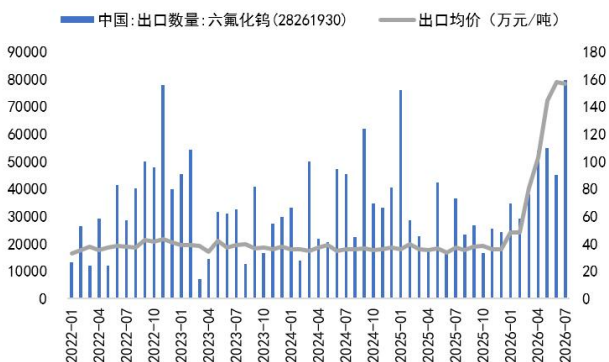
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 我国三氟化氮出口数量（千克）及均价（万元/吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 我国六氟化钨出口数量（千克）及均价（万元/吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

高端制造化工材料与碳减排板块稳步复苏，关注新机遇与订单变化。高端制造化工材料板块新兴赛道与供应链重构打开成长空间，全球地缘竞争凸显关键材料自主保障刚需，上半年销售收入维持稳定，毛利同比增长 8.81%，毛利率同比提升 4.30pct。碳减排暨工程技术服务板块市场政策收紧，传统领域盈利承压，绿色赛道快速扩容，上半年收入同比增长 27.61%，毛利及毛利率同比有所下降。

盈利预测及投资建议：维持“优于大市”评级

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

氟材料业务：公司氟材料业务主要包括制冷剂、含氟聚合物、含氟锂电材料等，主要产品为 R134a、R125、PTFE、六氟磷酸锂、电解液等。产品价格、盈利水平与产品供需相关。2024 年我国实行三代制冷剂配额政策以来，产品价格及盈利能力稳步上涨，展望未来盈利水平有望稳中有升；2026 年含氟聚合物在成本支撑下均价有所提升；含氟锂电材料在储能需求增长背景下价格、盈利双双增长。预计 2026-2028 年公司氟材料收入分别为 119/135/156 亿元，预计毛利率分别为 26.1%/27.2%/26.4%。

电子化学品业务：公司电子化学品业务主要为电子气体，产品包括三氟化氮、六氟化钨、六氟丁二烯。受国内钨矿开采指标收紧及海外厂商生产影响，全球六氟化钨供给缺口持续拉大，产品价格从前期约 35 万元/吨上涨至 2026 年 7 月的 157 万元/吨。六氟丁二烯作为新一代低 GWP 值刻蚀气体，受益于 AI 芯片等先进制程需求持续上涨。预计公司电子化学品将在 26-27 年实现量价齐升，预计 2026-2028 年公司电子化学品板块收入分别为 15/23/36 亿元，预计毛利率分别为 27%/27%/27%。

高端制造业务：公司高端制造化工材料业务主要包括非轮胎橡胶制品、民用航空轮胎、特种涂料、聚氨酯新材料、气象气球等，涵盖航空航天、气象探测、石油化工等多领域，产品技术壁垒与客户认证壁垒较高，板块盈利能力稳定。由于航空轮胎自给率提升空间较大，聚氨酯新材料需求有望持续增长，预计 2026-2028 年公司高端制造板块收入分别为 30/31/32 亿元，毛利率分别为 40%/39%/39%。

工程技术服务业务：公司工程技术服务主要为客户提供碳减排一体化解决方案，在二氧化碳捕集、碳资源利用、氢能制备及焦炉气综合利用等技术领域具备显著优势。依托“双碳”、氢能国家战略，公司将持续推广二氧化碳捕集、变压吸附提氢成套装备，加快推进绿色甲醇项目，持续提升市场份额与行业影响力。预计 2026-2028 年公司工程技术服务板块收入为 21/21/22 亿元，预计毛利率分别为 17%/19%/19%。

表1：昊华科技盈利拆分（亿元）

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
氟材料							
收入（亿元）	20.25	16.10	75.96	99.39	119.03	134.90	156.26
成本（亿元）	15.86	13.80	65.77	77.91	87.94	98.20	114.94
毛利润（亿元）	4.39	2.30	10.19	21.48	31.09	36.70	41.32
毛利率	21.67%	14.31%	13.41%	21.62%	26.12%	27.21%	26.44%
高端制造							
收入（亿元）	32.38	30.93	28.37	29.33	30.21	31.11	32.05
成本（亿元）	20.99	18.41	17.32	17.84	18.27	18.92	19.45
毛利润（亿元）	11.39	12.52	11.04	11.49	11.94	12.20	12.59
毛利率	35.18%	40.49%	38.93%	39.16%	39.53%	39.21%	39.30%
工程技术服务							
收入（亿元）	16.10	17.94	17.74	18.92	20.81	21.23	21.65
成本（亿元）	13.17	14.60	14.09	15.05	17.27	17.12	17.55
毛利润（亿元）	2.93	3.34	3.66	3.87	3.54	4.11	4.10
毛利率	18.22%	18.60%	20.61%	20.47%	17.00%	19.36%	18.94%
电子化学品							

收入（亿元）	7.06	6.65	9.19	11.38	14.72	23.06	35.84
成本（亿元）	5.14	5.09	6.69	8.63	10.67	16.79	26.22
毛利润（亿元）	1.92	1.56	2.49	2.74	4.05	6.27	9.62
毛利率	27.19%	23.48%	27.15%	24.12%	27.48%	27.19%	26.85%
贸易及其他							
收入（亿元）	11.18	3.90	4.05	3.10	3.68	3.61	3.46
成本（亿元）	10.64	3.60	3.69	2.90	3.40	3.33	3.21
毛利润（亿元）	0.55	0.30	0.36	0.20	0.28	0.28	0.25
毛利率	4.89%	7.65%	8.81%	6.43%	7.63%	7.63%	7.23%
其他业务							
收入（亿元）	3.70	3.01	4.36	4.79	4.05	4.40	4.41
成本（亿元）	2.85	2.11	1.75	2.42	2.17	2.12	2.24
毛利润（亿元）	0.85	0.90	2.61	2.36	1.88	2.28	2.17
毛利率	22.86%	30.03%	59.90%	49.40%	46.44%	51.91%	49.25%
合计							
收入（亿元）	90.68	78.52	139.67	166.90	192.50	218.32	253.68
成本（亿元）	68.65	57.60	109.32	124.75	139.72	156.48	183.61
毛利润（亿元）	22.03	20.93	30.35	42.15	52.78	61.84	70.07
毛利率	24.29%	26.65%	21.73%	25.25%	27.42%	28.33%	27.62%

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理预测

投资建议：维持“优于大市”评级。

我们预计公司 2026-2028 年实现收入 192/218/254 亿元，实现归母净利润为 21/25/28 亿元，2026-2028 年摊薄 EPS 为 1.62/1.97/2.19 元，对应当前 PE 为 27.2/22.4/20.1X。考虑到公司未来拥有制冷剂与电子化学品双重增利板块，维持“优于大市”评级。

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(2026/8/26) (元)	EPS			PE			PB
				2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	
603379	三美股份	优于大市	58.69	3.38	3.96	4.77	17.98	14.82	12.30	4.22
0189.HK	东岳集团	优于大市	13.19	0.98	1.38	1.58	10.31	9.56	8.35	1.30
600160	巨化股份	优于大市	38.15	1.40	2.05	2.47	27.42	18.61	15.45	4.67
688146	中船特气		242.10	0.65	1.37	2.61	61.90	176.72	92.76	21.33
688286	华特气体		144.00	1.13	1.88	2.35	51.01	76.60	61.28	6.91
600378	昊华科技	优于大市	44.05	1.12	1.62	1.97	28.54	27.19	22.36	3.06

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理并预测，中船特气盈利预测来自 wind 一致预期

风险提示

盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年收入增长 15.3%/13.4%/16.2%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们预计公司未来 3 年毛利分别为 27.4%/28.3%/27.6%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

产品价格下行及毛利率下降的风险：公司产品价格价差受各个环节供需结构影响较大，若明年储能需求增速放缓，则公司锂电材料板块价格及盈利能力或难以延续，或存在毛利率下行的风险。

电子化学品导入认证不及预期的风险：电子化学品板块在产生收入和利润前存在客户导入认证周期，若公司电子气体产品在下游客户导入认证受阻，将推迟产能释放节奏并延后盈利兑现时间。

财务风险

存货跌价风险：公司存货以制冷剂、含氟聚合物、橡胶制品等为主，若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	5457	5610	6485	9049	11684	营业收入	13966	16689	19249	21830	25366
应收款项	4026	4196	490	556	646	营业成本	10932	12475	13972	15647	18360
存货净额	1647	1837	3071	3443	4077	营业税金及附加	126	158	183	207	241
其他流动资产	1701	2288	114	129	150	销售费用	380	399	395	448	520
流动资产合计	12879	13981	10209	13226	16606	管理费用	1003	1114	1117	1248	1428
固定资产	12850	13170	13138	12863	12465	研发费用	927	966	731	851	1065
无形资产及其他	1480	1464	1406	1348	1291	财务费用	51	30	91	80	56
投资性房地产	851	870	870	870	870	投资收益	323	351	251	237	279
长期股权投资	2092	2250	2244	2239	2233	资产减值及公允价值变动	(147)	(250)	(214)	(195)	(202)
资产总计	30151	31735	27868	30547	33465	其他收入	(496)	(703)	(731)	(851)	(1065)
短期借款及交易性金融负债	1269	970	939	1059	989	营业利润	1154	1910	2798	3390	3773
应付款项	4479	4443	950	1066	1262	营业外净收支	33	28	0	0	0
其他流动负债	3556	3926	1723	1933	2282	利润总额	1188	1938	2798	3390	3773
流动负债合计	9304	9338	3613	4058	4534	所得税费用	83	296	420	509	566
长期借款及应付债券	2227	2489	2734	3001	3250	少数股东损益	51	198	285	346	385
其他长期负债	1049	1063	1012	961	910	归属于母公司净利润	1054	1444	2093	2536	2822
长期负债合计	3276	3552	3746	3962	4160	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	12580	12890	7358	8020	8694	净利润	1054	1444	2093	2536	2822
少数股东权益	453	635	834	1076	1345	资产减值准备	107	96	25	(5)	(8)
股东权益	17119	18210	19675	21451	23426	折旧摊销	1039	1254	1330	1466	1556
负债和股东权益总计	30151	31735	27868	30547	33465	公允价值变动损失	147	250	214	195	202
						财务费用	51	30	91	80	56
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	1598	(527)	(1068)	(184)	(257)
每股收益	0.82	1.12	1.62	1.97	2.19	其它	(81)	23	174	247	277
每股红利	0.41	0.44	0.49	0.59	0.66	经营活动现金流	3863	2542	2769	4256	4592
每股净资产	13.27	14.12	15.25	16.63	18.16	资本开支	0	(1346)	(1486)	(1324)	(1295)
ROIC	3.84%	7.04%	12%	14%	15%	其它投资现金流	(48)	(1)	0	0	0
ROE	6.16%	7.93%	11%	12%	12%	投资活动现金流	(1949)	(1504)	(1480)	(1318)	(1289)
毛利率	22%	25%	27%	28%	28%	权益性融资	10	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	9%	15%	16%	15%	负债净变化	209	261	245	267	249
EBITDA Margin	12%	17%	22%	22%	21%	支付股利、利息	(531)	(570)	(628)	(761)	(847)
收入增长	78%	19%	15%	13%	16%	其它融资现金流	1482	(267)	(30)	120	(70)
净利润增长率	17%	37%	45%	21%	11%	融资活动现金流	848	(884)	(413)	(374)	(668)
资产负债率	43%	43%	29%	30%	30%	现金净变动	2762	153	875	2563	2635
股息率	0.9%	1.0%	1.1%	1.3%	1.5%	货币资金的期初余额	2695	5457	5610	6485	9049
P/E	53.9	39.3	27.2	22.4	20.1	货币资金的期末余额	5457	5610	6485	9049	11684
P/B	3.3	3.1	2.9	2.6	2.4	企业自由现金流	0	717	1200	2873	3193
EV/EBITDA	42.4	24.6	15.3	13.2	12.3	权益自由现金流	0	711	1337	3192	3324

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032