下载日志已记录，仅供内部参考

价值重估，从氟化工龙头到新材料平台

昊华科技（600378.SH）首次覆盖报告

证券研究报告

2026 年 08 月 23 日

公司评级	增持
股票代码	600378.SH
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	47.24

近一年股价走势



分析师

李旋坤 S0800526040011

lixuankun@xbmail.com.cn

王金源 S0800526050001

wangjinyuan@xbmail.com.cn

相关研究

• 核心结论

【核心结论】昊华科技是以氟化工为基础、向电子化学品与高端新材料持续升级的央企科技平台。受益于制冷剂红利、电子特气放量、含氟锂电材料反转，公司业绩有望持续增长。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 20.86/ 23.92/ 26.62 亿元，对应 PE 分别为 29.22/ 25.47/ 22.89 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

央企新材料科技平台，“科研院所+产业化”基因独特。公司是中国中化旗下唯一氟化工上市平台，由 10 余家国家级科研院所改制而来，具备从“0 到 1”的原创性开发能力。2024 年完成中化蓝天重大资产重组后，公司形成“3+1”核心业务格局——高端氟材料、电子化学品、高端制造化工材料三大实体板块，以及碳减排及工程服务板块。

制冷剂行业实行配额管控，供给高度集中下价格易涨难跌，盈利中枢系统性抬升。公司拥有国内领先的 HFCs 配额，R134a、R125 等核心产品全球份额稳居前三。2025 年氟碳化学品均价同比上涨 47.60%，毛利率提升 8.2 个百分点，2026Q1 均价继续同比上涨 17.83%。该业务正从周期波动向高确定性现金流转变，构成盈利的“压舱石”。

电子化学品进入放量收获期，驱动公司向科技平台转型。公司在三氟化氮、六氟化钨、六氟丁二烯等高壁垒电子特气领域处于领先地位，六氟丁二烯产能全球第一。随着西南电子特气二期等项目投产，叠加自给率提升有望加速，该板块正迎来量价齐升的黄金发展阶段，是公司未来 3-5 年重要的成长引擎。

含氟锂电材料底部反转，提供业绩弹性。2026Q1 公司含氟锂电材料收入同比增长 260%，均价同比上涨 71.50%，反转趋势明确。公司在电解液、六氟磷酸锂、PVDF 等领域拥有大规模产能，当前产能利用率仍处低位，修复空间较大，有望成为业绩增长的重要来源。

风险提示：市场竞争加剧、改革与业务转型、在建项目不及预期等风险。

• 核心数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	13,966	16,689	19,529	22,188	24,403
增长率	77.9%	19.5%	17.0%	13.6%	10.0%
归母净利润（百万元）	1,054	1,444	2,086	2,392	2,662
增长率	17.1%	37.1%	44.4%	14.7%	11.3%
每股收益（EPS）	0.82	1.12	1.62	1.85	2.06
市盈率（P/E）	57.83	42.19	29.22	25.47	22.89
市净率（P/B）	3.6	3.3	3.1	2.8	2.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

投资要点 4
关键假设 4
区别于市场的观点 4
股价上涨催化剂 4
估值与评级 4
昊华科技核心指标概览 5
一、 从牌照到平台——昊华科技的价值重塑之路 6
1.1 发展历程：构建一个由四大引擎驱动的新材料平台 6
1.2 公司各部分的产品及产能情况 6
1.3 股权结构与实际控制人 8
1.4 盈利情况 9
二、 一场供给侧的革命——氟化工的黄金时代 11
2.1 产业链的权力图谱：从萤石到含氟材料的全景透视 11
2.1.1 萤石——产业链的战略“咽喉” 12
2.1.2 中游：四大品类——氟化工产业的核心 13
2.1.3 下游：多元需求驱动结构性成长 14
2.2 行业规则的重塑：配额制重塑制冷剂行业盈利模式 15
2.3 竞争格局与市场空间：三大赛道撑起千亿级市场 16
三、 护城河的深度——昊华科技的三重壁垒 17
3.1 稀缺的牌照与深厚的产业护城河 17
3.2 国产大飞机核心供应商，高端制造材料放量在即 18
3.3 绿色甲醇 EPC 先行者，碳减排业务进入收获期 20
四、 盈利预测与估值 21
4.1 收入拆分与盈利预测 21
4.2 相对估值 22
五、 风险提示 23

图表目录

图 1：昊华科技核心指标概览图 5
图 2：公司发展历程 6
图 3：昊华科技股权架构图 8
图 4：公司营业总收入（亿元）及同比变化 9
图 5：公司归母净利润（亿元）及同比变化 9

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：公司营业收入构成占比 10
图 7：公司毛利率和归母净利率 10
图 8：公司毛利润构成占比 11
图 9：公司分业务毛利率 11
图 10：公司期间费用率 11
图 11：公司研发费用 11
图 12：氟化工产业链图谱 12
图 13：全球萤石储量 TOP 5 国家 12
图 14：全球萤石产量 TOP 5 国家 12
图 15：萤石价格走势图（元/吨） 13
图 16：2025 年制冷剂生产配额 13
图 17：R134a 下游消费结构饼图（2025 年） 14
图 18：R125 下游消费结构饼图（2025 年） 14
图 19：全球汽车销量（万辆） 15
图 20：全球新能源汽车销量（万辆） 15
图 21：制冷剂主要产品月度均价变化趋势 15
图 22：全球主要地区客机机队规模对比（2024 年实际 vs 2044 年预测） 19

表 1：昊华科技主营业务收入结构（2025 年） 7
表 2：公司现有产能及在建产能 7
表 3：核心产品市场空间测算（量×价） 16
表 4：氟化工核心玩家对比 17
表 5：浸没式液冷氟化液产品参数对比（昊华科技 vs 国际巨头） 17
表 6：核心产品产能规模及市场地位 18
表 7：高端制造化工材料核心产品矩阵 19
表 8：碳减排及工程服务板块业务矩阵 20
表 9：昊华科技盈利预测及业务拆分（百万元） 21
表 10：可比公司 PE 估值 23

下载日志已记录，仅供内部参考

投资要点

关键假设

（1）高端氟材料：产品包括氟碳化学品、氟聚合物、含氟精细化学品、含氟锂电材料等。随着高端氟材料在建项目建成投产，公司氟化工板块收入有望提升。在氟聚合物及含氟锂电材料景气度改善趋势下，整体盈利水平有望逐步提升。假设 2026-2028 年，高端氟材料业务收入增速分别为 20.0%/ 15.0%/ 10.0%，毛利率分别为 24.5%/ 25.0%/ 25.5%；

（2）高端制造化工材料：主要包括非轮胎橡胶制品、民用航空轮胎、聚氨酯新材料、化学高性能原料等。考虑到航空轮胎自给率提升空间广阔、聚氨酯新材料需求稳步增长。该板块技术壁垒较高，尤其是民用航空轮胎领域，毛利率 39%的高位有望维持。假设 2026-2028 年，高端制造化工材料业务收入增速分别为 12.00%、10.00%、8.00%，毛利率维持 39.2%；

（3）电子化学品：主营产品含氟电子特气，受益于集成电路、显示面板及其它电子产品等领域的行业需求增长。受中国钨产品出口管制影响，六氟化钨海外报价上涨，公司现有 600 吨产能正充分受益于这轮结构性涨价红利；叠加西南电子特气扩建项目（含新增千吨级六氟化钨产能）有望在 2026 年底投产，收入规模有望逐步提升。毛利率层面，虽然三氟化氮等大宗品种承压，但高毛利的六氟化钨占比提升将显著优化产品结构。假设 2026-2028 年，电子化学品业务收入增速分别为 30.00%/ 25.00%/ 20.00%，毛利率分别为 27.5%/ 28.0%/ 28.5%；

（4）工程技术服务：主要为提供碳减排相关的综合性解决方案，业务主要涉及工业排放气资源化利用领域、碳一化工领域、氢能领域、PSA 技术应用、可再生能源化工领域。随着全球碳减排政策趋严，传统碳一化学品生产企业面临减排压力，进行技术改造的意愿不断增强，利好碳减排产业。假设 2026-2028 年，工程技术服务收入增速维持 8.00%，毛利率维持稳定。

区别于市场的观点

市场近期更为关注氟化工及制冷剂行业的景气周期，我们更看重昊华科技本身电子化学品放量、含氟锂电材料底部反转带来的弹性以及碳减排工程服务的转型突破。

股价上涨催化剂

1）电子特气新产能顺利释放，下游客户认证通过；

2）西南电子特气二期等项目按期投产；

3）锂电材料板块盈利弹性超预期释放；

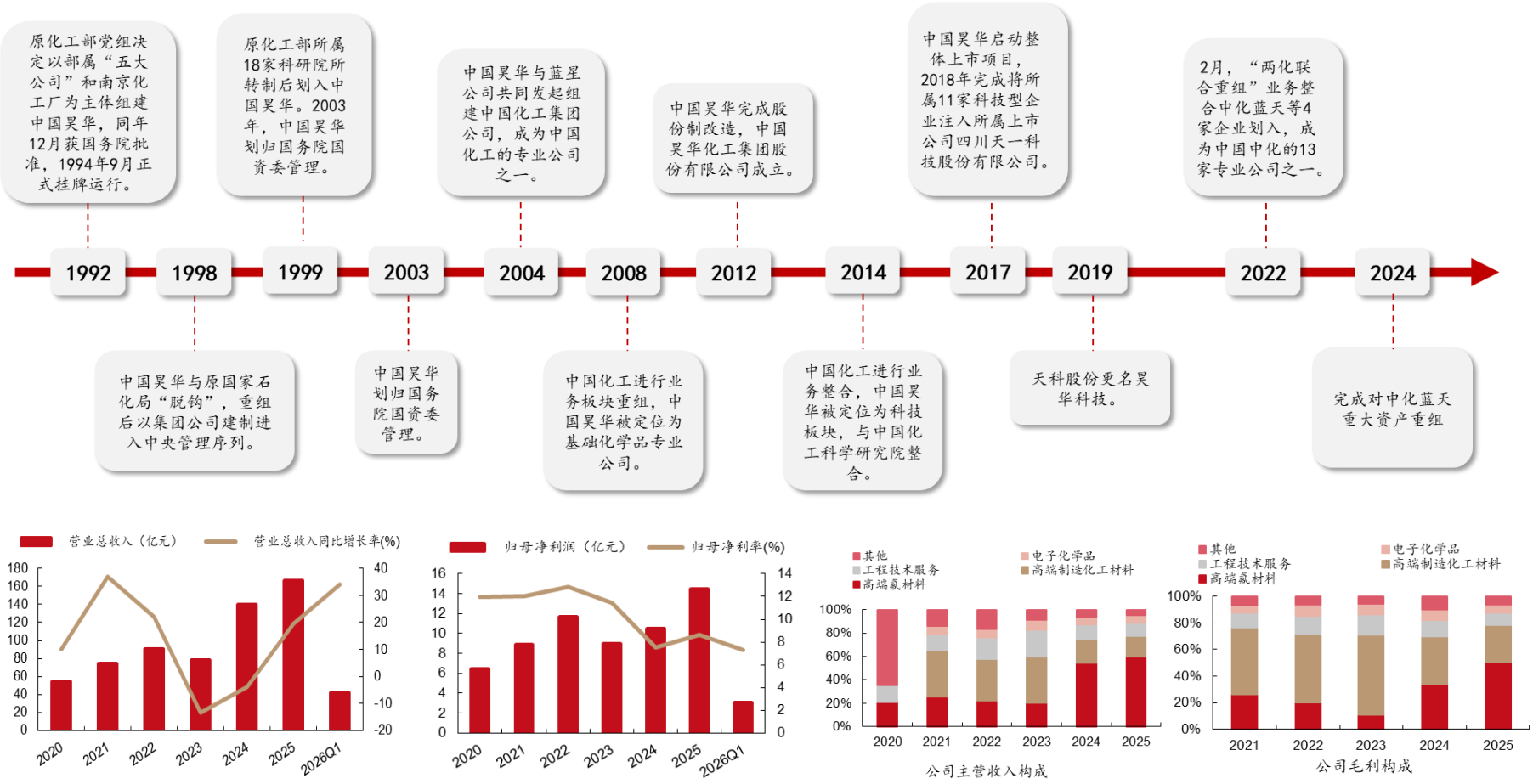
4）制冷剂下游需求及价格超预期提升。

估值与评级

昊华科技是以氟化工为基础、向电子化学品与高端新材料持续升级的央企科技平台。受益于制冷剂红利、电子特气放量、含氟锂电材料反转，公司业绩有望持续增长。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 20.86/ 23.92/ 26.62 亿元，对应 PE 分别为 29.22/ 25.47/ 22.89 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

昊华科技核心指标概览

图 1：昊华科技核心指标概览图



资料来源：昊华科技公司官网，证券时报网，iFinD，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

一、从牌照到平台——昊华科技的价值重塑之路

1.1 发展历程：构建一个由四大引擎驱动的新材料平台

昊华科技是中国中化旗下，由 10 余家国家级科研院所改制而来的新材料科技平台。这种独特的“科研院所+产业化”基因，决定了公司业务的多元化和持续向高附加值领域延伸的内在动力。经过 2024 年对中化蓝天的重大资产重组，公司形成了“3+1”的核心业务格局，构建了一个由四大引擎驱动的成长模型。

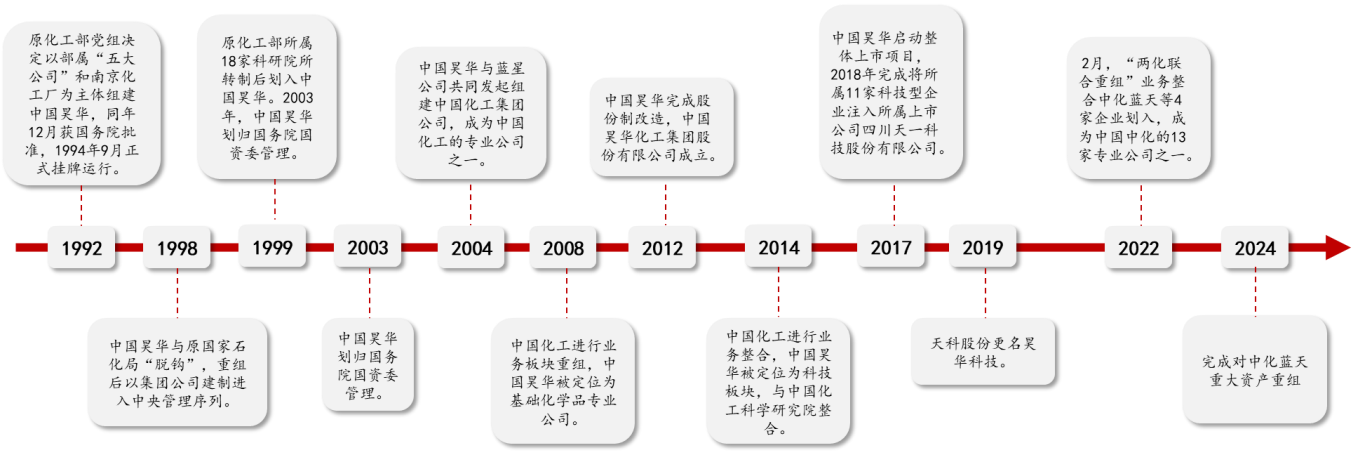
基石引擎：高端氟材料。公司收入和利润的绝对核心，2025 年收入占比接近 60%。该板块内部又分为两部分：一是受益于配额制、盈利确定性强的氟碳化学品（制冷剂）；二是与新能源产业深度绑定、具备高弹性的含氟锂电材料（六氟磷酸锂、电解液、PVDF）和含氟聚合物。

成长引擎：电子化学品。公司比较具有成长潜力和估值提升空间的业务，2025 年收入占比约 7%。公司聚焦于半导体和显示面板制造所需的含氟电子特气，在三氟化氮、六氟化硫、六氟化钨、六氟丁二烯等多个高壁垒细分领域占据国内乃至全球领先地位。

稳定引擎：高端制造化工材料。2025 年收入占比约 18%，主要服务于航空航天等特种领域，提供特种涂料、橡胶密封件、航空轮胎等定制化产品，具备高技术壁垒和稳定的客户关系。

服务引擎：碳减排及工程服务。该板块 2025 年收入占比超 11%，依托公司在变压吸附气体分离技术（PSA）等领域的传统优势，提供二氧化碳捕集、氢能制备等解决方案，受益于“双碳”战略。

图 2：公司发展历程



资料来源：昊华科技公司官网，证券时报网，西部证券研发中心

1.2 公司各部分的产品及产能情况

公司主营业务涵盖高端氟材料、电子化学品、高端制造化工材料和碳减排及工程服务四大板块。2025 年，公司高端氟材料板块实现收入 99.39 亿元，占比 59.55%，毛利率 21.61%，是公司收入和利润的绝对核心；高端制造化工材料毛利率高达 39.16%，是较为稳定的利润来源；电子化学品收入 11.38 亿元，是公司重要的成长引擎；碳减排及工程服务收入 18.92 亿元，正从传统工程服务向绿色能源化工平台转型。这种“高确定性基本盘+高成

下载日志已记录，仅供内部参考

长性新引擎”的业务结构，使公司兼具周期弹性与成长属性。

表 1：昊华科技主营业务收入结构（2025 年）

业务板块	营业收入（亿元）	收入占比(%)	毛利率(%)	毛利率同比变动(pct)	业务定位
高端氟材料	**99.39**	**59.55%**	**21.61%**	**+8.20**	**基石引擎**
氟碳化学品	51.36	30.77%	-	-	盈利压舱石
含氟锂电材料	16.64	9.97%	-	-	弹性增长极
含氟聚合物	17.57	10.53%	-	-	底部复苏
含氟精细化学品	8.23	4.93%	-	-	稳定贡献
高端制造化工材料	**29.33**	**17.57%**	**39.16%**	**+0.23**	**稳定引擎**
电子化学品	**11.38**	**6.82%**	**24.12%**	**-2.99**	**成长引擎**
碳减排及工程服务	**18.92**	**11.34%**	**20.47%**	**-0.16**	**新增长引擎**
贸易及其他	**7.87**	**4.72%**	**6.25%**	**-**	**-**
合计	**166.89**	**100.00%**	**25.25%**	**+3.52**	**-**

资料来源：公司 2025 年年度报告，西部证券研发中心

产能布局已就位，资本开支进入收获期。公司已构建覆盖高端氟材料、电子化学品、高端制造等领域的完整产能体系。高端氟材料方面，PTFE 产能 5.1 万吨/年、电解液 25 万吨/年、六氟磷酸锂 9000 吨/年，规模优势显著；电子化学品方面，三氟化氮 6000 吨/年、六氟丁二烯 1000 吨/年（全球第一）、六氟化钨 600 吨/年（国内少数具备 6N 级生产能力的供应商），其中部分产品国内市场的占有率超过 60%，具备较强的市场竞争力。在建产能聚焦高附加值领域：含氟气体材料 3000 吨/年预计 2026 年 12 月完工，特种涂料 1000 吨/年预计 2027 年 3 月完工。随着在建工程余额在报告期（2025 年财报）内显著下降，公司大规模资本开支高峰已过，正步入产能爬坡与盈利兑现的关键阶段。

表 2：公司现有产能及在建产能

业务板块	产品/项目	现有产能（吨/年）	在建/规划产能	预计完工时间
高端氟材料	氟碳化学品（制冷剂）	HFCs 配额国内前列	—	—
	聚四氟乙烯树脂（PTFE）	51,000	—	—
	氟橡胶（FKM）	5,500（含合营公司）	—	—
	聚偏氟乙烯（PVDF）	22,500	—	—
	电解液	250,000	—	—
	六氟磷酸锂（LiPF6）	9,000	—	—
	聚氨酯组合料	20,000	—	—
	聚氨酯弹性体	5,000	—	—
电子化学品	三氟化氮（NF3）	6,000	西南地区 3000 吨在建	—
	六氟化钨（WF6）	700（昊华气体披露）	—	—
	六氟化硫（SF6）	2,000	扩产至 6,000 吨	部分已建成
	四氟化碳（CF4）	1,000	—	—
	六氟丁二烯（C4F6）	1,000	200 吨纯化项目	—
	含氟气体材料合计	**14,800**	**3,000 吨**	**2026 年 12 月**
高端制造	特种涂料	18,400	1,000 吨	2027 年 3 月
	航空轮胎	165,000	—	—

资料来源：昊华科技 2025 年年度报告，昊华气体官网，昊华科技 2024 半年度报告，2026 年第一季度主要经营数据公告，西部证券研发中心

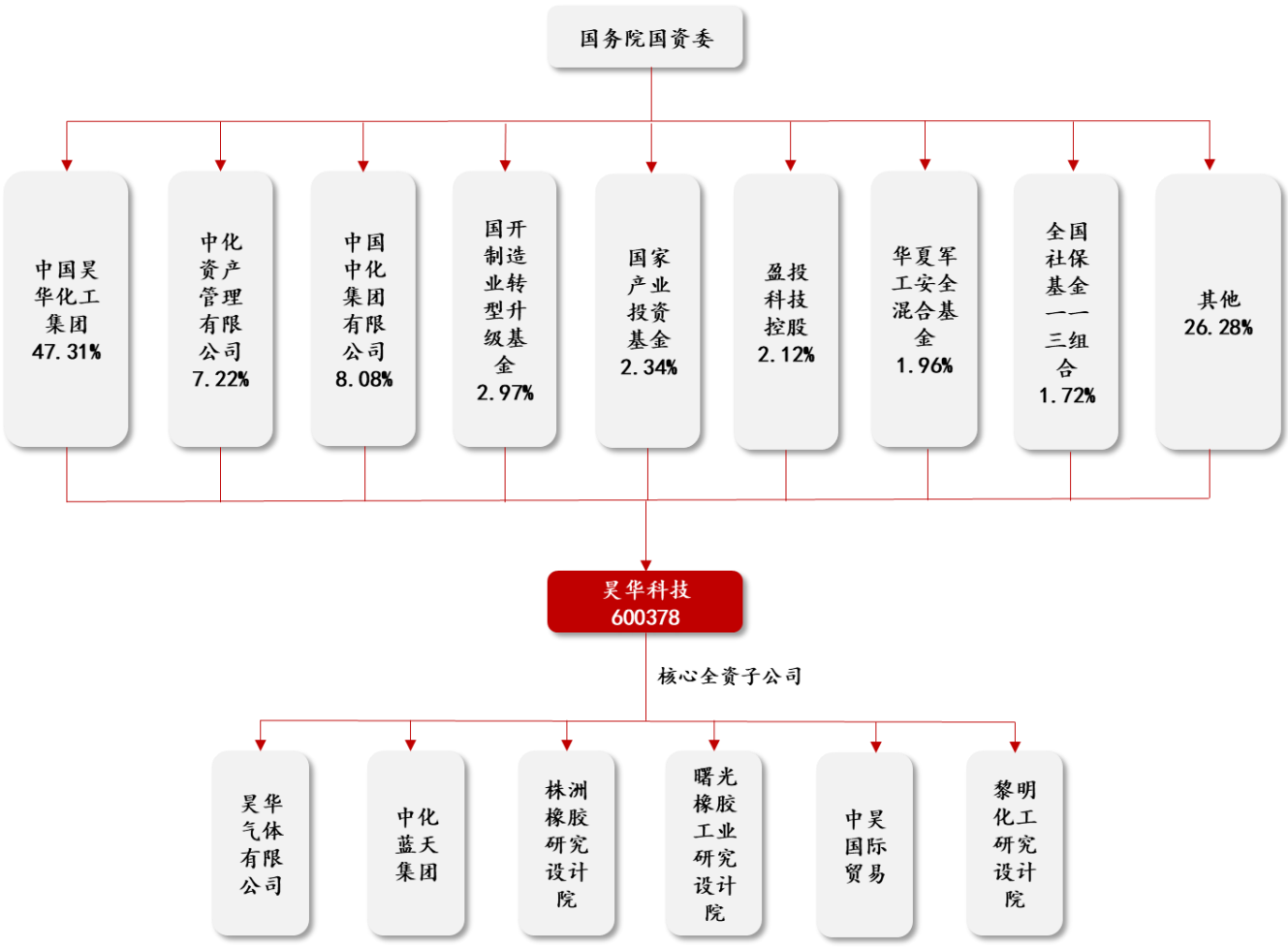
下载日志已记录，仅供内部参考

1.3 股权结构与实际控制人

公司股权结构集中稳定，实际控制人为**国务院国资委**，依托中国中化集团与中国昊华化工集团形成清晰的控股体系，央企背景为业务发展提供坚实支撑。

1. **实际控制人：**国务院国资委，治理规范、信用等级高。
2. **控股股东：**中国昊华化工集团直接持股 47.31%，为公司第一大股东。
3. **一致行动人：**中国中化集团、中化资产管理有限公司合计持股约 15.3%，中化体系合计控制公司 62.61%股权，股权结构高度稳定。
4. **核心子公司：**公司全资控股中化蓝天、株洲橡胶研究设计院、曙光橡胶工业研究设计院、中昊国际贸易等主体，覆盖氟材料、特种橡胶、高端制造、国际贸易全产业链。

图 3：昊华科技股权架构图



资料来源：Wind，西部证券研发中心。注：数据截至 2026 年 7 月 15 日

下载日志已记录，仅供内部参考

1.4 盈利情况

复盘公司过去六年多的发展历程，可以清晰地看到一条**“周期筑底→资产整合→景气反转”**的业绩演进路径。

第一阶段（2020—2022 年）：稳健增长，蓄势待发。

公司依托原有氟材料与化工材料业务，实现了营收与利润的持续增长。2020—2022 年，营业总收入从 54.22 亿元增长至 78.52 亿元，归母净利润从 6.48 亿元提升至 11.65 亿元。期间，公司尚未完成对中化蓝天的重组，业务结构以存量氟化工和高端制造为主，增长相对平稳。

第二阶段（2023—2024 年）：周期低谷与整合过渡。

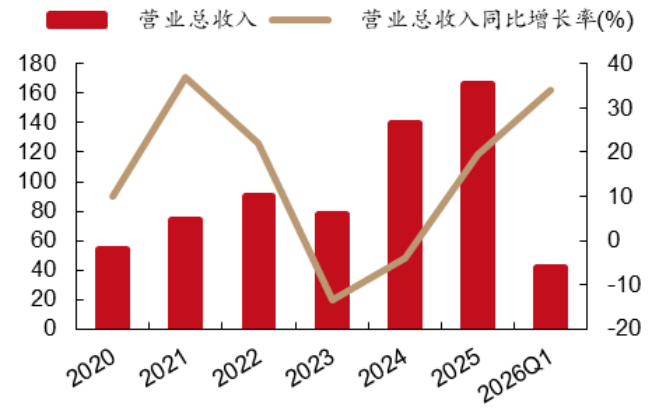
2023 年受全球化工周期下行影响，核心产品价格大幅下跌，公司营业总收入同比减少 13.40%至 78.52 亿元，归母净利润同比减少 22.76%，盈利能力承压。2024 年，公司完成对中化蓝天的重大资产重组，营业总收入跃升至 139.66 亿元，但受行业景气持续低迷及整合初期影响，归母净利润同比下降 10.94%至 10.54 亿元，处于阶段性底部。

第三阶段（2025 年至今）：景气反转，业绩改善。

随着三代制冷剂配额政策预期强化、锂电材料需求回暖及重组协同效应释放，2025 年公司实现营业总收入 166.89 亿元(同比+19.49%)，归母净利润 14.44 亿元(同比+37.07%)，扣非净利润同比大增 121.61%，盈利质量显著提升。进入 2026 年一季度，业绩进一步加速：营业总收入 42.31 亿元（同比+34.02%），归母净利润 3.08 亿元（同比+66.73%），验证了制冷剂高价、锂电材料量价齐升、电子特气放量等多重驱动力共振的逻辑。

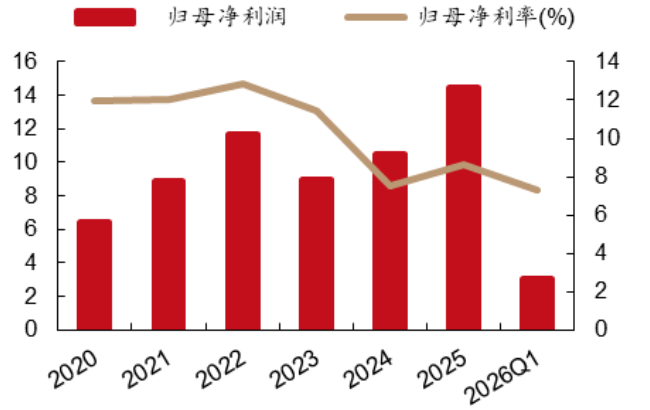
综上，公司已从周期底部走出，进入由“**牌照红利+新材料放量+周期弹性**”共同驱动的高景气增长阶段。

图 4：公司营业总收入（亿元）及同比变化



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

图 5：公司归母净利润（亿元）及同比变化



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

公司营收规模持续扩张，业务结构不断优化，盈利能力触底回升。

公司高端氟材料业务始终占据主导地位，其营收占比从 2021 年的 25.3%持续提升至 2025 年的 59.6%，规模由 18.78 亿元扩大至 99.39 亿元，主要受益于三代制冷剂配额政策的实施及锂电材料需求回暖。

电子化学品业务保持快速增长，营收从 2021 年的 5.19 亿元增长至 2025 年的 11.38 亿元，

下载日志已记录，仅供内部参考

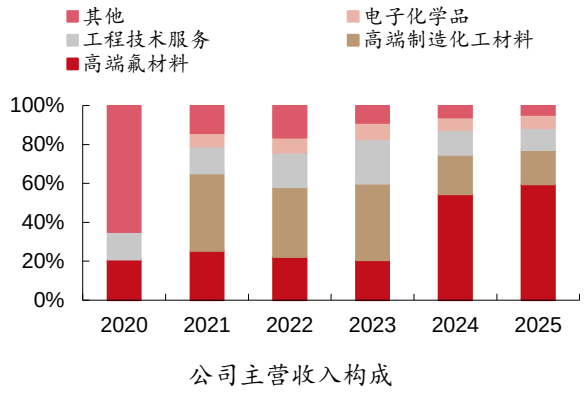
CAGR 达 21.7%。随着西南电子特气二期项目（预计 2026 年底完工）建成投产及六氟化钨（WF6）等高壁垒产品放量，有望进入加速放量期。

高端制造化工材料业务营收稳定在 28-33 亿元区间，2025 年毛利率高达 39.16%，是公司较稳定的利润来源。

碳减排及工程服务业务 2025 年实现营收 18.92 亿元，2026Q1 营收 42.31 亿元，正从传统工程服务向绿色能源化工平台转型。

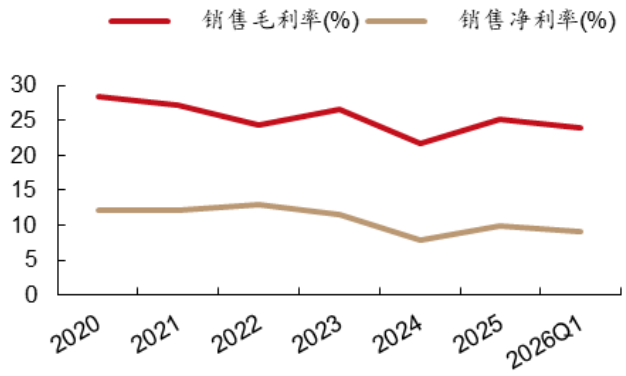
盈利能力方面，公司整体毛利率呈现先下降后回升的走势，从 2021 年的 27.2%降至 2023 年的 26.7%（氟材料周期低谷影响），2024 年重组后为 21.73%，2025 年回升至 25.25%。销售净利率从 2021 年的 12.0%降至 2024 年的 7.55%，2025 年回升至 8.66%。2026Q1 综合毛利率为 24.0%，经营杠杆效应持续显现。

图 6：公司营业收入构成占比



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

图 7：公司毛利率和归母净利率



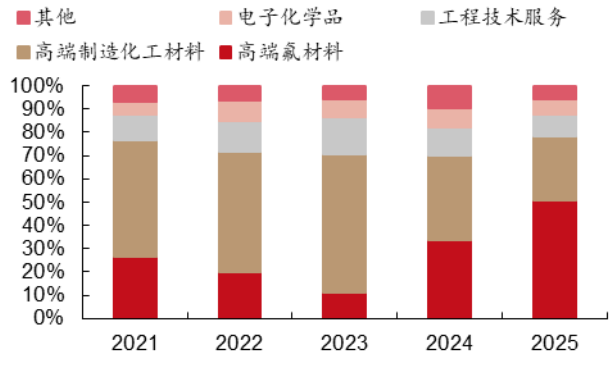
资料来源：iFinD，西部证券研发中心

公司毛利润结构随业务重组发生显著变化。2021-2023 年，高端制造化工材料是毛利较大来源，占比维持在 50%-60%，氟材料因周期低谷毛利贡献有限（2023 年仅占 11%）。2024 年完成对中化蓝天的重组后，氟材料毛利跃升至 33.6%，成为第一大毛利来源。2025 年，氟材料毛利占比突破 51%，毛利同比增长 110.8%，毛利率提升 8.2 个百分点，充分验证了制冷剂配额制带来的盈利中枢抬升。

各板块毛利率分化明显。从毛利率看，高端制造化工材料较为稳定，始终维持在 34%-41%高位，是公司的“利润压舱石”；氟材料毛利率从 2021 年的 28.4%降至 2023 年的 14.3%（周期低谷），2025 年回升至 21.6%，2026Q1 进一步同比提升 3.93 个百分点；电子化学品毛利率在 21.5%-27.2%区间波动，2025 年为 24.1%，公司通过“以量补价”策略对冲价格压力。高端制造化工材料 2026Q1 毛利率同比提升 4.36 个百分点，反映产品结构优化与新型号产品放量带来的盈利改善。

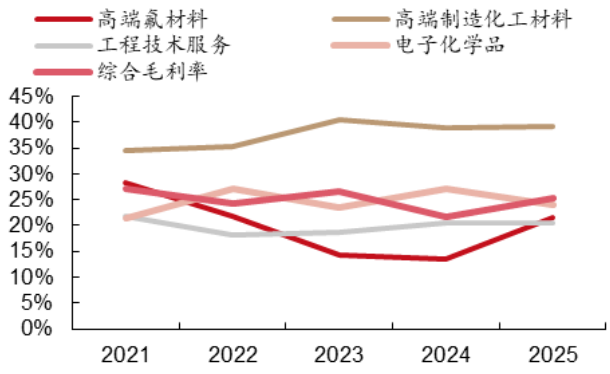
下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：公司毛利润构成占比



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

图 9：公司分业务毛利率

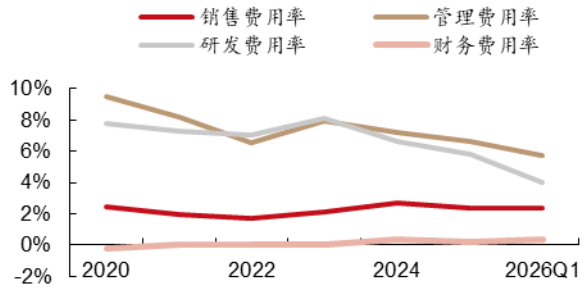


资料来源：iFinD，西部证券研发中心

期间费用率呈下降趋势。公司期间费用率（销售+管理+研发+财务）从 2021 年的 17.52%降至 2025 年的 15.03%，同比下降约 2.5 个百分点，主要得益于收入规模扩大带来的摊薄效应及公司持续的卓越运营管理。其中，销售费用率降至 2.39%，管理费用率降至 6.68%。2026Q1 期间费用率进一步降至 12.43%，规模效应持续显现。

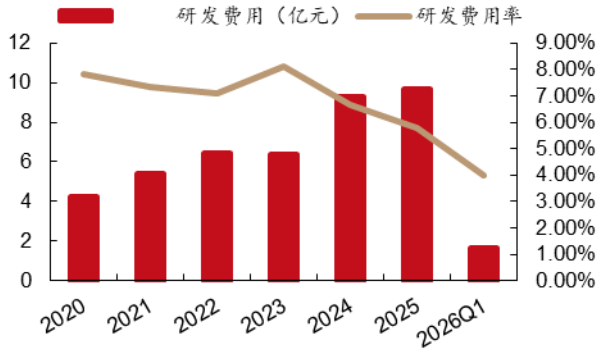
研发投入持续加码。研发投入方面，公司研发费用从 2020 年的 4.23 亿元增长至 2024 年的 9.27 亿元，2025 年研发费用率 5.79%，在氟化工行业中处于较高水平。持续的研发投入已转化为显著成果：公司成功孵化出六氟丁二烯（全球第一）、六氟化钨（国内少数具备 6N 级生产能力的供应商）等高壁垒产品，并前瞻布局 AI 数据中心液冷所需的氟化液冷却工质，体现了公司“产研一体”的科技平台属性。

图 10：公司期间费用率



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

图 11：公司研发费用



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

二、一场供给侧的革命——氟化工的黄金时代

昊华科技的投资价值，根植于其所处的氟化工行业正在经历的一场深刻的供给侧变革。理解这场变革的本质，是把握公司长期价值的关键。

2.1 产业链的权力图谱：从萤石到含氟材料的全景透视

氟化工产业链以萤石和甲烷/氨为起点，经无水氢氟酸等中间体转化为含氟制冷剂、含氟高分子材料、有机氟化物和无机氟化物四大类产品，最终应用于家电、汽车、新能源、半导体、航空航天等领域。整条产业链的价值量和壁垒呈现显著的“微笑曲线”特征——上游资源端掌控成本命脉，下游高端材料端享受技术溢价。昊华科技的战略布局精准卡位了两

下载日志已记录，仅供内部参考

端：通过配额锁定规模壁垒，同时向上游资源整合与下游高附加值材料持续延伸。

图 12：氟化工产业链图谱

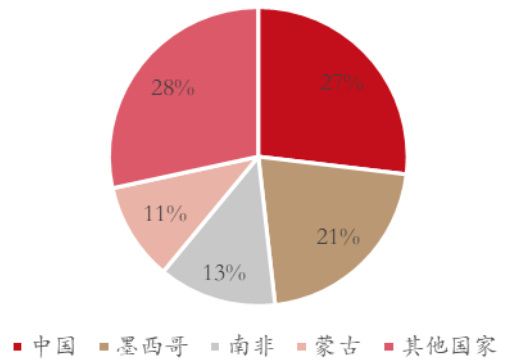


资料来源：中商情报网，西部证券研发中心

2.1.1 萤石——产业链的战略“咽喉”

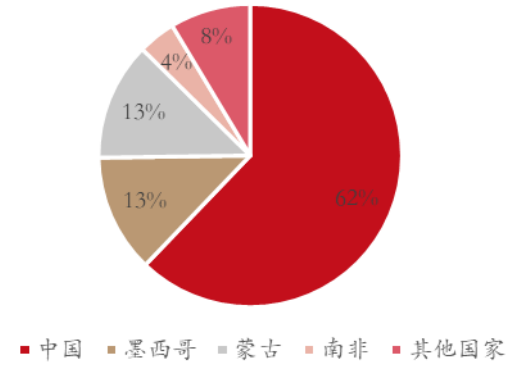
氟化工产业链以萤石和甲烷/氯为上游起点。萤石是氟化工产业链唯一的氟元素来源，被称为“第二稀土”，被我国列为战略性矿产资源。全球萤石资源分布较不均衡，环太平洋成矿带储量占全球一半以上，中国、墨西哥、蒙古、南非四国储量合计占全球 70%以上。中国萤石基础储量约占全球 27%（USGS，2024 年），但产量占比高达约 62%（USGS，2024 年），储采比远低于全球主要萤石生产国，资源消耗速度较快。高品位萤石（CaF_2≥97%）资源日益稀缺，新建矿山品位普遍下降，供应中长期或延续偏紧态势。与此同时，环保督察趋严、矿山整治常态化，大量小型萤石矿被关停，供给端刚性进一步强化。这种“资源消耗快、新增供给难”的格局，决定了萤石价格中枢长期抬升的确定性。

图 13：全球萤石储量 TOP 5 国家



资料来源：美国地质勘探局（USGS），西部证券研发中心

图 14：全球萤石产量 TOP 5 国家

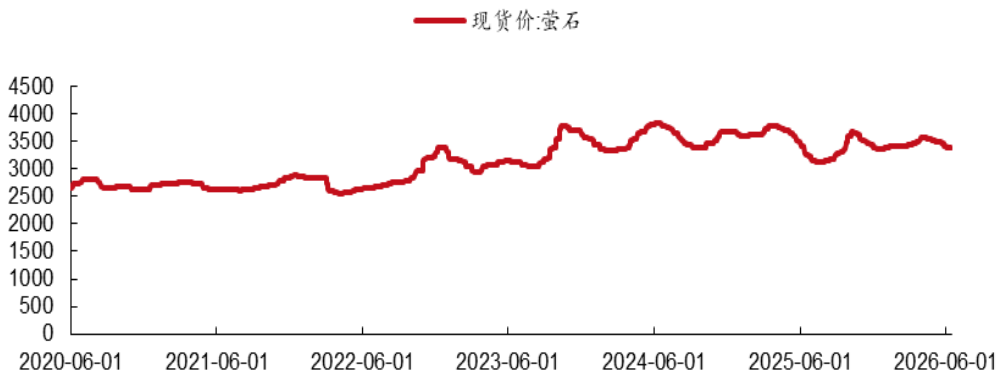


资料来源：美国地质勘探局（USGS），西部证券研发中心

萤石价格的上涨会向下游产业链传导。萤石是生产无水氢氟酸（AHF）的核心原料，而 AHF 是制造制冷剂、含氟聚合物、锂电材料等产品的关键中间体。供需关系是萤石价格走势的底层逻辑——供给端受环保趋严、新增矿山不足限制，需求端受新能源、半导体等新兴领域拉动，萤石价格中枢呈现长期抬升趋势。据生意社数据，2020-2022 年间，国内萤石价格从疫情影响下的低位逐步回升，2021 年保持在 2800 元/吨，2022 年进一步上涨至 3000 元/吨。2024 年受矿山安全专项整治影响，价格一度突破 4000 元/吨创近 5 年新高。这种成本推动效应，将沿产业链逐级向下游传导，影响中游氟化工企业的盈利空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：萤石价格走势图（元/吨）



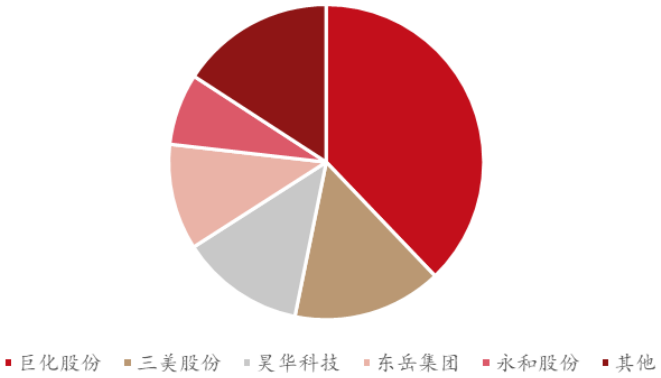
资料来源：iFinD，生意社，西部证券研发中心。

2.1.2 中游：四大品类——氟化工产业的核心

萤石经无水氢氟酸转化后，进入中游加工环节，产出四大类产品。

第一类是制冷剂，这是氟化工中游的核心品类。三代制冷剂（HFCs）受配额政策约束，供给总量被锁定，而下游需求——空调、汽车、冷链——仍在稳定增长。一方面，新能源汽车热管理系统的制冷剂需求是同级别燃油车的近 2 倍，增量需求将部分对冲总量削减压力；另一方面，存量维修市场体量庞大，空调售后维修形成持续稳定的替换需求。在供给锁定、需求刚性的背景下，制冷剂市场规模增长的主要驱动力已从“量增”转向“价涨”——价格中枢的系统性抬升成为规模扩张的核心逻辑。目前，巨化股份、三美股份、中化蓝天、东岳集团等头部企业占据了绝大部分配额份额，行业集中度较高。

图 16：2025 年制冷剂生产配额



资料来源：生态环境部《关于核发 2025 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额的通知》及其附件，西部证券研发中心

第二类是含氟聚合物，这是氟化工产业链中附加值较高的细分领域。以 PTFE（聚四氟乙烯）、PVDF（聚偏氟乙烯）、FEP（氟化乙烯丙烯共聚物）、FKM（氟橡胶）为代表，近年来国内合计产量呈现持续较快增长的趋势。其中，PVDF 受锂离子电池、太阳能背板薄膜、半导体加工和高性能涂层需求加速推动，是增速最快的细分板块。PTFE 则广泛应用于 5G

下载日志已记录，仅供内部参考

高频覆铜板、电子信息产业用关键设备、化工防腐等高端领域，自给率提升空间广阔。随着新能源车、储能、5G 基站等下游产业持续扩张，含氟聚合物市场将稳健扩大。

第三类是电子特气。以三氟化氮（NF_3）、六氟化钨（WF_6）、六氟丁二烯（C_4F_6）为代表的含氟电子特气，在半导体刻蚀、清洗、薄膜沉积等核心工艺中不可或缺。随着全球半导体产能向中国大陆转移，以及芯片制程向 5nm、3nm 乃至更先进节点不断演进，对电子特气的需求量、品种数和纯度要求都在快速提升。目前，国内电子特气国产化率仍不足 30%，在关键材料自主可控的大背景下，自给率提升是当前较为核心的投资逻辑。

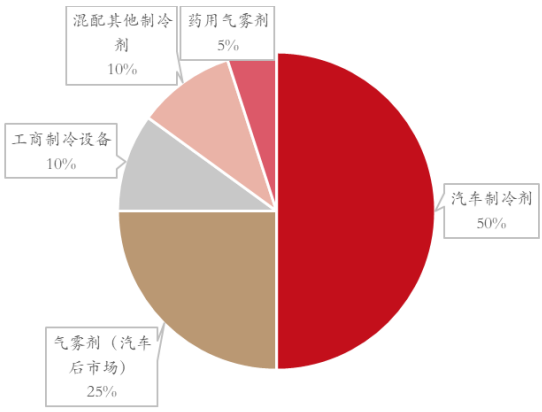
第四类是无机氟化物，主要包括氟化盐、氟化铝、冰晶石等产品。其主要用于冶金、建材、电解铝等传统工业领域，该品类市场规模相对稳定，增长平缓，不属于本轮氟化工景气周期的主要受益者。

2.1.3 下游：多元需求驱动结构性成长

氟化工产品最终应用于家电、汽车、新能源、半导体、航空航天等五大终端领域。从需求特征看，家电和汽车领域需求刚性。以 R134a 为例，其下游消费结构中汽车相关合计占比 75%（新车配套 50%+汽车后市场 25%），其中汽车后市场主要对应存量车的维修保养需求。以 R125 为例，其下游消费中 70%用于混配其他制冷剂，30%用于灭火器。

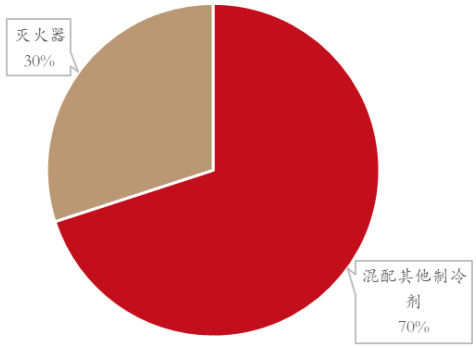
制冷剂下游需求呈现“传统领域刚性托底、新兴领域增释放”的双轮驱动格局。2024 年全球汽车销量达 9,533 万辆，同比增长 3%，2025 年进一步增长至 9,980 万辆，同比增长 5%，新车配套制冷剂需求稳定增长；新能源车单车制冷剂需求是燃油车的近 2 倍，进一步放大了汽车市场的需求弹性。此外，新能源领域（锂电池、储能）增速较快，据 Global Market Insights 预测，2025-2034 年复合年增长率将超过 20%；半导体领域自给率提升空间大，量价齐升；航空航天领域认证壁垒高、客户粘性强，需求长期稳定。多元化的下游结构为制冷剂需求提供了坚实支撑。

图 17：R134a 下游消费结构饼图（2025 年）



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

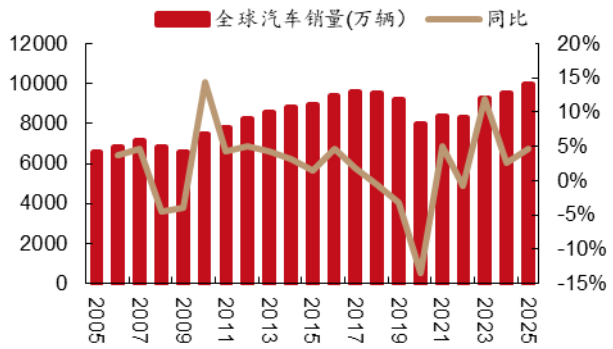
图 18：R125 下游消费结构饼图（2025 年）



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

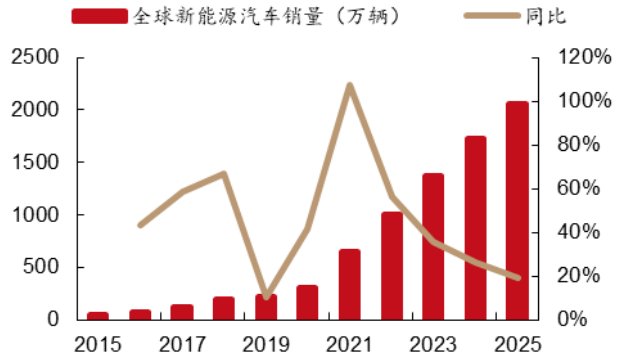
下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：全球汽车销量（万辆）



资料来源：iFinD，国际汽车制造协会(OICA)，西部证券研发中心

图 20：全球新能源汽车销量（万辆）



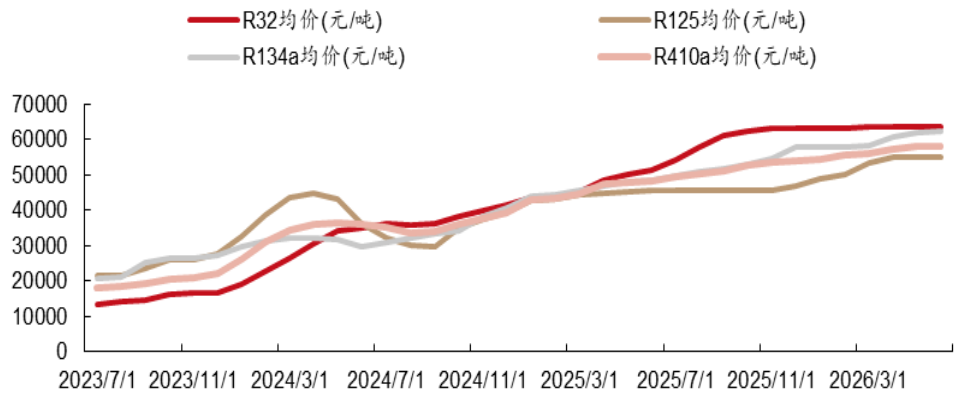
资料来源：iFinD，CleanTechnica(计算)，西部证券研发中心

2.2 行业规则的重塑：配额制重塑制冷剂行业盈利模式

在传统发展模式下，氟化工行业，特别是大宗品如制冷剂，呈现出明显的周期性特征，价格往往随供需关系和原材料成本剧烈波动。然而，一项全球性的环保协定——《蒙特利尔议定书》基加利修正案，正在从根本上改变这个行业的行业规则。该修正案的核心目标是全球范围内逐步削减氢氟碳化物（HFCs，即第三代制冷剂）的生产和消费。作为全球重要的 HFCs 生产国和消费国，中国承诺自 2024 年起将其 HFCs 的生产和使用冻结在基线水平（2020-2022 年平均值），并从 2029 年开始逐步削减，至 2045 年削减 80%以上。

这一政策的落地意味着，从 2024 年开始，中国 HFCs 制冷剂的总供给量被政策“锁定”，新增产能不再可能。2024 年以前，制冷剂行业受产能过剩影响，价格长期在低位徘徊。随着《基加利修正案》正式实施，三代制冷剂供给上限被政策锁定，供需格局发生根本性改善。以核心品种 R134a 为例，其市场均价从 2024 年 1 月的约 3.0 万元/吨大幅上涨至 2025 年 12 月的约 5.8 万元/吨，2026 年 6 月进一步攀升至 6.2 万元/吨。昊华科技作为国内 HFCs 配额领先企业，R134a、R125 等产品全球市场份额稳居前三，其氟碳化学品销售均价与市场主流价趋势高度一致——2025 年公司氟碳化学品均价同比上涨 47.60%，2026Q1 继续同比上涨 17.83%。制冷剂业务正从周期波动向高确定性现金流转变，成为公司盈利的“压舱石”。

图 21：制冷剂主要产品月度均价变化趋势



资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

WESTERN SECURITIES 西部证券

下载日志已记录，仅供内部参考

与此同时，行业格局被固化，龙头强者恒强。配额根据企业历史生产情况进行分配，这意味着现有龙头企业的市场份额被锁定，新进入者很难获得配额，行业壁垒从技术和资金壁垒升级为政策壁垒。前四家企业合计占据近 70%的配额，已形成利益共同体，竞争逻辑从“争份额”转向“稳价格”。与过去“价格战”不同，当前拥有配额的玩家没有动力打价格战，价格易涨难跌，盈利确定性显著增强。拥有配额的企业，将在本轮景气周期中持续受益。

2.3 竞争格局与市场空间：三大赛道撑起千亿级市场

制冷剂赛道是配额制下盈利确定性最强的氟化工细分领域。配额制下供给总量被政策锁定并逐步削减，但价格中枢的系统性抬升足以对冲量的收缩，市场规模不降反升。在供给收缩、需求刚性的背景下，制冷剂市场规模增长的主要驱动力已从“量增”转向“价涨”——即便 2030 年配额较 2025 年小幅下降，但如果均价从 5 万元/吨提升至 6-6.5 万元/吨，2025 年至 2030 年间市场规模仍有望实现约 10.39%-15.14%的复合增长率。目前，巨化股份、三美股份、中化蓝天、东岳集团等头部企业占据了绝大部分配额份额，行业集中度较高。配额制下的制冷剂赛道，正从周期波动向高确定性现金流转变。

电子特气赛道是自主研发进程最为迫切、成长空间最为广阔的赛道。外资仍占据主导地位，国产化率不足 30%，国内企业正在加速突破。该赛道的竞争焦点是“认证壁垒”和“纯度等级”——半导体级认证周期长达 2-3 年，一旦通过客户粘性较强。以三氟化氮（NF_3）、六氟化钨（WF_6）、六氟丁二烯（C_4F_6）为代表的含氟电子特气，在半导体刻蚀、清洗、薄膜沉积等核心工艺中不可或缺。随着全球半导体产能向中国大陆转移，以及芯片制程向 5nm、3nm 乃至更先进节点不断演进，对电子特气的需求量、品种数和纯度要求都在快速提升。当前，海外产能不可抗力事件和国际贸易摩擦为国内企业提供了抢占份额的历史性窗口。具备研发能力和客户认证先发优势的企业，将在自给率提升浪潮中持续受益。

含氟聚合物赛道呈现 K 型分化格局，高端产品结构性短缺带来显著超额利润空间。中低端品种同质化严重、价格竞争激烈，而锂电级 PVDF、高频 PTFE 等高端产品则供不应求，具备技术壁垒和客户认证先发优势的企业享有超额利润。在新能源、5G 等下游产业持续扩张的背景下，高端化转型是行业主旋律，产品结构的上移将决定企业在含氟聚合物赛道中的长期竞争力。

表 3：核心产品市场空间测算（量×价）

产品/赛道	2025 年销量/产量（万吨）	2025 年均价（万元/吨）	2025 年市场规模（亿元）	2030 E 销量/产量（万吨）	2030E 均价（万元/吨）	2030E 市场规模（亿元）	量驱动因素	价驱动因素
三代制冷剂（HFCs）	约 80（配额总量）	约 5	256.3	约 70-80（配额削减后）	6.0-6.5	420-520	配额锁定，销量稳定	供给锁定，价格中枢抬升
含氟聚合物（全球）	/	/	约 306	/	/	约 441	锂电池、5G 需求	高端品结构性短缺，价格回升
电子特气	约 8-10	约 34.6	约 317	约 12-15	35-40	约 420	晶圆厂扩产，国产化率提升	高纯品类溢价维持
含氟锂电材料（电解液）	约 160	约 1.0	约 160	250-300	1.0-1.2	250-300	新能源车、储能需求	$LiPF_6$价格回升

资料来源：生态环境部，TECHCET，中商产业研究院，EVTank，西部证券研发中心

综上，氟化工行业正站在供给收缩但价格对冲、需求刚性、自给率提升三重驱动的历史拐点之上。昊华科技凭借稀缺的配额资源、领先的电子特气产能、完整的高端材料布局，成为本轮行业变革中较为核心的受益者之一。

下载日志已记录，仅供内部参考

三、护城河的深度——昊华科技的三重壁垒

3.1 稀缺的牌照与深厚的产业护城河

在理解了氟化工行业的供给侧变革后，需要回答的核心问题是：为什么昊华科技是本轮行业变革中较为核心的受益者？通过横向对比氟化工核心玩家，可以清晰地看到昊华在配额资源、技术壁垒、平台化布局上的综合优势。

表 4：氟化工核心玩家对比

公司	核心优势	主要产品
昊华科技	产研一体、电子特气领先、央企平台	制冷剂、电子特气、锂电材料、高端聚合物
巨化股份	制冷剂配额第一、产业链完整	制冷剂、氟聚合物、氟精细化学品
多氟多	六氟磷酸锂龙头、电子级氢氟酸	六氟磷酸锂、电解液、电子化学品
联创股份	PVDF 等新材料	PVDF、第四代制冷剂
三美股份	已形成无水氟化氢与氟制冷剂、氟发泡剂自主配套的氟化工产业链	HFCs、HFOs 制冷剂
东岳集团(HK)	PTFE 龙头、氟硅联动	PTFE、制冷剂、有机硅

资料来源：三美股份 2025 年年报，新浪财经，中国化工报，同花顺财经，流程工业网，西部证券研发中心

配额制将公司制冷剂业务从周期品转变为“类特许经营权”，盈利确定性和现金流质量发生质变。基于《基加利修正案》，中国 HFCs 生产配额自 2024 年起冻结，供给上限被政策锁定，新进入者无法获得配额，行业壁垒从技术和资金壁垒升级为不可逾越的政策壁垒。公司 HFCs 配额总量位居国内前列，R134a、R125 等产品全球市场份额稳居前三，其中 R123 为全球独家生产。以 R134a 为例，其核心子公司太仓中化环保（32935 吨）和陕西中化蓝天（21260 吨）合计持有约 5.4 万吨生产配额；在 R125 品种上，太仓基地拥有 2.9 万吨配额。

“产研一体”模式使公司具备从 0 到 1 的持续创新能力，不断孵化出高壁垒、高毛利的新产品。公司的前身是 10 余家国家级科研院所，模式是“研发先行，产业化跟进”。这种独特的“科研院所+产业化”基因，使其不仅能进行从“1 到 N”的工艺优化，更具备从“0 到 1”的原创性开发能力。公司依托中化蓝天平台，形成了覆盖三氟、六氟等多系列的含氟精细化学品矩阵，广泛应用于医药、农药、半导体、航空航天等高端领域。

在前沿材料领域，公司已成功开发出 YL-10 系列氟化液冷却工质，性能对标国际巨头，有望切入 AI 算力新赛道。

表 5：浸没式液冷氟化液产品参数对比（昊华科技 vs 国际巨头）

参数	FC－72	Novec 7000	Vertrel XF	Opteon SF33	HT55	YL－10
公司	3M		科慕		索尔维	昊华科技
种类	全氟胺	氢氟醚	氢氟烃	氢氟烯烃	全氟聚醚	全氟烯烃
密度 /(kg/m³)	1680	1400	1580	1360	1650	1680
沸点 /℃	56	34	55	33.4	55	48
倾点 /℃	-90	-122	-80	-107	<-125	-115
蒸气压力 / Pa	3.1×10^4	6.5×10^4	3×10^4	7×10^4	3×10^4	7.27×10^4
蒸发潜热 /(J/g)	88	142	129.7	166	92.09	99.7
运动黏度 /($\times10^{-6}$ m²/s)	0.38	0.32	0.42	0.28	0.45	0.37
比热容 /(J/(g·K))	1.1	1.3	1.13	1.2	0.96	1.25
导热率 /(W/(m·K))	0.057	0.075	0.077	0.077	0.065	0.06

下载日志已记录，仅供内部参考

表面张力 /(mN/m)	10	12.4	14.1	13	14	11.7
介电常数	1.75	7.4	6.1	10	1.86	1.9
介电强度 /kV	38	＞25	33	32	40	36
体积电阻率 /(Ω·cm)	1×10^{15}	1×10^{8}	1×10^{8}	1×10^{8}	1×10^{12}	1×10^{15}
急性毒性危险类别	类别五	类别五	类别五	类别五	类别五	类别五
GWP 值	8620	530	1650	2	5000～15000	7

资料来源：CNKI《数据中心浸没式液冷用含氟冷却液应用研究进展》，西部证券研发中心

昊华科技 YL-10 的 GWP 值仅为 7，远低于 3M FC-72（8620）和科慕 Vertrel XF（1650），在环保性上具有显著优势，且倾点低至-115℃，适合高寒地区数据中心应用。随着 3M 已于 2025 年底前退出含氟聚合物业务，公司有望凭借 YL 系列产品切入 AI 数据中心液冷这一蓝海市场。

在核心产品产能规模上，公司同样处于行业领先地位。六氟丁二烯产能全球第一，三氟化氮全国前三，六氟化钨为国内少数具备 6N 级生产能力的供应商。

表 6：核心产品产能规模及市场地位

产品	2025 年底产能（吨）	市场地位	在建/规划产能
六氟化钨（WF6）	700	国内少数具备 6N 级生产能力的供应商	-
三氟化氮（NF3）	6,000	全国前三	3,000 吨（在建）
六氟化硫（SF6）	2,000	国内主要电子级供应商	扩产至 6,000 吨（部分已建成）
含氟气体材料合计	**14800**	**—**	**3,000 吨（2026 年 12 月完工）**
六氟丁二烯（C4F6）	1,000	全球第一	-
电解液	250,000	国内主要供应商之一	-
六氟磷酸锂（LiPF6）	9,000	配套自有电解液	-
PVDF	22,500	国内主要供应商之一	-
PTFE	51,000	国内领先	-

资料来源：昊华科技 2025 年年度报告，昊华科技 2024 半年度报告，昊华气体官网，2026 年第一季度报告，西部证券研发中心

作为中国中化旗下唯一的氟化工上市平台，公司具备天然的产业链协同与资源整合优势。2024 年公司完成对中化蓝天的重大资产重组，并于 2025 年将中昊晨光划入中化蓝天，形成了“研产供销”一体化的完整氟化工产业链。在航空航天领域，公司深度参与大飞机等国家重大项目，是 C919 飞机航空轮胎与防火密封型材的核心供应商，并拥有中国民航局（CAAC）和美国联邦航空局（FAA）双重适航认证的航空轮胎研制资质。

3.2 国产大飞机核心供应商，高端制造材料放量在即

高端制造化工材料是公司毛利率较高、较稳定的利润来源，正迎来特品订单恢复与 C919 放量的双重驱动。该板块 2025 年实现收入 29.33 亿元，毛利率高达 39.16%，是公司四大板块中毛利率较高的业务。2026Q1 收入同比+5.61%，毛利同比+18.28%，毛利率同比提升 4.36 个百分点，经营质量持续改善。依托黎明院、曙光院、西北院等国家级科研院所的技术积累，该板块形成了覆盖航空航天、民用工业的特种材料产品矩阵。核心产品包括橡胶密封件（国内航空密封件核心供应商）、特种轮胎（C919/C909 大飞机配套）、特种涂料、气象气球（国内市场规模第一，全球第二）、催化剂等。从毛利润构成看，该板块 2021-2023 年一直是公司毛利重要来源，占比维持在 50%-60%，是公司较稳定的利润来源。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 7：高端制造化工材料核心产品矩阵

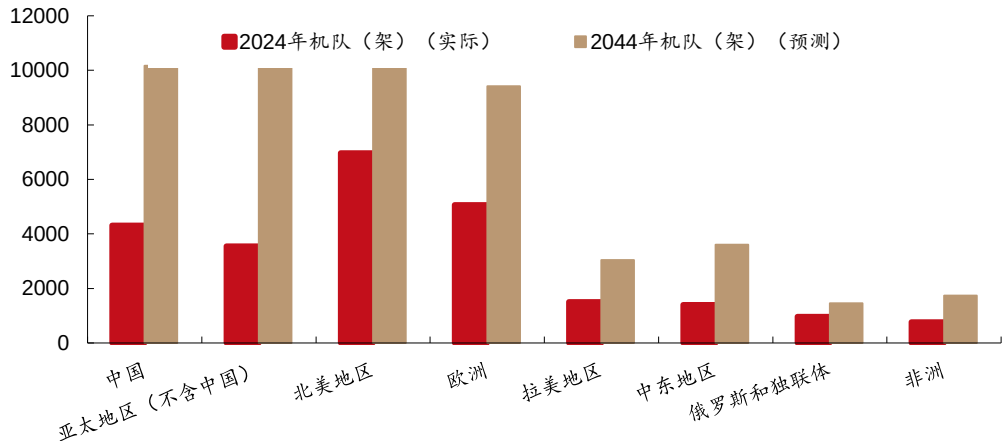
产品类别	核心产品	应用领域	市场地位	2026Q1 表现
橡胶密封制品	特种橡胶密封件、橡胶板材	航空航天、特种装备	国内航空密封件核心供应商	销量 222 万件，营收 1.19 亿
特种轮胎	民航轮胎、特种轮胎	C919/C909 大飞机	国内较早从事民航轮胎研发的企业	销量 0.67 万条，营收 0.23 亿
特种涂料	航空、船舶及工业防腐涂料	民用航空、船舶	国内特种涂料领先企业	销量 0.16 万吨，营收 1.21 亿
气象气球	高空探测气球	气象探测	国内市场规模第一，全球第二	稳定供应
催化剂	各类工业催化剂	煤化工、石油化工	依托西北院技术优势	稳定贡献
聚氨酯新材料	特种聚氨酯制品	工业、建筑	差异化产品定位	稳步增长

资料来源：昊华科技 2025 年年报，昊华科技 2026 年第一季度主要经营数据公告，证券之星，同花顺，中化集团官网，上证路演中心，中国化工株洲橡胶研究设计院官网，西部证券研发中心

公司是 C919 大飞机航空轮胎、防火密封型材的核心供应商，认证壁垒较高，短期无法被替代。航空材料的认证周期长，且需经过严格的适航审定程序，一旦进入供应链，供应商更换成本较高。公司是国内较早从事民用航空轮胎研制的单位，拥有国内唯一、世界第五的自主研发子午线航空轮胎技术，是集航空轮胎科研开发与生产经营为一体的科技型高新技术企业。2024 年该板块受下游客户政策性因素影响，盈利能力一度下降，但 2025 年情况已明显好转，毛利同比增长 3.99%。C909 轮胎已在南航全机队使用，B737NG 轮胎在瑞丽航空商用，A320 轮胎在桂林航和北部湾航运营，C919 轮胎首飞获得 STC 证书，多项关键技术取得突破。

航空材料业务提供持续增长动力。据中国商飞 2025 年供应商大会披露的产能规划，C919 飞机 2025 年产能目标为 75 架/年，2029 年目标产能为 200 架/年。C919 大飞机 2025 年全年实际交付 15 架，据英国航空研究机构 IBA 预测，2026 年 C919 交付量预计约为 28 架。根据中国商飞发布的《2024-2043 年市场预测年报》，未来 20 年中国航空运输市场将接收喷气客机 9,323 架，到 2043 年中国民航机队规模将达到 10,061 架，占全球客机机队 20.6%。国产大飞机批产提速将直接拉动公司航空轮胎、密封件等核心配套材料需求。该板块是公司被市场忽视的“隐形价值池”，随着国产大飞机产业链自主可控进程加速，其价值将逐步被重估。

图 22：全球主要地区客机机队规模对比（2024 年实际 vs 2044 年预测）



资料来源：中国商飞《2025-2044 年市场预测年报》，Cirium，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 绿色甲醇EPC先行者，碳减排业务进入收获期

碳减排及工程服务是公司增速较快的板块，正从传统工程服务向绿色能源化工平台转型。该板块主要由西南院承载，2025 年实现收入 18.92 亿元，毛利率 20.47%。2026Q1 收入同比增长 55.5%，是四大板块中增速相对较快的，远超高端氟材料（+40.6%）和电子化学品（+20.9%）。前期签约的国内高端化工、煤化工、环保项目利好正在逐步显现。公司所属西南院自上世纪 70 年代开展气体分离技术的工业化开发，经过 50 余年技术沉淀，是全球三大 PSA 技术服务供应商之一，已建成和在建 CO_2捕集装置 60 余套、氢气纯化装置 40 余套。

表 8：碳减排及工程服务板块业务矩阵

业务线	核心技术/产品	应用领域	市场地位	增长逻辑
PSA 技术及 EPC 总承包	变压吸附气体分离与提纯技术	CO_2捕集、氢气纯化、焦炉气综合利用	**全球仅三家掌握该技术的企业之一**	双碳政策驱动，钢铁/煤化工减碳改造需求激增
催化剂产品	镍系催化剂、铜系催化剂（甲醇合成/甲烷化）	煤制甲醇、煤制天然气、绿色甲醇合成	国内领先的镍系和铜系催化剂生产商，眉山清洁能源催化材料产业化基地已建成	自给率提升+消耗品属性带来持续复购
绿色能源化工 EPC	绿氢制备、绿色甲醇合成、绿氨合成	可再生能源化工、航运脱碳	国内首套 25 万吨/年绿色甲醇项目总承包商	绿色甲醇市场

资料来源：昊华科技 2025 年年度报告，2025 年半年度报告，凤凰网，中国通用机械工业协会，西部证券研发中心

公司中标金风科技绿色甲醇项目，先发优势显著。2025 年，公司成功总承包国内首套 25 万吨/年绿色甲醇项目并实现成功开车，同年中标 60 万吨/年绿色甲醇二期项目。根据 IMO 目标，预计 2030 年全球航运领域绿色甲醇需求将达 1,000-2,000 万吨，GENA 预计，到 2030 年全球绿色甲醇产能有望突破千万吨级别。公司凭借 PSA 技术+催化剂+EPC 的一体化能力，已在该赛道建立先发优势。

催化剂自给率提升持续推进，消耗品属性为公司带来稳定的经常性收入。公司自主研发的铜系甲醇合成催化剂已在国家能源集团 183 万吨级煤制甲醇大型装置中实现国产化替代，此前该类催化剂长期依赖进口。该催化剂已稳定满负荷运行 55 个月，创造单方产粗甲醇 4.86 万吨的突破性纪录，并有望持续刷新。催化剂属于高附加值产品，盈利空间良好，且作为消耗品需要周期性更换，一旦客户采用即形成持续复购关系。公司在眉山建成清洁能源催化材料产业化基地，打造国内领先的镍系、铜系催化剂制造平台。随着全球碳减排政策持续趋严，钢铁、建材、电力、煤化工行业减碳改造需求持续增长，公司该板块有望保持快速增长态势。

下载日志已记录，仅供内部参考

四、盈利预测与估值

4.1 收入拆分与盈利预测

目前，公司业务涵盖高端氟材料、高端制造化工材料、电子化学品、工程技术服务四大业务板块。基于四大业务，做以下假设：

（1）高端氟材料：产品包括氟碳化学品、氟聚合物、含氟精细化学品、含氟锂电材料等。高端氟材料是昊华科技的核心板块，2025 年贡献了 99.39 亿元收入，同比增长 30.83%，毛利率跃升至 21.61%，同比提升 8.20 个百分点，毛利更是翻倍增长 110.82%。主要得益于制冷剂配额管制政策红利——三代制冷剂在供给端被严格约束，而下游空调、汽车等需求持续旺盛；氟聚合物供需格局边际改善；含氟锂电材料受益于新能源需求增长。随着高端氟材料在建项目建成投产，公司氟化工板块收入有望提升。在氟聚合物及含氟锂电材料景气度改善趋势下，整体盈利水平有望逐步提升。假设 2026-2028 年，高端氟材料业务收入增速分别为 20.0%/ 15.0%/ 10.0%，毛利率分别为 24.5%/ 25.0%/ 25.5%；

（2）高端制造化工材料：主要包括非轮胎橡胶制品、民用航空轮胎、聚氨酯新材料、化学高性能原料等。2025 年实现营收 29.33 亿元，增长 3.39%，毛利率 39.16%，同比微升 0.23 个百分点。考虑到航空轮胎自给率提升空间广阔、聚氨酯新材料需求稳步增长。该板块技术壁垒较高，尤其是民用航空轮胎领域，毛利率 39%的高位有望维持。假设 2026-2028 年，高端制造化工材料业务收入增速分别为 12.00%、10.00%、8.00%，毛利率维持 39.2%；

（3）电子化学品：主营产品含氟电子特气，受益于集成电路、显示面板及其它电子产品等领域的行业需求增长。2025 年实现营收 11.38 亿元，同比增长 23.89%，但毛利率 24.12%，同比下降 2.99 个百分点。受中国钨产品出口管制影响，六氟化钨海外报价上涨，公司现有 600 吨产能正充分受益于这轮结构性涨价红利；叠加西南电子特气扩建项目（含新增千吨级六氟化钨产能）有望在 2026 年底投产，收入规模有望逐步提升。毛利率层面，虽然三氟化氮等大宗品种承压，但高毛利的六氟化钨占比提升将显著优化产品结构。假设 2026-2028 年，电子化学品业务收入增速分别为 30.00%/ 25.00%/ 20.00%，毛利率分别为 27.5%/ 28.0%/ 28.5%；

（4）工程技术服务：主要为提供碳减排相关的综合性解决方案，业务主要涉及工业排放气资源化利用领域、碳一化工领域、氢能领域、PSA 技术应用、可再生能源化工领域。2025 年营收 18.92 亿元，同比增长 6.60%，毛利率 20.47%，同比微降 0.16 个百分点。随着全球碳减排政策趋严，传统碳一化学品生产企业面临减排压力，进行技术改造的意愿不断增强，利好碳减排产业。假设 2026-2028 年，工程技术服务收入增速维持 8.00%，毛利率维持稳定；

（5）其他业务：假设 2026-2028 年，贸易及其他业务收入合计增速维持 1.00%，毛利率维持稳定。

因此，我们预计公司 2026-2028 年公司营业收入分别为 195.3/ 221.9/ 244.0 亿元，增速分别为 17.02%/ 13.61%/ 9.98%；综合毛利率分别为 27.10%/ 27.38%/ 27.70%。

表 9：昊华科技盈利预测及业务拆分（百万元）

	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	16,688.99	19,529.17	22,187.74	24,402.63
YOY	19.49%	17.02%	13.61%	9.98%

下载日志已记录，仅供内部参考

	2025	2026E	2027E	2028E
营业成本	12,474.98	14,236.29	16,112.26	17,642.17
毛利	4,214.03	5,292.88	6,075.47	6,760.46
毛利率	25.25%	27.10%	27.38%	27.70%
高端氟材料业务				
营业收入	9,938.51	11,926.21	13,715.14	15,086.66
YOY	30.83%	20.00%	15.00%	10.00%
成本	7,790.51	9,004.29	10,286.36	11,239.56
毛利	2,148.00	2,921.92	3,428.79	3,847.10
毛利率	21.61%	24.50%	25.00%	25.50%
高端制造化工材料业务				
营业收入	2,932.84	3,284.78	3,613.26	3,902.32
YOY	3.39%	12.00%	10.00%	8.00%
成本	1,784.35	1,997.15	2,196.86	2,372.61
毛利	1,148.49	1,287.63	1,416.40	1,529.71
毛利率	39.16%	39.20%	39.20%	39.20%
电子化学品业务				
营业收入	1,137.67	1,478.97	1,848.71	2,218.46
YOY	23.89%	30.00%	25.00%	20.00%
成本	863.24	1,072.25	1,331.07	1,586.20
毛利	274.44	406.72	517.64	632.26
毛利率	24.12%	27.50%	28.00%	28.50%
工程技术服务业务				
营业收入	1,891.88	2,043.23	2,206.69	2,383.22
YOY	6.60%	8.00%	8.00%	8.00%
成本	1,504.61	1,624.98	1,754.98	1,895.38
毛利	387.28	418.25	451.71	487.85
毛利率	20.47%	20.47%	20.47%	20.47%
其他业务				
营业收入	788.09	795.97	803.93	811.97
YOY	-6.20%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	532.27	537.62	542.99	548.42
毛利	255.82	258.35	260.94	263.55
毛利率	32.5%	32.5%	32.5%	32.5%

资料来源：昊华科技 2025 年年报，Wind，西部证券研发中心

4.2 相对估值

我们选取氟化工、电子特气及航空材料领域的龙头企业作为可比公司。氟化工板块：巨化股份同为国内氟化工龙头，产业链覆盖萤石-氢氟酸-含氟聚合物-制冷剂-电子湿化学品；三美股份以制冷剂和氟发泡剂为主业；永和股份深耕氟化工领域多年，聚焦于高附加值的含氟高分子材料和环保氟碳化学品业务。电子特气板块：华特气体是国内电子特气优势企业，与昊华科技的特种气体业务高度重叠。航空材料板块：航材股份主营产品涵盖航空航天新材料，与昊华科技高端制造化工材料板块业务相似。2026 年可比公司平均 PE 为 32.7 倍。昊华科技受益于制冷剂红利、电子特气放量、含氟锂电材料反转，公司业绩有望持续

下载日志已记录，仅供内部参考

增长。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 20.86/ 23.92/ 26.62 亿元，对应 PE 分别为 29.22/ 25.47/ 22.89 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 10：可比公司 PE 估值

	简称	最新价(元)	总市值(亿元)	归母净利润（亿元）			EPS(元)			P/E(倍)		
				26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
600160.SH	巨化股份	38.70	1,044.80	58.62	69.54	80.15	2.17	2.58	2.97	17.82	15.02	13.04
603379.SH	三美股份	61.45	375.14	27.74	32.53	37.26	4.54	5.33	6.10	13.52	11.53	10.07
605020.SH	永和股份	32.33	165.15	9.68	11.72	13.73	1.89	2.29	2.69	17.07	14.09	12.03
688268.SH	华特气体	145.20	185.39	2.40	3.00	3.64	1.88	2.35	2.85	77.21	61.70	50.99
688563.SH	航材股份	49.95	224.46	5.93	6.71	7.65	1.32	1.49	1.70	37.87	33.44	29.34
均值							1.97	2.34	2.72	32.70	27.16	23.09
600378.SH	昊华科技	47.24	609.40	20.86	23.92	26.62	1.62	1.85	2.06	29.22	25.47	22.89

资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：收盘价截至 2026 年 8 月 21 日，可比公司盈利预测为 wind 一致预期

五、风险提示

1.市场竞争加剧风险：含氟聚合物全行业产能仍然过剩，行业竞争激烈。高端制造化工材料部分产品市场格局受到较大冲击，价格体系面临重塑。若相关行业竞争加剧，产品价格低迷，将对公司经营造成负面影响。

2.改革与业务转型风险：公司持续聚焦核心业务，开展业务整合，推动延链补链工作不断深化。在项目实施过程中，可能面临成本过高，主要产品价格下行或需求不足风险，业务整合无法顺利实施等风险，从而影响公司改革与业务转型推进工作。

3.在建项目不及预期风险：公司当前在建项目储备丰富，大型化工项目的建设涉及技术调试、环保验收、市场导入等多重环节，任何节点的延误都可能导致产能释放节奏推迟，进而影响盈利预测的实现。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	5,457	5,610	7,327	9,573	11,955
应收款项	4,582	5,101	6,474	6,567	6,894
存货净额	1,647	1,837	2,229	2,441	2,678
其他流动资产	1,194	1,433	1,087	1,238	1,252
流动资产合计	**12,879**	**13,981**	**17,117**	**19,819**	**22,780**
固定资产及在建工程	12,850	13,170	13,817	14,360	14,788
长期股权投资	2,092	2,250	1,511	1,951	1,904
无形资产	1,480	1,472	1,457	1,429	1,410
其他非流动资产	850	862	812	800	766
非流动资产合计	**17,272**	**17,754**	**17,596**	**18,540**	**18,868**
资产总计	**30,151**	**31,735**	**34,713**	**38,359**	**41,648**
短期借款	738	652	627	672	650
应付款项	7,954	8,174	9,232	10,473	11,148
其他流动负债	612	512	513	513	513
流动负债合计	**9,304**	**9,338**	**10,372**	**11,658**	**12,311**
长期借款及应付债券	2,296	2,541	2,741	2,941	3,141
其他长期负债	980	1,011	988	1,001	995
长期负债合计	**3,276**	**3,552**	**3,728**	**3,942**	**4,136**
负债合计	**12,580**	**12,890**	**14,100**	**15,600**	**16,447**
股本	1,290	1,290	1,290	1,290	1,290
股东权益	17,572	18,845	20,613	22,759	25,201
负债和股东权益总计	**30,151**	**31,735**	**34,713**	**38,359**	**41,648**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,105	1,642	2,209	2,584	2,904
折旧摊销	1,002	1,250	1,331	1,453	1,563
利息费用	51	30	24	13	12
其他	(1,420)	(999)	(628)	433	(158)
经营活动现金流	**738**	**1,923**	**2,935**	**4,482**	**4,321**
资本支出	(2,137)	(1,521)	(1,938)	(1,937)	(1,943)
其他	148	184	1,013	(169)	348
投资活动现金流	**(1,989)**	**(1,338)**	**(925)**	**(2,106)**	**(1,595)**
债务融资	849	(70)	147	307	118
权益融资	7,214	(616)	(440)	(438)	(461)
其它	(4,360)	331	0	0	0
筹资活动现金流	**3,702**	**(354)**	**(294)**	**(131)**	**(343)**
汇率变动	10	2	6	4	5
现金净增加额	**2,462**	**233**	**1,723**	**2,250**	**2,388**

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**13,966**	**16,689**	**19,529**	**22,188**	**24,403**
营业成本	10,932	12,475	14,236	16,112	17,642
营业税金及附加	126	158	181	208	227
销售费用	380	399	410	444	464
管理费用	1,931	2,080	2,419	2,716	2,926
财务费用	51	30	24	13	12
其他费用/（-收入）	(607)	(363)	(311)	(321)	(263)
营业利润	**1,154**	**1,910**	**2,571**	**3,017**	**3,396**
营业外净收支	33	28	36	33	32
利润总额	**1,188**	**1,938**	**2,607**	**3,049**	**3,428**
所得税费用	83	296	398	466	524
净利润	**1,105**	**1,642**	**2,209**	**2,584**	**2,904**
少数股东损益	51	198	123	191	242
归属于母公司净利润	**1,054**	**1,444**	**2,086**	**2,392**	**2,662**

财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
ROE	8.2%	8.2%	11.0%	11.5%	11.6%
毛利率	21.7%	25.3%	27.1%	27.4%	27.7%
营业利润率	8.3%	11.4%	13.2%	13.6%	13.9%
销售净利率	7.9%	9.8%	11.3%	11.6%	11.9%
成长能力					
营业收入增长率	77.9%	19.5%	17.0%	13.6%	10.0%
营业利润增长率	25.1%	65.5%	34.6%	17.4%	12.6%
归母净利润增长率	17.1%	37.1%	44.4%	14.7%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	41.7%	40.6%	40.6%	40.7%	39.5%
流动比	1.38	1.50	1.65	1.70	1.85
速动比	1.21	1.30	1.44	1.49	1.63

每股指标与估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标					
EPS	0.82	1.12	1.62	1.85	2.06
BVPS	13.27	14.12	15.39	16.91	18.61
估值					
P/E	57.83	42.19	29.22	25.47	22.89
P/B	3.6	3.3	3.1	2.8	2.5
P/S	4.4	3.7	3.1	2.7	2.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。