



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入（首次）

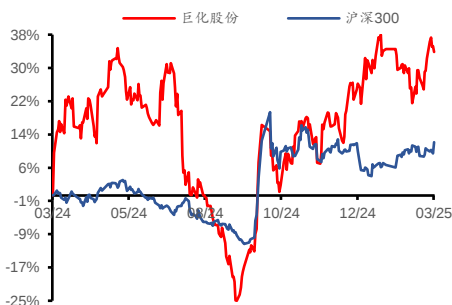
行业： 基础化工
日期： 2025年03月14日

分析师： 于庭泽
SAC 编号： S0870523040001
联系人： 王哲
SAC 编号： S0870123040029

基本数据

最新收盘价（元）	25.54
12mth A 股价格区间（元）	14.42-26.31
总股本（百万股）	2,699.75
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	689.52

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

制冷剂行业上行周期已至，氟化工龙头扬帆起航

■ 投资摘要

国内氟化工行业龙头，产业链一体化优势明显。公司是国内唯一拥有一至四代含氟制冷剂系列产品的企业。2024年二代制冷剂生产配额合计47467吨，占全国生产配额的22%，内用生产配额35005吨，占全国内用生产配额的27%；三代制冷剂生产配额及主流单品种生产配额处于第一位（占有率远高于其他企业）；目前是国内用自有技术实现第四代氟制冷剂产业化生产的企业，拥有两套主流产品生产装置，年产能约 8000 吨，并投运多年。拥有基础配套原料、含氟制冷剂、有机氟单体、含氟聚合物、含氟精细化学品、特色氟碱新材料等在内的完整的氟氟新材料产业链。

三代制冷剂配额方案正式落地，公司制冷剂业务迎来发展良机。根据生态环境部《关于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》，2025年我国三代制冷剂生产配额总量为79.19万吨，内用生产配额为38.96万吨。巨化股份拥有三代制冷剂生产配额29.98万吨，占行业总配额量的37.86%，内用生产配额15.1万吨，占行业全部内用配额的38.77%。相较于2024年的配额分配，公司2025年配额总量及占比均有提升。我们认为公司在未来的三代制冷剂市场中生产配额优势明显，随着行业景气度逐渐回暖，公司盈利能力有望持续提升。

产能持续扩张，高附加值含氟材料陆续投产。各产品线持续扩充：2023年公司100kt/a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目（二期 A 段）、合成氨原料路线及节能减排技术改造项目、12 万吨/年有机醇扩能项目、7000t/aFKM、30kt/a 制冷剂海外工厂等项目顺利建成。决策实施新增 10000t/a 高品质可熔氟树脂及配套项目、44kt/a 高端含氟聚合物项目 A 段 40kt/a TFE 项目、500 吨/年全氟磺酸树脂项目一期 250 吨/年项目 20kt/a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目等一批高性能氟氟新材料项目。未来随着各产品线产能的释放，公司营收有望再上一个台阶。

■ 投资建议

三代制冷剂配额方案正式落地，行业景气开启上行通道；高端含氟新材料需求旺盛，公司多种高附加值产品即将放量，未来盈利能力有望进一步提升。我们预计 2024/2025/2026年公司营业收入分别为 224.58/268.03/302.50 亿元；归母净利润分别为 19.70/32.86/41.40 亿元。对应的 EPS 分别为 0.73/1.22/1.53 元/股。当前股价对应 PE 分别为 35.31x、21.16x、16.80x。我们看好公司未来发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

制冷剂行业政策发生变化；下游需求不及预期；原材料价格大幅波动；在建项目进展不及预期。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20655	22458	26803	30250
年增长率	-3.9%	8.7%	19.3%	12.9%
归母净利润	944	1970	3286	4140
年增长率	-60.4%	108.8%	66.8%	26.0%
每股收益（元）	0.35	0.73	1.22	1.53
市盈率（X）	73.71	35.31	21.16	16.80
市净率（X）	4.33	3.99	3.53	3.09

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025 年 03 月 14 日收盘价）

目 录

1 氟化工行业龙头，规模和一体化优势凸显	5
1.1 国内领先的氟化工龙头企业	5
1.2 公司营收逐年提升，盈利水平将得到改善	8
2 三代制冷剂进入配额时代，行业开启上行周期	11
2.1 环保政策驱动，制冷剂面临更新迭代	11
2.2 三代制冷剂生产使用进入配额时代	12
2.3 制冷剂需求稳定，价格进入上行通道	13
2.4 配额时代已至，三代制冷剂价格稳步上行	16
3 含氟新材料应用广泛，下游需求未来可期	19
3.1 含氟新材料种类众多，下游应用领域广泛。	19
3.2 含氟冷却液：大数据中心建设如火如荼，浸没式液冷增量可期	22
4 制冷剂产销量遥遥领先，氟化工行业龙头地位稳固	26
4.1 二、三代制冷剂产能位居行业前列，配额管理下优势尽显	26
4.2 公司产品线不断扩容，一体化产业链优势尽显	28
5 盈利预测	29
5.1 主要假设	29
5.2 盈利预测	30
6 风险提示	31

图

图 1：巨化股份产业链及主要产品	5
图 2：巨化股份生产基地示意图	7
图 3：公司股权结构及部分参控股公司（截至 2024 年 Q3）	7
图 4：历年营业收入及同比增速	8
图 5：历年归母净利润及同比增速	8
图 6：公司历年营收结构（亿元）	8
图 7：2023 年业务营收占比	8
图 8：历年公司主要业务毛利率	9
图 9：公司历年制冷剂销量	9
图 10：含氟聚合物材料销量	9
图 11：含氟精细化学品销量	10
图 12：基础化工品及其他销量	10
图 13：公司分板块销售均价（万元/吨）	10
图 14：制冷剂历史使用情况	12
图 15：2023 年三代制冷剂消费结构（从左至右分别为 R32、R125、R134a）	13
图 16：国内空调产量及增速（万台）	14
图 17：国内家用冰箱产量及增速（万台）	14
图 18：国内汽车产量及增速（万辆）	15
图 19：R32 价格走势	16

图 20: R125 价格走势	17
图 21: R134a 价格走势	17
图 22: R22 价格走势	18
图 23: 氟化工产业链简图	19
图 24: 中国含氟聚合物各品类市占率情况	20
图 25: 2023 年中国主要含氟分子材料生产情况 (万吨) ...	20
图 26: 我国 PTFE 下游应用占比	21
图 27: 2023 年 PVDF 下游应用结构	22
图 28: 2017-2023 年中国数据中心在用机架数量及预测 (单位: 万架)	23
图 29: 2017-2022 年中国数据中心市场规模 (单位: 亿元)	23
图 30: 我国数据中心能耗构成	23
图 31: 单相 (非相变) 浸没式液冷	24
图 32: 两相 (相变) 浸没式液冷	24
图 33: 2019-2025 年中国液冷数据中心市场规模及预测 (单位: 亿元)	25
图 34: 2019-2025 年中国液冷数据中心基础设施市场规模测算 (单位: 亿元)	25
图 35: 全氟聚醚 (冷却液) 生产简图	25
图 36: 公司 2019-2023 年 HFCs 产销数据 (万吨)	27
图 37: 不同含氟材料价值量对比 (万元/吨)	28
图 38: PE-Band	30
图 39: PB-Band	30

表

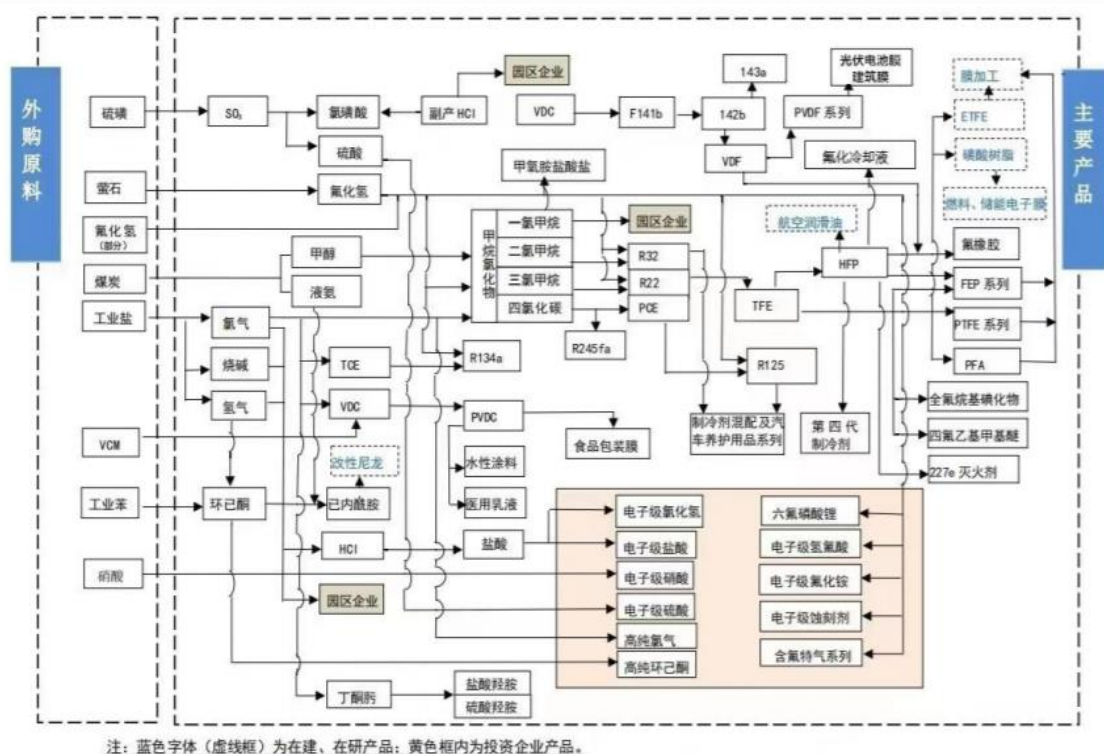
表 1: 含氟制冷剂分类及使用情况	11
表 2: 三代制冷剂削减进程	12
表 3: 消费品补贴政策梳理	16
表 4: 二代制冷剂削减进程	18
表 5: 数据中心各类制冷技术水平及特点	24
表 6: 巨化股份 R22 配额统计 (吨)	26
表 7: 巨化股份三代制冷剂配额统计 (吨)	27

1 氟化工行业龙头，规模和一体化优势凸显

1.1 国内领先的氟化工龙头企业

浙江巨化股份有限公司是国内领先的氟化工、氯碱化工新材料先进制造业基地，主要业务为基本化工原料、食品包装材料、氟化工原料及后续产品的研发、生产与销售。公司拥有氯碱化工、硫酸化工、煤化工、基础氟化工等氟化工必需的产业自我配套体系，并以此为基础，形成了包括基础配套原料、氟制冷剂、有机氟单体、含氟聚合物、含氟精细化学品等在内的完整的氟化工产业链，并涉足石油化工产业。

图 1：巨化股份产业链及主要产品



资料来源：公司年报，上海证券研究所

氟化工业务

公司氟制冷剂处于全球龙头地位，为国内龙头品牌。公司第二代氟制冷剂 R22 生产配额处国内第二位（其中，内用配额处第一位）；第三代氟制冷剂生产配额及主流单品种生产配额处于第一位（占有率远高于其他企业）；公司混配小包装制冷剂市场占有率全球第一位。公司是国内用自有技术实现第四代氟制冷剂产业化生产的企业，拥有两套主流产品生产装置，年产能约 8000 吨，并

投运多年。此外，公司有碳氢制冷剂产能 3.5 万吨，可作为公司现有氟制冷剂产品的有益补充。

公司氟聚合物处于国内较为领先地位。HFP、PTFE、FEP、FKM 产能规模位居行业领先地位。2023 年公司 PVDF 产品销量同比稳定增长，并成功进入锂电头部企业供应链，行业内地位稳步提升。随着公司氟聚合物系列技改项目和新建项目的投产，预计未来公司氟聚合物项目仍将保持快速增长，进一步奠定国内领先地位。

氯碱业务

公司确立以氟化工为核心主业、氟氯联动的战略，氯碱业务由基础氯碱，向氟化工配套及以 PVDC 为主的氯碱新材料转型，三氯乙烯、四氯乙烯、甲烷氯化物、VDC 产能为世界龙头。VDC、PVDC 产业产能规模跃居全球首位，产品逐步向多元化、高端化、终端化拓展，国内市场占有率位居第一，综合竞争力稳居全国前列。

煤化工业务

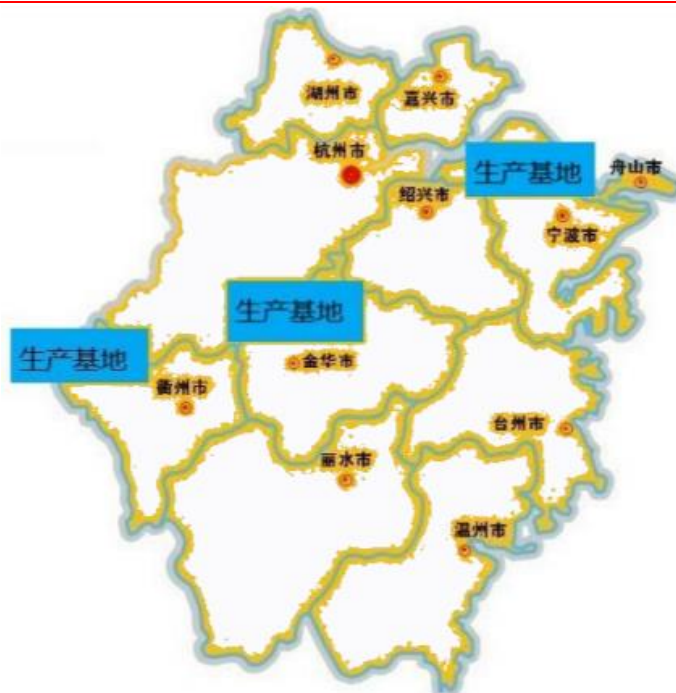
公司煤化工产品主要是液氨、甲醇等，是支撑公司氟化工产业发展不可或缺的基本原材料，现拥有总氨产能 35 万吨/年、甲醇 10 万吨/年、二氧化碳 10 万吨/年、液氨 1.6 万吨/年、35 万吨/年水煤浆处理高浓度污水成套生产装置等。承担为本公司及下属子公司生产提供稳定的甲醇、液氨、工业气体等原材料供应职能。公司是浙江省唯一一家合成氨、甲醇生产企业，公司液氨产品区域市场需求稳定，常态化销售范围已扩大至浙北及沿海等地区，继续保持在浙江市场的话语权，具备一定的品牌影响力。

石化材料业务

公司石化业务现有产能为 10 万吨/年正丙醇、4.5 万吨/年异丙醇、11 万吨/年环己酮、6 万吨/年丁酮肟、15 万吨/年己内酰胺、配套 24 万吨/年硫铵、7.5 万吨/年环氧氯丙烷。在建 15 万吨/年特种聚酯切片新材料项目等。

地处全国萤石富集区域，先天资源优势明显。公司现有三大生产基地，全部位于浙江，其中衢州生产基地是公司主要生产基地。浙江是我国萤石资源富集地区，根据自然资源部矿产资源保护监督司 2023 年 5 月公布的《2022 年全国矿产资源储量统计表》，2022 年浙江省已探明萤石矿储量为 1025.45 万吨（以氟化钙计），位居全国第三；根据衢州市下发的《浙江省衢州市矿产资源规划（2021-2025 年）》，截至 2020 年底，衢州市萤石资源储量 947.92 万吨（以氟化钙计），矿区 21 个。公司具有氟化工发展的良好资源禀赋，公用设施配套完善，产业链完整，这些外部条件为公司的稳定运行和发展提供有力支撑。

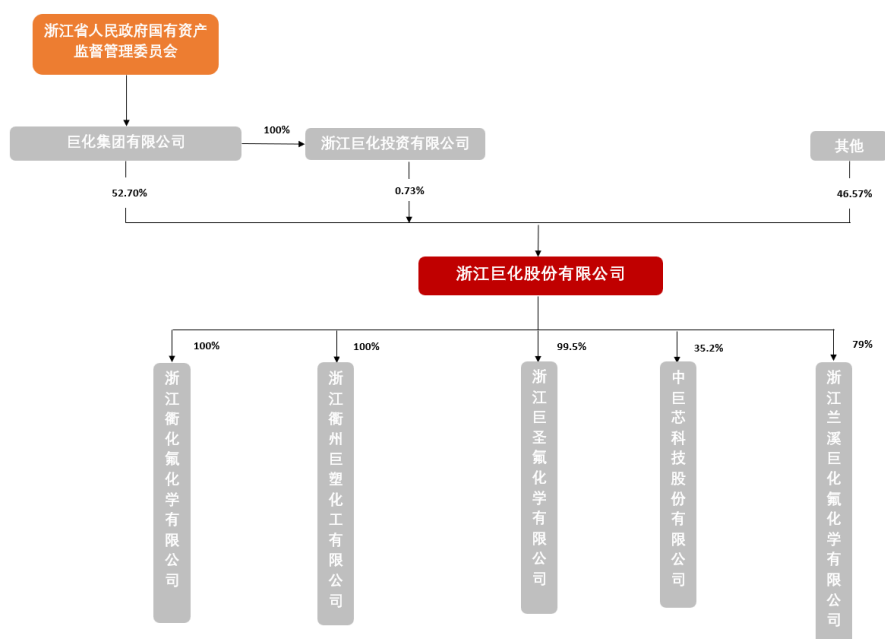
图 2：巨化股份生产基地示意图



资料来源：公司 ESG 报告，上海证券研究所

公司控股股东为巨化集团，实际控制人为浙江国资委，截至 2024 年三季度，巨化集团共持有 53.43% 的公司股份，股权结构稳定。公司控股多个子公司，并通过参股方式，持有中巨芯 35.2% 的股份。

图 3：公司股权结构及部分参控股公司（截至 2024 年 Q3）

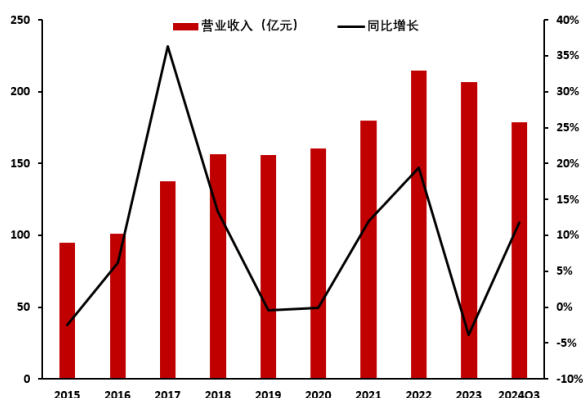


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.2 公司营收逐年提升，盈利水平将得到改善

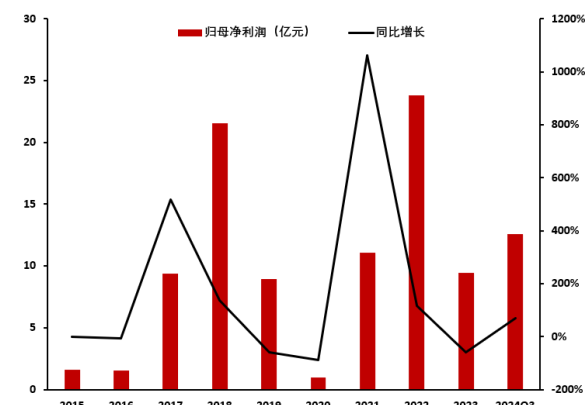
公司 2023 年实现营业收入 206.55 亿元，同比下降 3.88%，归母净利润 9.44 亿元，同比下降 60.37%；2024 年前三季度实现营业收入 179.06 亿元，同比增长 11.83%，归母净利润 12.58 亿元，同比增长 68.40%。2024 年公司经营稳定，盈利水平实现较大提升。

图 4：历年营业收入及同比增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

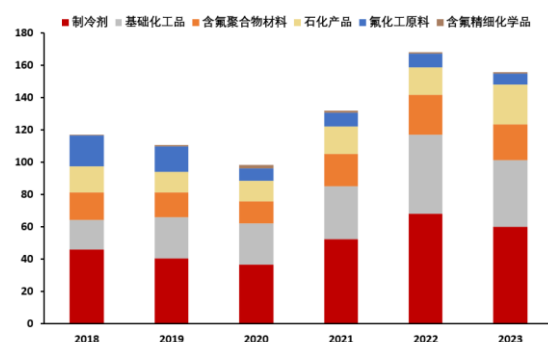
图 5：历年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

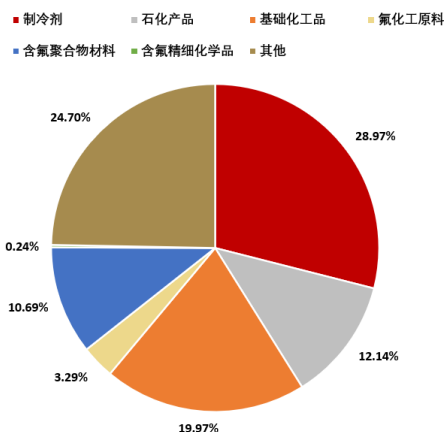
从公司的营收结构来看，制冷剂是公司的主要收入来源，2020-2022 年公司制冷剂收入稳步提升，2023 年小幅下滑，实现营收 59.83 亿元，占比 28.97%。含氟聚合物材料业务增长明显，2023 年实现营收 22.07 亿元，占比 10.69%，我们认为未来随着公司含氟高附加值产品的投产，含氟材料业务营收占比有望进一步提升。

图 6：公司历年营收结构（亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

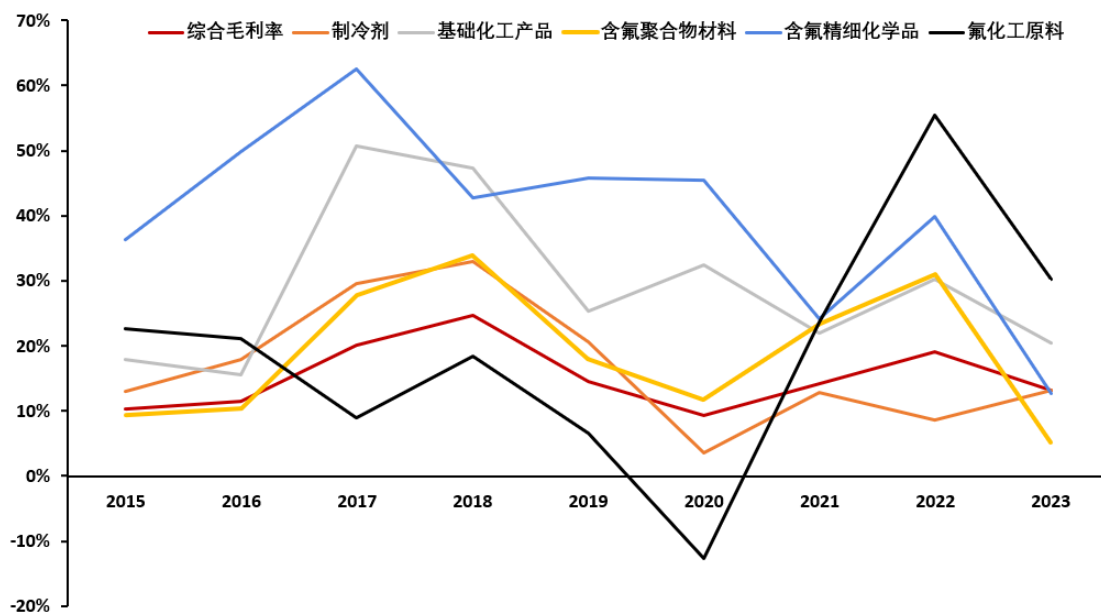
图 7：2023 年业务营收占比



资料来源：Wind，上海证券研究所

公司整体毛利率较为稳定，各细分业务毛利率波动较大，其中含氟精细化学品和基础化工产品业务毛利率水平较高，2022 年均保持在 30% 以上。制冷剂及氟化工原料业务毛利率水平波动较大，2020 年受到下游需求低迷的影响，两项业务的毛利率均出现较大幅度的下滑，分别为 3.62%、-12.65%。我们认为未来随着公司产业链一体化建设的推进，各业务毛利率波动有望趋于平缓。

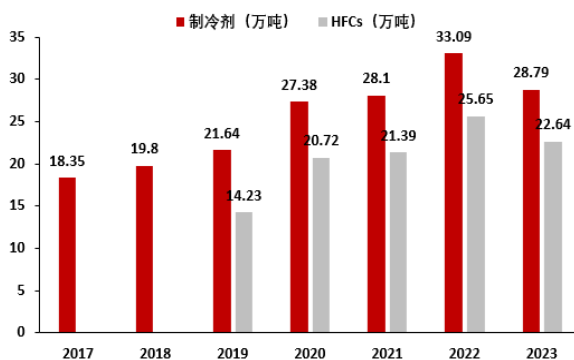
图 8：历年公司主要业务毛利率



资料来源：Wind，上海证券研究所

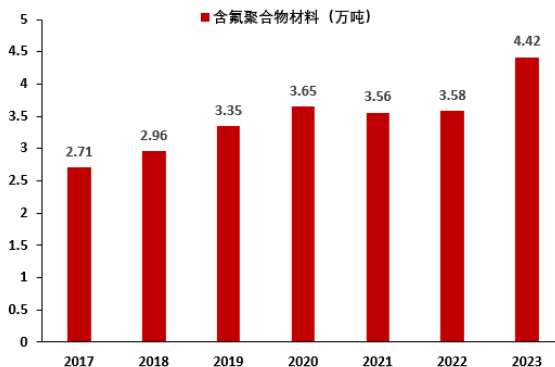
相比于 2017 年，公司主营产品销量有了较大幅度的提升。2020-2022 年公司制冷剂板块量价齐升，2020 年是我国三代制冷剂配额基期的第一年，为争夺未来的生产配额，各企业加大三代制冷剂的销售力度，公司 2020 年制冷剂销售均价为 1.36 万元/吨，相较于 2019 年下降 27.41%，但销量由 21.64 万吨上升至 27.38 万吨，其增量主要由三代制冷剂提供，随着市场供需关系回归理性，公司制冷剂销售均价也回归到往年的正常水平。

图 9：公司历年制冷剂销量



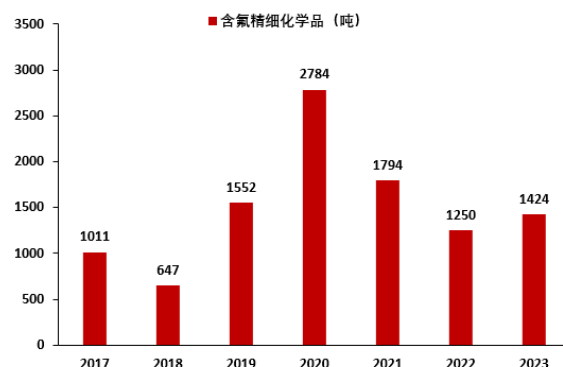
资料来源：公司 2022 年年报，2023 年主要经营数据公告，上海证券研究所

图 10：含氟聚合物材料销量



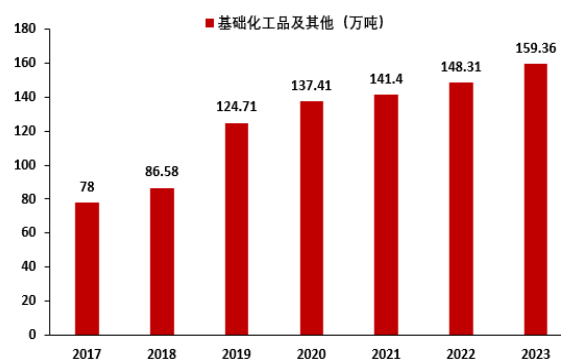
资料来源：公司 2022 年年报，2023 年主要经营数据公告，上海证券研究所

图 11：含氟精细化学品销量



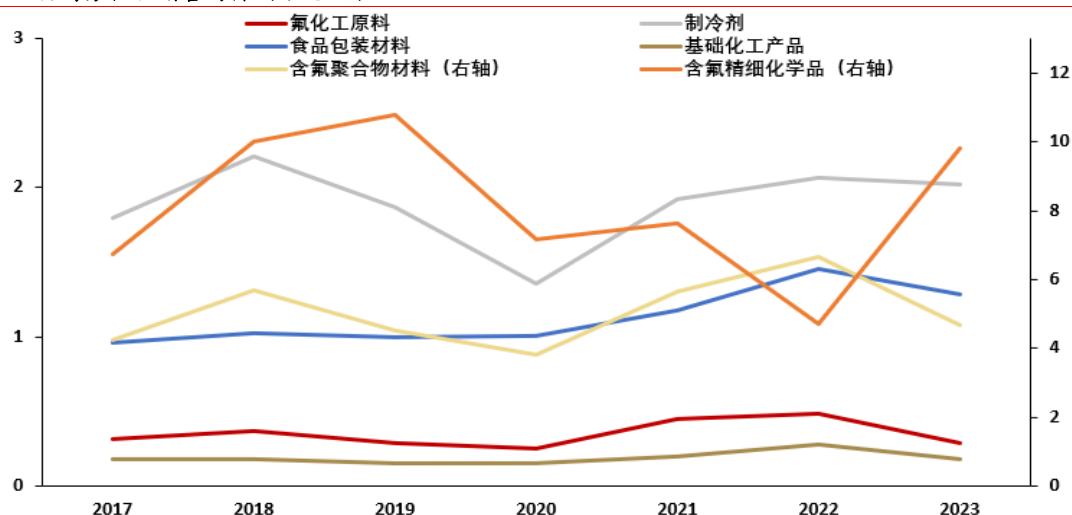
资料来源：公司 2022 年年报，2023 年主要经营数据公告，上海证券研究所

图 12：基础化工品及其他销量



资料来源：公司 2022 年年报，2023 年主要经营数据公告，上海证券研究所

图 13：公司分板块销售均价（万元/吨）



资料来源：公司 2022 年年报，2023 年主要经营数据公告，上海证券研究所

2 三代制冷剂进入配额时代，行业开启上行周期

2.1 环保政策驱动，制冷剂面临更新迭代

制冷剂，又称制冷工质，冷媒、致冷剂、雪种，它是在制冷系统中不断循环并通过其本身的状态变化以实现制冷的工作物质。制冷剂在蒸发器内吸收被冷却介质（水或空气等）的热量而汽化，在冷凝器中将热量传递给周围空气或水而冷凝。氟制冷剂具有良好的热力性能，广泛应用于冰箱、家用空调、汽车空调等消费领域，占据了制冷剂市场的主导地位。根据氟制冷剂的 ODP 值（消耗臭氧潜能值）和 GWP 值（全球升温潜能值）进行环保程度评估，按照使用进程可大致分为四类。

表 1：含氟制冷剂分类及使用情况

产品代系	产品分类	代表产品	ODP	GWP	使用情况
第一代	氯氟烃类 (CFCs)	R11	1	4660	破坏臭氧层，全球范围已淘汰并禁产。
		R12	0.73	10800	
		R113	0.81	5820	
第二代	氢氯氟烃 (HCFCs)	R22	0.034	1760	ODP 值较 CFCs 更低，发达国家已经基本淘汰，我国实行配额制度，逐渐减产。
		R123	0.01	79	
		R142b	0.057	1980	
第三代	氢氟烃 (HFCs)	R32	0	677	ODP 值为 0，对臭氧层无破坏，在发展中国家逐步替代 HCFCs 产品，但 GWP 值较高，目前欧盟等发达国家已开始削减用量。
		R125	0	3170	
		R134a	0	1300	
		R152a	0	138	
第四代	氢氟烯烃 (HFOs)	R1234yf	0	<1	ODP 值为 0，GWP 值低，较为环保，因价格高及专利保护尚未规模化使用，目前主要在发达国家使用，并逐步向全球推广
		R1234ze	0	<1	

资料来源：永和股份 2022 年年报，建环视界，上海证券研究所

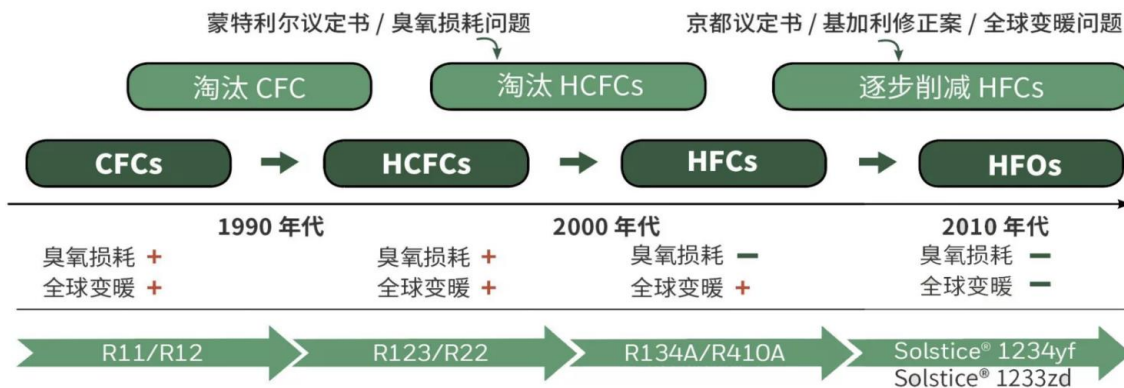
指标基准：以 R11 的 ODP 值为 1 个单位，二氧化碳的 GWP 为 1 个单位

第三代氟制冷剂为 HFCs（氢氟烃）类，主要品种为 HFC-134a、HFC-125、HFC-32 等以及混配制冷剂（如以 HFC-125 和 HFC-32 按 1:1 混配的 R410A）。HFCs 的 ODP 值为零，对臭氧层没有破坏作用，并具有性能优异、替代技术成熟的优点。但 HFCs 是一种温室气体，已被《京都议定书》列为需要控制的六种温室气体之一。尽管 HFCs 目前在全球温室气体中的总量只占 2% 左右，但由于一些 HFCs 具有较高的 GWP 值，随着 CFCs、HCFCs 等

请务必阅读尾页重要声明

ODS 的淘汰，全球 HFCs 的消费呈快速增长，HFCs 的排放不断增加将对全球变暖带来较大的隐患，已引起了国际社会的高度关注。目前欧盟、美国等国家和地区已出台了控制含氟温室气体的法规和措施，包括对特定用途的特定高 GWP 值 HFCs 实施淘汰或减排规定。

图 14：制冷剂历史使用情况



资料来源：Honeywell 官网，上海证券研究所

2.2 三代制冷剂生产使用进入配额时代

《基加利修正案》于 2016 年 10 月 15 日在卢旺达基加利通过，将氢氟碳化物（HFCs）纳入《蒙特利尔议定书》的管控范围。2021 年 6 月 17 日，中国常驻联合国代表团向联合国秘书长交存了中国政府接受《〈关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书〉基加利修正案》的接受书。该修正案将于 2021 年 9 月 15 日对我国生效（暂不适用于中国香港特别行政区）。按照议定书要求，2025 年 HCFCs 受控用途生产量和使用量分别淘汰基线值（2009-2010 年我国 HCFCs 受控用途的年平均生产量和使用量，以消耗臭氧潜能值为单位计算）的 67.5%和 73.2%。2030 年淘汰基线水平的 97.5%，保留的 2.5%用于满足维修等用途的需求。对于氢氟碳化物(HFCs)，中国需要在 2024 年将氢氟碳化物的生产和使用冻结在基线水平（即 2020 年-2022 年氢氟碳化物年均值加上含氢氟氯烃基线水平的 65%），2029 年削减基线的 10%，2035 年削减 30%，2040 年削减 50%，2045 年削减 80%。

表 2：三代制冷剂削减进程

进度	大部分发达国家	俄罗斯等五个国家	大部分发展中国家 (含中国)	印度等十个国家
基线值	2011-2013 年 HFCs 平均值+HCFCs 基 线值的 15%	2011-2013 年 HFCs 平均值+HCFCs 基 线值的 25%	2020-2022 年 HFCs 平均值+HCFCs 基 线值的 65%	2024-2026 年 HFCs 平均值+HCFCs 基 线值的 65%
冻结	-	-	2024 年	2028 年

削减进度	2019 年削减 10%	2020 年削减 5%	2029 年削减 10%	2032 年削减 10%
	2024 年削减 40%	2025 年削减 35%	2035 年削减 30%	2037 年削减 20%
	2029 年削减 70%	2029 年削减 70%	2040 年削减 50%	2042 年削减 30%
	2034 年削减 80%	2034 年削减 80%	2045 年削减 80%	2047 年削减 85%
	2036 年削减 85%	2036 年削减 85%	-	-

资料来源：永和股份年报，上海证券研究所

除《基加利修正案》规定的削减进程之外，欧美等一些国家在本国颁布相关法案加速削减 HFCs 类制冷剂。

欧盟的含氟气体法案：2030 年 HFCs 配额削减 79%。2017 年生效的新的汽车空调指令，要求欧盟市场上的新车车用制冷剂 GWP 小于 150。N1 级（车重大于 1.3 吨）不受此法规影响。2018 年 1 月 1 日起欧盟规定禁止在气雾剂中使用 GWP 值大于 150 的 HFCs。

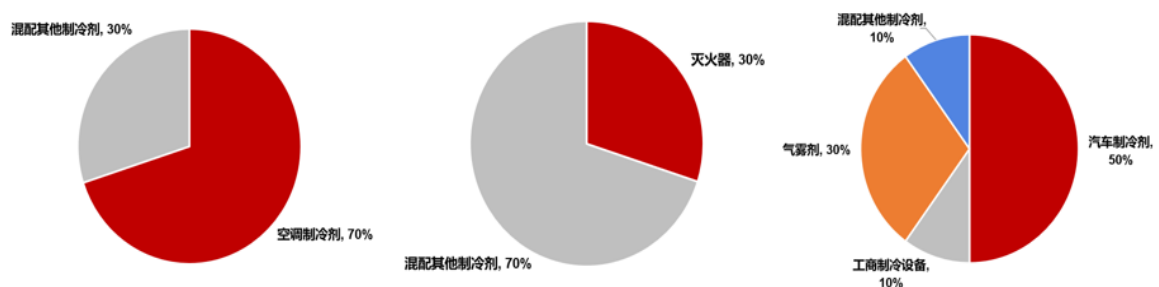
美国环保署关于含氟气体的最终法案：2024 年禁止将 R134a/R410a 用于冷水机，2021 年 1 月/2023 年 1 月起禁止将 R404A/407 用作制冷剂。批准使用具有低全球变暖潜值的 HFO-1234yf 制冷剂替代 R134a 制冷剂，R134a 已经于 2017 年禁止在新型乘用车和轻型卡车汽车空调系统中使用。

日本含氟气体修正案：2018 年起，禁止高 GWP 值制冷剂应用。

2.3 制冷剂需求稳定，价格进入上行通道

目前国内制冷剂下游三大主要应用领域是空调、冰箱、汽车。其中 R32 主要用于空调制冷，消费量占比为 70%，其次是混配制冷剂占比 30%；R125 主要用于混配制冷剂，占总消费量的 70%；而 R134a 是当前主流的汽车用制冷剂之一。

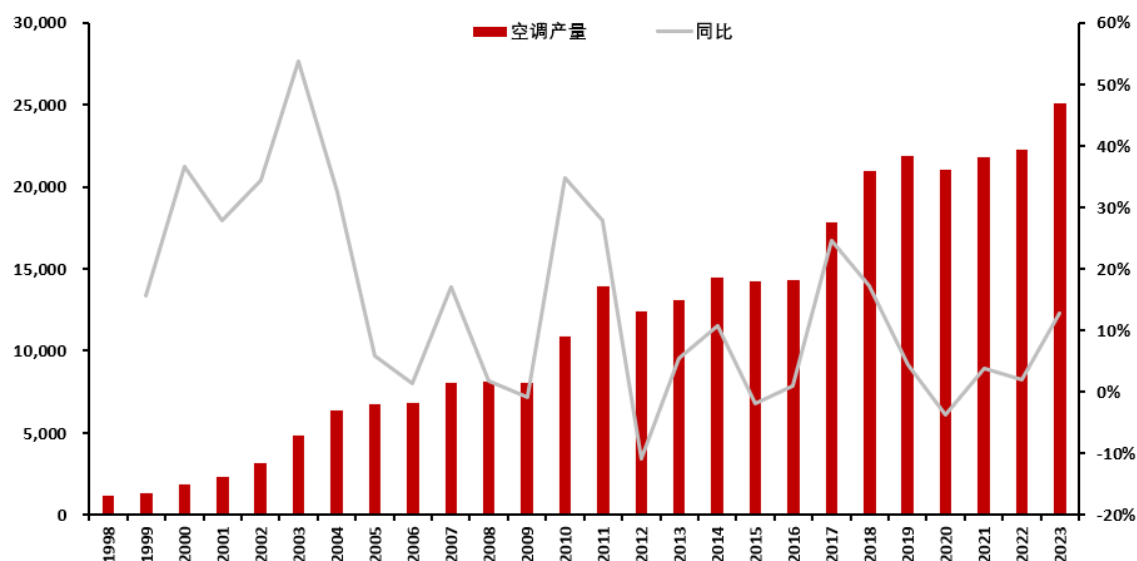
图 15：2023 年三代制冷剂消费结构（从左至右分别为 R32、R125、R134a）



资料来源：百川盈孚，上海证券研究所

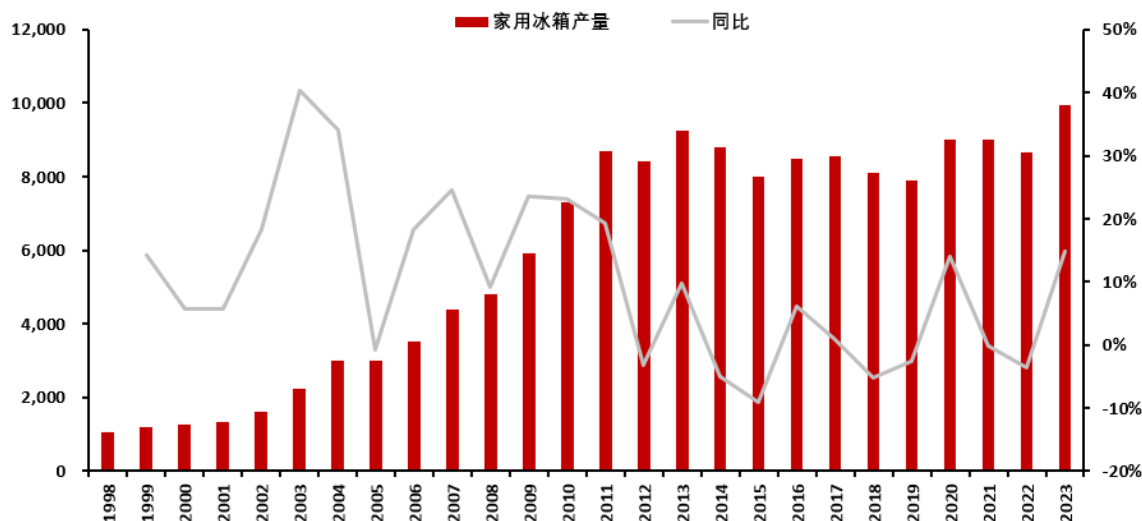
根据中商情报网数据统计，空调是我国制冷剂行业下游应用市场占比最大的领域，占比 78% 的市场份额。根据国家统计局数据显示，2023 年中国空调产量为 25088.67 万台，较上年增长 12.77%，2023 年中国家用冰箱产量 9942.25 万台，同比增长 14.75%。虽然我国空调及冰箱行业已经过了需求快速扩张的阶段，但现存保有量市场规模庞大，制冷设备经过长时间使用之后，可能会出现制冷剂不足从而影响制冷效果的情况，需要对设备制冷系统进行更换或者对制冷剂进行补充。我们认为，未来制冷设备维修市场将贡献额外需求增量。

图 16：国内空调产量及增速（万台）



资料来源：Wind，国家统计局，上海证券研究所

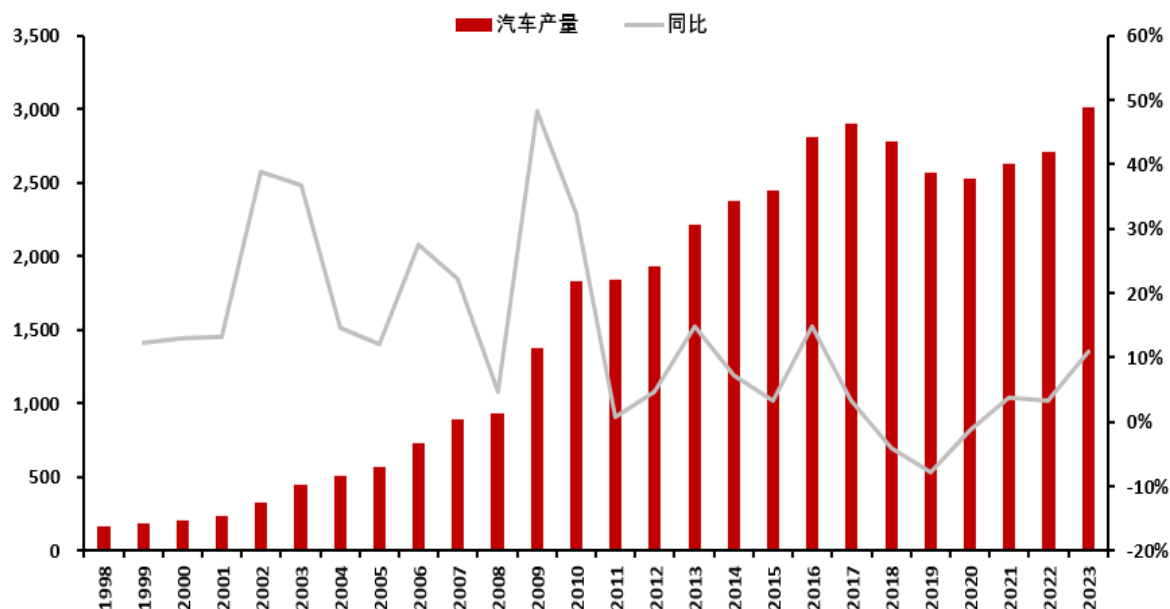
图 17：国内家用冰箱产量及增速（万台）



资料来源：Wind，国家统计局，上海证券研究所

受益于新能源车产销增长等带动，我国 2022 年汽车产量同比增长 3.57%至 2747 万辆，2023 产量为 3011 万辆，同比增长 9.30%。考虑新能源车产销带动等因素，预计未来 2-3 年国内汽车产量亦有望维持增长态势，未来汽车用制冷剂需求有望持续增长。

图 18: 国内汽车产量及增速 (万辆)



资料来源: Wind, 国家统计局, 上海证券研究所

根据产业在线最新发布的排产报告: 2025 年 3 月家用空调内销排产 1376 万台, 较去年同期内销实绩增长 11.4%; 4 月内销排产 1387 万台, 同比增长 12.8%; 5 月内销排产 1457 万台, 同比增长 17.0%。家用空调内销生产在三月份逐渐起量, 预计国补的推动作用将在旺季发挥成效。出口排产方面, 2025 年 3 月家用空调出口排产 1100 万台, 较去年同期出口实绩增长 9.2%; 4 月出口排产 1040 万台, 同比增长 5.7%; 5 月出口排产 973 万台, 同比增长 7.2%。海外较低空调渗透率的地区在全球变暖和经济复苏的催化下, 需求增长明显, 给予了市场更多的增长空间; 对于 2025 年, 出口仍然将是推动大盘增长的重要因素。

2024 年, 我国实施大规模的消费品以旧换新政策, 分别对汽车、家电等消费品进行补贴, 国内家用空调的更新需求在国补刺激下得到较大激发, 从 8 月份开始空调排产显著回暖, 对库存消化、产品结构改善都带来了积极影响。2025 年 1 月, 发改委联合财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》, 在 2024 年已发布政策的基础上, 进一步加力

扩围，我们认为在国补的带动下，2025 年上半年的出货空间依旧有增长空间。

表 3：消费品补贴政策梳理

时间	政策	核心举措
2023 年 6 月	新能源汽车购置税减免	对购置日期在 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的新能源汽车免征车辆购置税；购置日期在 2026 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日期间的新能源汽车减半征收车辆购置税。
2024 年 3 月	大规模设备更新和消费品以旧换新	开展汽车、家电、家装等消费品以旧换新，给予消费者优惠或补贴。
2024 年 8 月	进一步做好家电以旧换新	对冰箱、洗衣机、空调等 8 类符合规定的家电产品给予 15%-20% 的补贴。
2025 年 1 月	加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新	享受以旧换新补贴的家电产品，由原来的 8 类增加到 12 类，单件最高可享受销售价格 20% 的补贴。扩大汽车报废更新支持范围、完善汽车置换更新补贴标准。

资料来源：中国政府官网，上海证券研究所

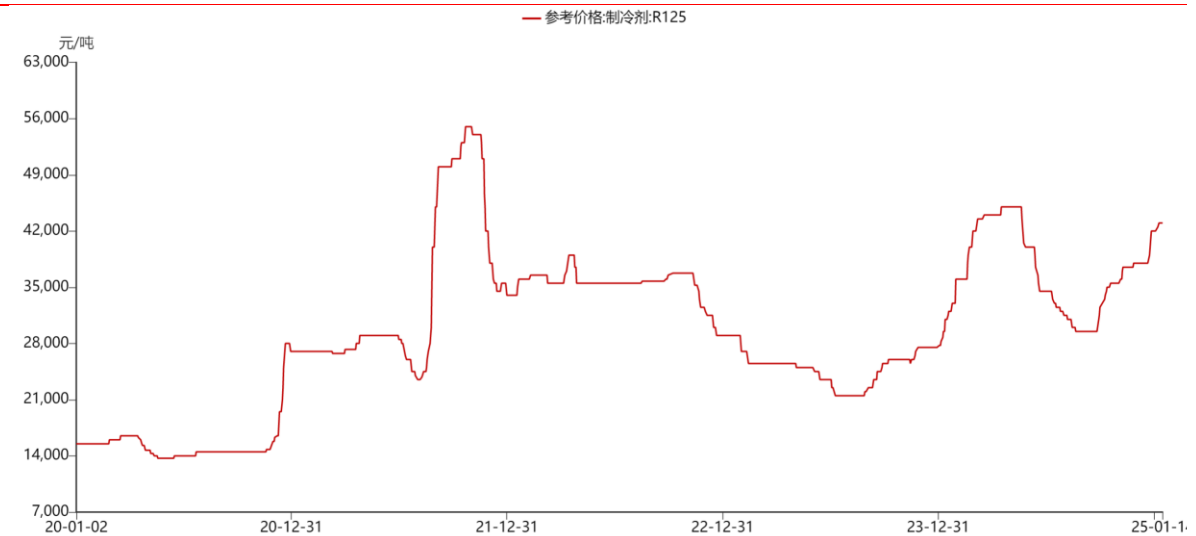
2.4 配额时代已至，三代制冷剂价格稳步上行

在经历过 2018 年的景气高点之后，下游需求减弱，同时 2020 年开始受制冷剂企业争夺配额影响，产能大幅扩张，但下游因疫情影响需求较弱，导致制冷剂行业景气度呈下行走势，其中三种主要的制冷剂产品 R32、R125、R134a 的价格及价差均出现不同幅度的下跌。随着 2020-2022 三年配额基线年已过，产品价格回归理性，并随需求、成本变化波动。2024 年是三代制冷剂实施配额管理的第一年，以 R32、R134a 为代表的三代制冷剂自 24 年年初开始，价格中枢显著抬升。

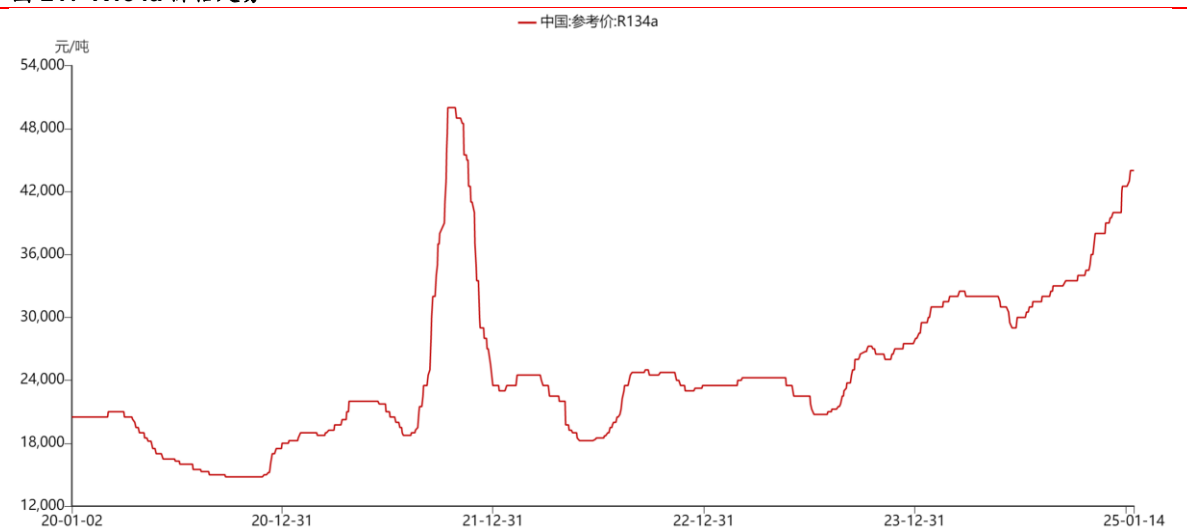
图 19：R32 价格走势



资料来源：Wind，百川盈孚，上海证券研究所

图 20: R125 价格走势


资料来源: Wind, 百川盈孚, 上海证券研究所

图 21: R134a 价格走势


资料来源: Wind, 百川盈孚, 上海证券研究所

我国自 1991 年加入《蒙特利尔议定书》之后，积极参与 ODS（消耗臭氧层物质）的淘汰，二代制冷剂（HCFCs）为消耗臭氧层物质，我国于 2013 年正式对 HCFCs 的生产与消费冻结，实行配额管理，自 2015 年开始实施削减。其中 R22(HCFC-22)为第二代主流制冷剂，主要用于工商业、家庭空调系统及冰箱等设备制冷系统，由于其增量市场被 HFCs 所替代，HCFCs 制冷剂目前主要面向配套制冷设备的售后维修等存量市场，市场需求相对稳定。

其价格自 2017 年初的 1 万元/吨上涨至 25 年初的 3.3 万元/吨，涨幅超过 200%；由此对比，我们认为三代制冷剂价格还有相当大

的上涨空间。此外，由于二代制冷剂目前还在持续削减当中，作为其替代品的三代制冷剂，其价格上涨节奏会更快。

表 4：二代制冷剂削减进程

发达国家		发展中国家	
基准数量	1989 年氟氯烃平均生产量 + 1989 年氟氯化碳生产量和 1989 年氟氯烃消费量的 2.8% + 1989 年氟氯化碳消费量的 2.8%。	基准数量	2009-2010 年的平均数。
冻结水平	于 2004 年 1 月 1 日始，冻结在基准生产量水平上。	冻结水平	2013 年 1 月 1 日
削减 75%	2010 年 1 月 1 日	削减 10%	2015 年 1 月 1 日
削减 90%	2015 年 1 月 1 日	削减 35%	2020 年 1 月 1 日
削减 99.5%	2020 年 1 月 1 日，其后生产仅限于对上述日期仍存在冷冻和空调设备的维修。	削减 67.5%	2025 年 1 月 1 日
-	-	削减 97.5%	2030 年 1 月 1 日，其后生产仅限于上述日期仍存在的冷冻和空调设备的维修。

资料来源：永和股份招股说明书，上海证券研究所

图 22：R22 价格走势



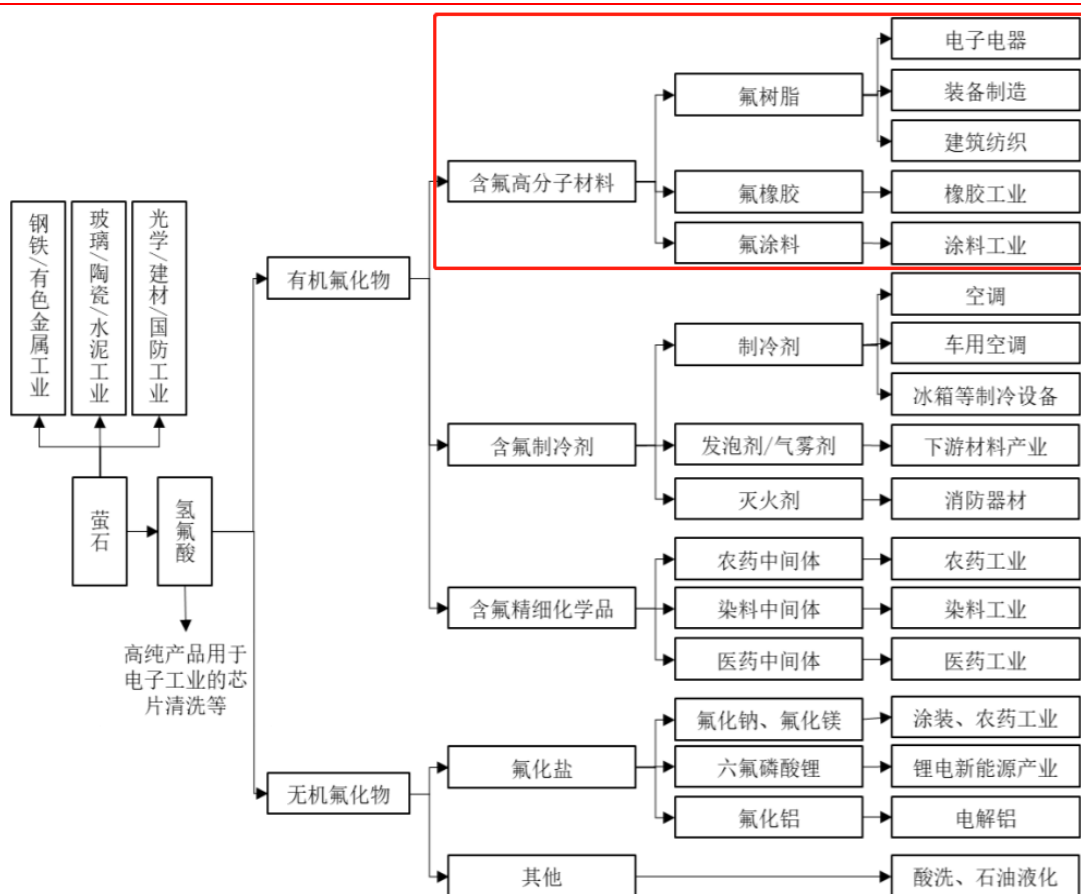
资料来源：Wind，百川盈孚，上海证券研究所

3 含氟新材料应用广泛，下游需求未来可期

3.1 含氟新材料种类众多，下游应用领域广泛。

含氟化学品和含氟新材料在世界上使用的已有几千个品种，含氟新材料主要是指有机高分子化合物主链、侧链中与碳原子直接共价链相连的氢原子被氟原子全部或者部分取代后形成的高分子聚合物。由于氟原子具有较低的极化率、最强的负电性（4.0），较小的范德瓦耳半径（1.32Å(O)）和含C-F基团的新材料具有的优异的耐高温、耐强化学腐蚀、耐久性、耐候性、耐溶剂性、耐各种酸碱的不活泼性、低可燃性、低磨擦性、低电容、低表面能（既不亲油也不亲水）、低吸湿性、超强耐氧化性、附着力强等优异特性，使氟化工产品和含氟新材料在国防、航空、航天、航海、汽车、化工、石油、核能、环保、通信、电力、电器等装备制造，仪器仪表、电子信息、纺织、机械、医药、涂料、光纤、光伏、核材料、特种橡胶、制冷剂制造和高科技农业等产业领域具有日益重要的新用途。

图 23：氟化工产业链简图

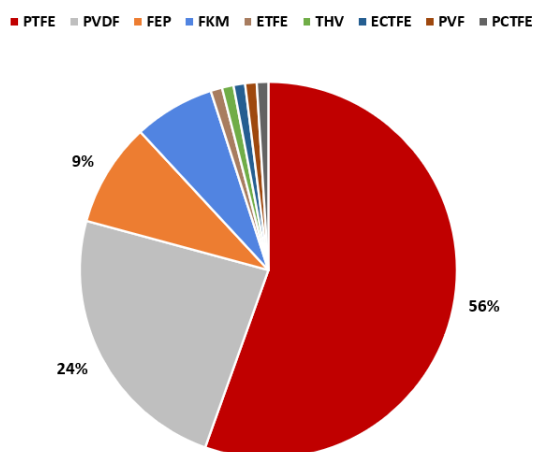


资料来源：永和股份招股说明书，上海证券研究所

目前市场上主要的含氟高分子材料有：聚四氟乙烯（PTFE）、聚偏氟乙烯（PVDF）、四氟乙烯/六氟丙烯共聚物（FEP）、四氟乙烯-全氟烷基乙烯基醚共聚物（PFA）、聚三氟氯乙烯（PCTFE）、聚氟乙烯（PVF）、乙烯-三氟氯乙烯共聚物（ECTFE）、乙烯-四氟乙烯共聚物（ETFE）、四氟乙烯-六氟乙烯-偏氟乙烯共聚物（THV）和四氟乙烯-六氟丙烯-三氟氯乙烯共聚物（TFB）等。

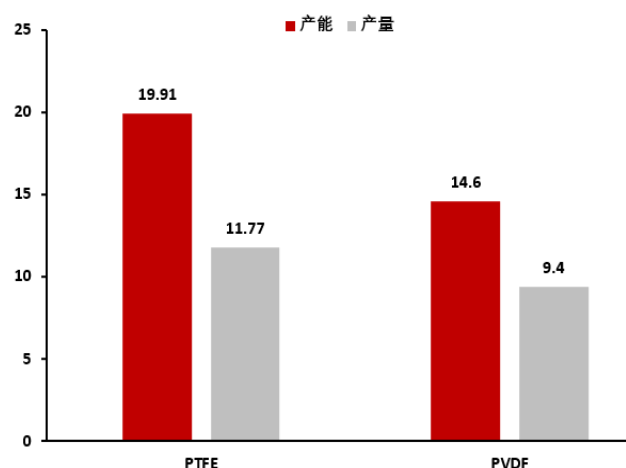
从国内市场结构来看，PTFE 为含氟聚合物各品类中最大市场，市占率达到 56%，其次是 PVDF，市占率为 24%。根据百川盈孚数据，2023 年 PTFE 总产能达到 19.91 万吨，产量 11.77 万吨；PVDF 总产能 14.6 万吨，产量 9.40 万吨。

图 24：中国含氟聚合物各品类市占率情况



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

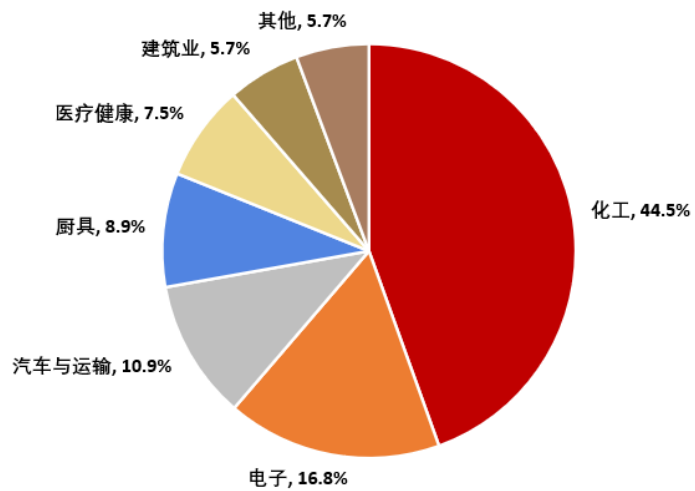
图 25：2023 年中国主要含氟分子材料生产情况（万吨）



资料来源：百川盈孚，上海证券研究所

PTFE：市场规模最大的含氟聚合物，应用场景多样。聚四氟乙烯（PTFE）是四氟乙烯（TFE）的聚合物，是一种重要的有机氟材料，具有“塑料王”之称。其分子主链由 C—C 键构成，所有的侧键都为 C—F 键，在已知的高分子键中，C—F 键是最牢固的键之一；同时，PTFE 分子是完全对称的无支链的线性高分子，分子无极性。PTFE 独特的结构决定了其具有各种优异的性能：高度的化学稳定性，不溶于任何酸、碱和有机溶剂；极强的耐高低温性能，在 -180~250℃可长期使用；良好的电绝缘性和抗老化能力；高润滑不粘性；抗辐射性等。聚四氟乙烯制品是由 PTFE 树脂经成型加工的方式制成的各种材料，其保持了 PTFE 的各种优异性能，被广泛应用于国防、航空航天、石油化工、电子、机械和医疗等领域，其中化工行业占比 44.5%、其次是电子领域，占比 16.8%。

图 26：我国 PTFE 下游应用占比



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

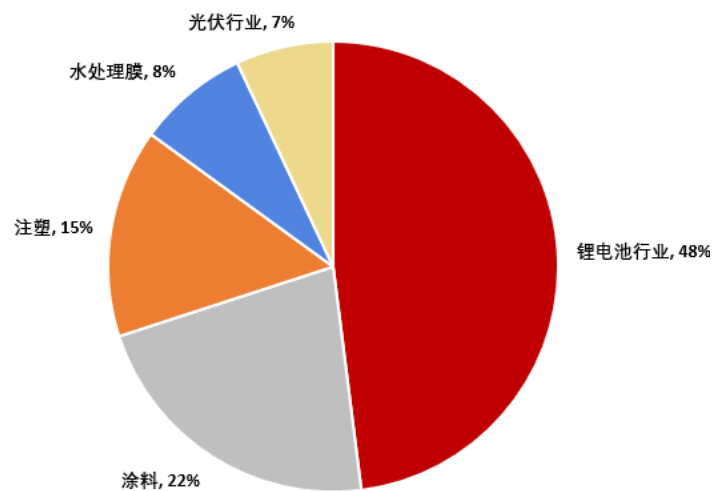
随着 5G 通信技术的大范围普及和不断发展，相应高频低介电材料的需求也日益增长。氟材料绝缘性优异，不易被高频电波干扰，含氟聚合物在高频条件下具有良好的低介电性能、低损耗因子，能够为数据中心、信号发射塔及个人电子设备提供超高频和高速性能。

据中国联通预计，5G 建站密度将至少达到 4G 的 1.5 倍，预计建设我国 5G 宏基站数量将达 600 万个，全球 5G 基站数量将超过 800 万个。PCB 板是 5G 基站重要的组成部件，在介电特性和信号传输速度方面具有不可替代性；PCB 板在生产过程中会用到特殊树脂，对于基站 PCB 而言，最为重要的指标是介电特性、信号传输速度和耐热性，而 PTFE 是目前为止发现的介电性能最好的有机材料，优异的介电性能有利于信号完整快速的传输，从此角度而言，PTFE 是 5G 时代基站 PCB 绝佳的树脂材料。随着 5G 网络逐渐走向商用化，汽车电子、移动通信、智能家居、军用电子、航空行业等行业均会采用 PTFE 材料；因此我们认为 PTFE 材料行业的市场规模有望迎来快速增长。

PVDF：市场需求广阔，应用领域广泛。PVDF（聚偏氟乙烯）是偏氟乙烯聚合物或者偏氟乙烯与其他少量含氟乙烯基单体的共聚物，它兼具氟树脂和通用树脂的特性，除具有良好的耐化学腐蚀性、耐高温性、耐氧化性、耐候性、耐射线辐射性能外，还具有压电性、介电性、热电性等特殊性能，是含氟塑料中产量名列第二位的品种。采用不同的成型加工方法，可以将 PVDF 制成涂料、黏结剂、隔膜、薄膜、滤膜、管道和配件等，广泛应用于耐候涂层、化工防腐、锂电正极材料、锂电隔膜、水处理、生物检

测、电子电气、建筑、军工等领域，是工业上不可缺少的特种工程塑料。

图 27：2023 年 PVDF 下游应用结构

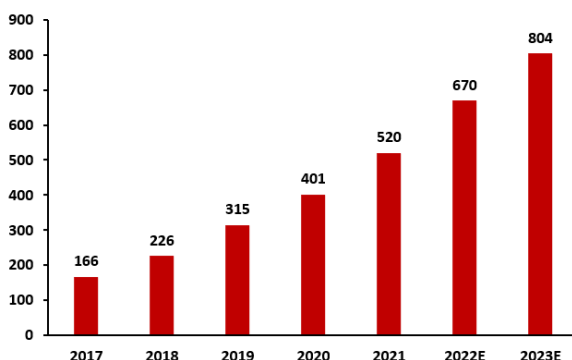


资料来源：百川盈孚，上海证券研究所

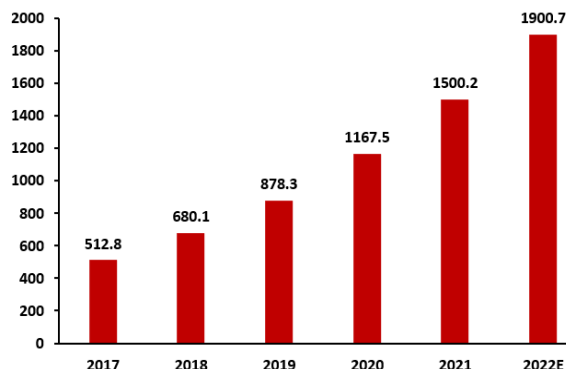
3.2 含氟冷却液：大数据中心建设如火如荼，浸没式液冷增量可期

近年来，我国数字经济快速发展，数据规模呈爆发式增长，数据中心作为存储和计算数据的重要基础设施，在促进经济社会发展中所发挥的作用越发凸显。“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要明确提出，加快构建全国一体化大数据中心体系，强化算力统筹智能调度，建设若干国家枢纽节点和大数据中心集群，建设 E 级和 10E 级超级计算中心。

从产业规模上来看，数据中心的产业规模快速增长。根据中国信通院的数据显示，2021 年，中国数据中心在用机架数量达到 520 万架，较 2020 年增加超过 100 万架。《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023 年）》指出，到 2023 年底，全国数据中心机架规模年均增速保持在 20% 左右，预计到 2023 年，中国数据中心在用数量将超过 800 万架。根据中国信通院数据显示，2021 年中国数据中心市场规模超过 1500 亿元，2022 年中国数据中心市场规模到将突破 1900 亿元人民币，呈现较快的增长趋势。

图 28：2017-2023 年中国数据中心在用机架数量及预测（单位：万架）


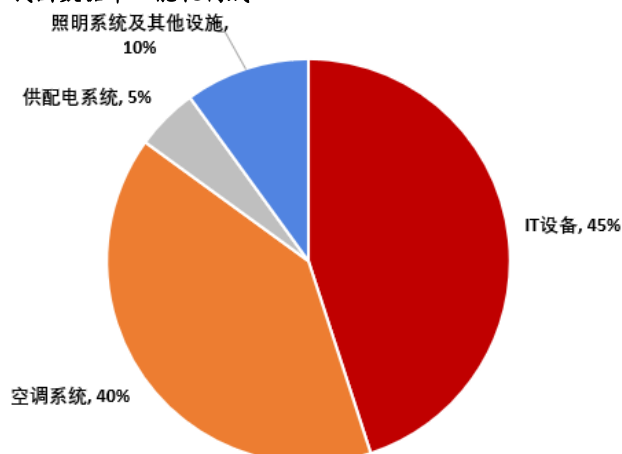
资料来源：曙光数创招股说明书，中国信通院《数据中心白皮书(2022 年)》、《新型数据中心发展三年行动计划(2021-2023 年)》，上海证券研究所

图 29：2017-2022 年中国数据中心市场规模（单位：亿元）


资料来源：中国信通院《数据中心白皮书(2022 年)》，上海证券研究所

从能源消耗方面来看，数据中心作为海量数据的主要存储与运算处理实体，其规模不断扩大，能耗问题成为关键问题，为此我国开展绿色数据中心建设工作，致力于推动数据中心绿色发展。近年来，我国数据中心绿色发展进程日益加快，数据中心的能效水平不断提高，电源使用效率（Power Usage Effectiveness，PUE）持续降低。

根据工信部《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023 年）》的文件，到 2023 年底，新建大型及以上数据中心 PUE 降低到 1.3 以下，我国绿色数据中心发展政策也指出，将计划降低数据中心能耗总体水平。在数据中心能耗占比中制冷系统的能耗占比为 30-40%，是总能耗中占比最高的数据中心基础设施模块，因此改进数据中心制冷等基础设施技术，提高制冷效率，减少制冷系统的能耗水平，成为未来发展方向。

图 30：我国数据中心能耗构成


资料来源：立鼎产业研究院，中国数据中心节能委员会，上海证券研究所

由于数据中心的 IT 设备的核心器件为半导体器件，IT 设备运行将会持续发热，主要的核心器件有计算芯片 CPU，处理芯片总

请务必阅读尾页重要声明

线、内存、I/O 等，因此需要制冷系统进行散热制冷以保证数据中心内部环境的稳定，实现数据中心正常运行。液冷是一种以液体作为冷媒，利用液体流动将数据中心 IT 设备的内部元器件产生的热量传递到设备外，使 IT 设备的发热部件得到冷却，以保证 IT 设备在安全温度范围内运行的冷却方式。通过对比现有的数据中心制冷技术，液冷技术相较于风冷存在明显的优势，更加节能、节地，成本更低，液冷数据中心运行更加稳定，其中浸没式液冷技术优势更加明显，是未来数据中心基础设施冷却系统的发展方向。

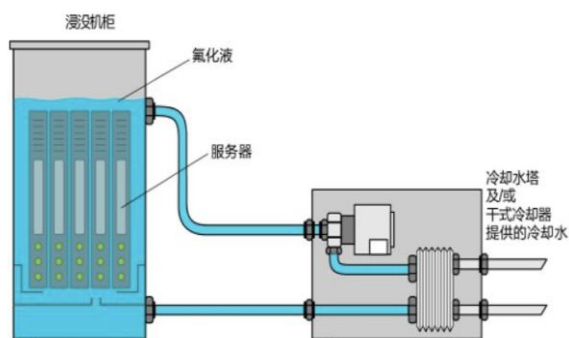
表 5：数据中心各类制冷技术水平及特点

对比维度	对比指标	风冷	冷板式液冷	浸没式液冷
	PUE（平均）	1.6	1.3 以下	1.2 以下
节能性	数据中心总能耗单节点均摊	1	0.67	0.58
成本	数据中心总成本单节点均摊（量产后）	1	0.96	0.74
节地	功率密度（KW/机柜）	10	40	200
	主机房占地面积	1	1/4	1/20
CPU 可靠性	核温（℃）	85	65	65
机房环境	温度、湿度、洁净度、腐蚀性气体（硫化物、盐雾）	要求高	要求高	要求低

资料来源：曙光数创招股说明书，中国电子技术标准化研究院《绿色数据中心白皮书 2019》，上海证券研究所

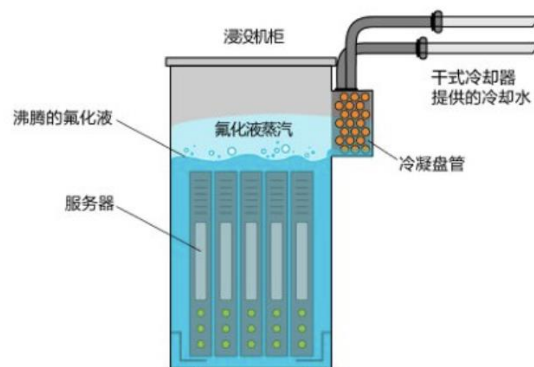
可以看出，浸没式液冷在 PUE、功率密度、环境要求等方面存在较为明显的优势，符合我国大功率、高算力的发展趋势。浸没式液冷可再分为相变浸没式液冷和非相变浸没式液冷。

图 31：单相（非相变）浸没式液冷



资料来源：3M 公司官网，上海证券研究所

图 32：两相（相变）浸没式液冷

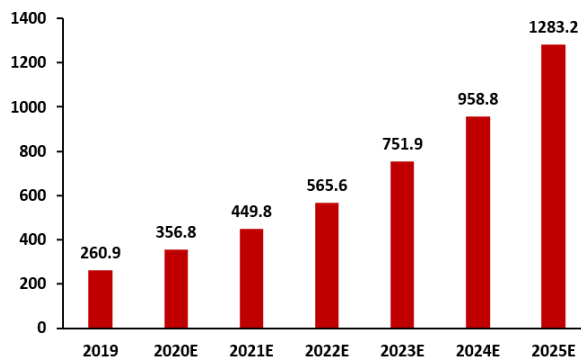


资料来源：3M 公司官网，上海证券研究所

近年来，液冷数据中心及液冷数据中心基础设施发展迅速，华为、浪潮、联想、阿里等大数据服务商也在不断推动液冷中心基础设施商业化的进程，2016 年至今液冷数据中心及其基础设施

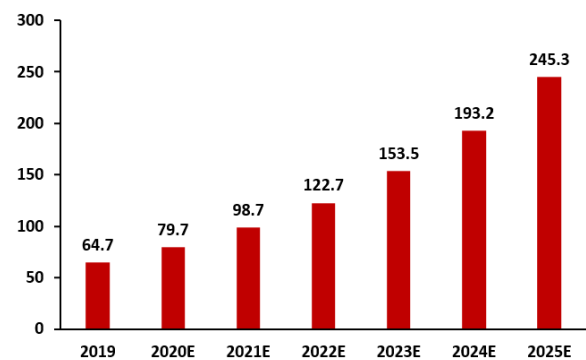
逐步大规模商业应用。跟据赛迪顾问数据，2019 年我国液冷数据中心市场规模为 260.9 亿元，预计 2025 年可达到 1283.2 亿元以上；根据曙光数创招股说明书测算，2019 年中国液冷数据中心基础设施市场规模为 64.7 亿元，预计 2025 年可达到 245 亿元以上。

图 33：2019-2025 年中国液冷数据中心市场规模及预测（单位：亿元）



资料来源：赛迪顾问，曙光数创招股说明书，上海证券研究所

图 34：2019-2025 年中国液冷数据中心基础设施市场规模测算（单位：亿元）



资料来源：曙光数创招股说明书，赛迪顾问，中国信通院，上海证券研究所

对于液冷技术而言，选择合适、高效的冷却介质对于系统的运行至关重要。氟化液具有非常高的介电强度和优异的材料相容性，长时间使用后的黏度、击穿电压等物性常数均保持稳定，适合企业长期使用，是液冷系统介质的理想选择。

巨化股份目前已开发出系列电子氟化液产品包括氢氟醚 D 系列产品和全氟聚醚 JHT 系列产品，公司在建 5kt/a 巨芯冷却液项目一期 1000t/a 目前已经运营投产，未来项目产能陆续释放有望为公司贡献持续的业绩增量。

图 35：全氟聚醚（冷却液）生产简图



资料来源：巨化股份 2021 年年报，上海证券研究所

4 制冷剂产销量遥遥领先，氟化工行业龙头地位

稳固

4.1 二、三代制冷剂产能位居行业前列，配额管理下优势

尽显

公司是国内唯一拥有一至四代含氟制冷剂系列产品的企业。其中 CFCs 类氟制冷剂因严重破坏臭氧层已被淘汰；HCFCs 方面，根据公司 2023 年年报披露数据，2024 年生产配额合计 47467 吨，占全国生产配额的 22%，内用生产配额 35005 吨，占全国内用生产配额的 27%；HFCs 方面，第三代氟制冷剂生产配额及主流单品种生产配额处于第一位（占有率远高于其他企业）；巨化股份利用自有技术实现第四代氟制冷剂产业化生产，拥有两套主流产品生产装置，年产能约 8000 吨，并投运多年。此外，公司有碳氢制冷剂产能 3.5 万吨，可作为公司现有氟制冷剂产品的有益补充。

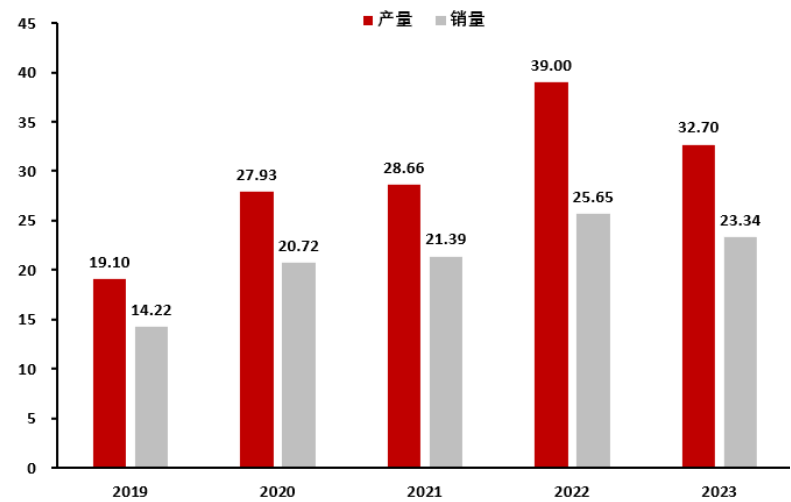
表 6：巨化股份 R22 配额统计（吨）

	2024		2025	
	生产配额	内用配额	生产配额	内用配额
巨化股份	47467	35005	38910	25294
全国合计	213470	128081	149068	80862
占比	22.24%	27.33%	26.1%	31.28%

资料来源：生态环境部，巨化股份 2023 年年报，上海证券研究所

公司目前三代制冷剂行业龙头地位稳固，为了应对《蒙特利尔协定》中国 2020-2022 三代制冷剂配额基线年的规定，积极参与市场竞争，提前抢占配额，2020 年公司 HFCs 产销量均有较大幅度的提升，根据公司年报披露数据，2020-2022 年公司 HFCs 产量分别为 27.93、28.66、39.00 万吨，销量分别为 20.72、21.39、25.65 万吨；HFCs 配额三年基线年圆满收官，在国内三代制冷剂配额分配中，公司具备较大的生产竞争优势，行业龙头地位进一步稳固。

图 36：公司 2019-2023 年 HFCs 产销数据（万吨）



资料来源：公司 2023 年年报，上海证券研究所

根据公司 2023 年年报披露，2024 年我国三代制冷剂生产配额总量为 74.78 万吨，其中内用生产配额总量为 34.19 万吨。巨化股份拥有三代制冷剂生产配额 27.88 万吨（含权益配额），占行业总配额量的 37.28%，内用生产配额 13.01 万吨，占行业全部内用配额的 38.04%；其中主流三代制冷剂品种 R32、R125、R134a、R143a 生产配额分别为 10.78 万吨、6.42 万吨、7.65 万吨、2.07 万吨，行业占比分别为 44.99%、38.74%、35.48%、45.40%。

根据生态环境部《关于 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》，2025 年我国三代制冷剂生产配额总量为 79.19 万吨，内用生产配额为 38.96 万吨。巨化股份拥有三代制冷剂生产配额 29.98 万吨，占行业总配额量的 37.86%，内用生产配额 15.1 万吨，占行业全部内用配额的 38.77%。我们认为公司在未来的三代制冷剂市场中生产配额优势明显，随着行业景气度逐渐回暖，公司盈利能力有望持续提升。

表 7：巨化股份三代制冷剂配额统计（吨）

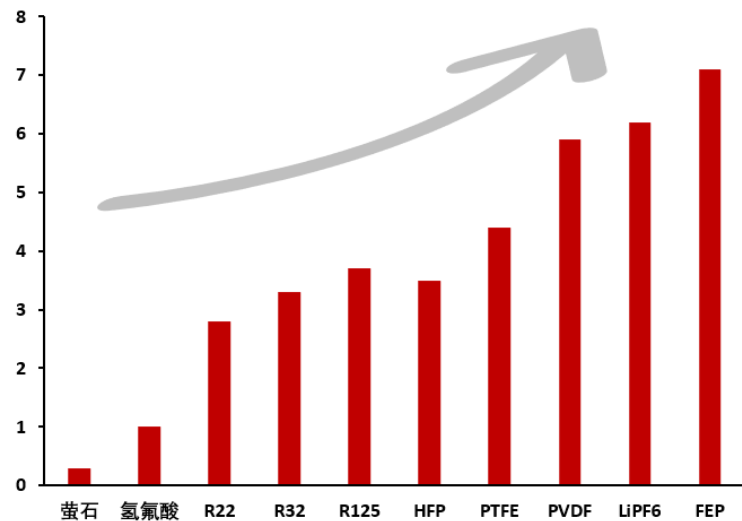
	2024		2025	
	生产配额	内用配额	生产配额	内用配额
巨化股份	278753	130076	299782	151025
全国合计	747774	341907	791882	389580
占比	37.28%	38.04%	37.86%	38.77%

资料来源：生态环境部，巨化股份 2023 年年报，上海证券研究所

4.2 公司产品线不断扩容，一体化产业链优势尽显

氟化工产业链种类丰富，有机氟化物主要包括含氟精细化学品（如农药中间体、染料中间体、医药中间体）、含氟高分子材料（氟树脂、氟橡胶、氟涂料）；无机氟化物主要有氟化盐类（六氟磷酸锂、氟化钠、氟化镁）。从氟元素的来源萤石向下延伸，不同类型的含氟材料价值量也存在较大差异。

图 37：不同含氟材料价值量对比（万元/吨）



资料来源：百川盈孚，上海证券研究所

巨化股份由基础化工产业企业逐步转型为中国氟化工领先企业，成为国内领先的氟化工、氯碱化工、煤化工综合配套的氟、氯化工新材料先进制造业基地，具有产业集群化、基地化、循环化、园区化特征，并积累了空间布局、产业链、规模技术、品牌、市场、资源、管理等多项发展氟化工及化学新材料竞争优势。经过持续不断地探索实践和创新，形成产业协同发展、产业链自主可控、产业高端化延伸的格局与趋势，公司核心竞争力不断强化。

拥有基础配套原料、含氟制冷剂、有机氟单体、含氟聚合物、含氟精细化学品、特色氯碱新材料等在内的完整的氟氯新材料产业链，形成了原辅材料适度自我配套、主辅产业集约协同发展的国内领先的氟氯化工新材料产业集群，实现产品竞争向产业集群竞争的转变，为公司低成本运营、低成本发展、产业高端化延伸积淀了坚实支撑。

5 盈利预测

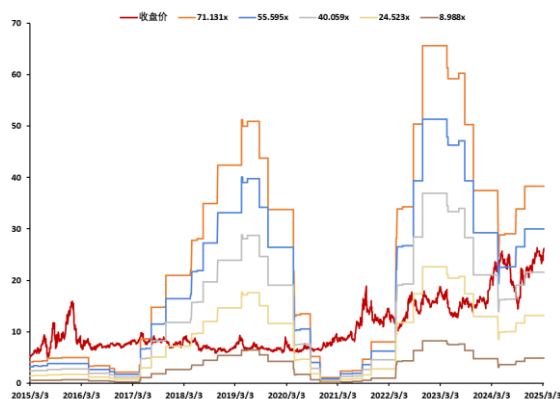
5.1 主要假设

1. **氟化工原料**：预计 2024-2026 年营收分别为 12.00、17.55、21.00 亿元，销售毛利率分别为 28.32%、26.30%、25.10%。
2. **制冷剂**：预计 2024-2026 年营收分别为 96.00、105.60、110.40 亿元，销售毛利率分别为 22.00%、25.00%、28.36%。
3. **含氟聚合物材料**：预计 2024-2026 年营收分别为 28.08、34.00、36.00 亿元，销售毛利率分别为 16.00%、23.00%、25.00%。
4. **含氟精细化工品**：预计 2024-2026 年营收分别为 0.60、1.38、2.80 亿元，销售毛利率分别为 22.00%、30.00%、30.00%。
5. **食品包装材料**：预计 2024-2026 年营收分别为 13.00、17.40、21.00 亿元，销售毛利率分别为 31.20%、28.45%、26.39%。
6. **石化材料**：预计 2024-2026 年营收分别为 18.00、21.20、24.00 亿元，销售毛利率分别为 4.26%、5.01%、4.48%。
7. **基础化工品**：预计 2024-2026 年营收分别为 26.00、41.25、58.00 亿元，销售毛利率分别为 17.00%、23.00%、25.00%。

5.2 盈利预测

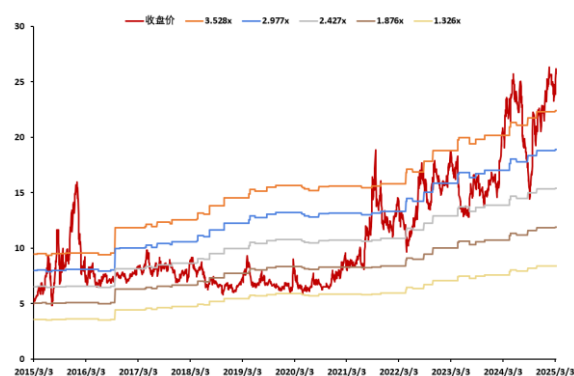
我们预计 2024/2025/2026 年公司营业收入分别为 224.58/268.03/302.50 亿元；归母净利润分别为 19.70/32.86/41.40 亿元。对应的 EPS 分别为 0.73/1.22/1.53 元/股。当前股价对应 PE 分别为 35.31x、21.16x、16.80x。我们看好公司未来发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 38: PE-Band



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 39: PB-Band



资料来源: Wind, 上海证券研究所

6 风险提示

(1) 制冷剂行业政策发生变化：全球各国对于制冷剂的政策和削减目标存在差异，如果未来对制冷剂的生产限制和配额约束政策施行不及预期或者发生变化，从而导致行业的供需格局和景气度会发生变化，进而影响公司及制冷剂企业的盈利水平。

(2) 下游需求不及预期：公司业务较多，下游涉及领域广阔，如果未来国内外经济复苏不及预期，公司产品销售会受到影响，进而影响公司的营收水平。

(3) 原材料价格大幅波动：公司生产原材料涉及大宗的商品及萤石等重要的矿物资源，如果原材料发生大幅的波动，会对公司长期的盈利水平产生影响。

(4) 在建项目进展不及预期：公司目前在建项目较多，如果项目建设进展不及预期，会对公司未来盈利增长产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表（单位：百万元）

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1818	3937	6259	9606
应收票据及应收账款	1613	1772	2104	2380
存货	1764	1862	2098	2318
其他流动资产	1226	1401	1499	1663
流动资产合计	6421	8972	11959	15967
长期股权投资	2293	2293	2293	2293
投资性房地产	57	57	57	57
固定资产	9506	9506	9506	9506
在建工程	2811	2811	2811	2811
无形资产	676	676	676	676
其他非流动资产	1620	1610	1575	1540
非流动资产合计	16963	16954	16919	16884
资产总计	23384	25925	28877	32851
短期借款	605	605	605	605
应付票据及应付账款	2903	3509	3704	4231
合同负债	246	268	319	360
其他流动负债	762	865	883	998
流动负债合计	4516	5248	5511	6194
长期借款	1743	2143	2543	2943
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	748	782	782	782
非流动负债合计	2491	2924	3324	3724
负债合计	7007	8172	8835	9918
股本	2700	2700	2700	2700
资本公积	4666	4666	4666	4666
留存收益	8569	9916	12168	15005
归属母公司股东权益	16075	17449	19701	22538
少数股东权益	302	304	342	395
股东权益合计	16377	17753	20043	22933
负债和股东权益合计	23384	25925	28877	32851

现金流量表（单位：百万元）

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	2196	2034	2590	3878
净利润	969	1972	3323	4193
折旧摊销	1061	0	0	0
营运资金变动	230	354	-402	22
其他	-63	-292	-331	-337
投资活动现金流量	-2719	334	366	372
资本支出	-2857	26	41	59
投资变动	-90	0	0	0
其他	228	308	324	313
筹资活动现金流量	210	-246	-634	-903
债权融资	1037	343	400	400
股权融资	13	0	0	0
其他	-839	-589	-1034	-1303
现金净流量	-298	2119	2322	3347

利润表（单位：百万元）

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20655	22458	26803	30250
营业成本	17924	18829	21263	23466
营业税金及附加	91	88	111	125
销售费用	139	160	189	211
管理费用	684	786	909	1029
研发费用	1001	922	1142	1332
财务费用	-22	-21	-21	-21
资产减值损失	-35	-35	-35	-35
投资收益	91	325	324	313
公允价值变动损益	1	0	0	0
营业利润	1087	2127	3684	4610
营业外收支净额	-10	0	0	0
利润总额	1077	2127	3684	4610
所得税	108	155	361	416
净利润	969	1972	3323	4193
少数股东损益	25	2	37	54
归属母公司股东净利润	944	1970	3286	4140

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	13.2%	16.2%	20.7%	22.4%
净利率	4.6%	8.8%	12.3%	13.7%
净资产收益率	5.9%	11.3%	16.7%	18.4%
资产回报率	4.2%	8.0%	12.1%	13.6%
投资回报率	4.3%	9.4%	14.0%	15.5%
成长能力指标				
营业收入增长率	-3.9%	8.7%	19.3%	12.9%
EBIT 增长率	-60.2%	132.2%	73.9%	25.3%
归母净利润增长率	-60.4%	108.8%	66.8%	26.0%
每股指标（元）				
每股收益	0.35	0.73	1.22	1.53
每股净资产	5.95	6.46	7.30	8.35
每股经营现金流	0.81	0.75	0.96	1.44
每股股利	0.11	0.23	0.38	0.48
营运能力指标				
总资产周转率	0.90	0.91	0.98	0.98
应收账款周转率	21.73	23.23	24.21	23.62
存货周转率	10.27	10.39	10.74	10.63
偿债能力指标				
资产负债率	30.0%	31.5%	30.6%	30.2%
流动比率	1.42	1.71	2.17	2.58
速动比率	0.89	1.24	1.67	2.10
估值指标				
P/E	73.71	35.31	21.16	16.80
P/B	4.33	3.99	3.53	3.09
EV/EBITDA	23.11	32.64	18.24	13.92

资料来源：Wind，上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。