

# 巨化股份 (600160. SH)

## 制冷剂价格持续提升，一季度业绩大幅增长

优于大市

### ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 杨林 010-88005379  
证券分析师： 张歆钰 021-60375408

### ◆ 基础化工 · 化学制品

yanglin6@guosen. com. cn  
zhangxinyu4@guosen. com. cn

### ◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980520120002  
执证编码：S0980524080004

### 事项：

公司公告：2025年4月8日，公司发布《2025年一季度业绩预增公告》、《2025年1-3月主要经营数据公告》及《控股股东首次增持股份情况及增持计划的公告》。根据公司公告，经财务部门初步测算，预计2025年一季度，公司实现归母净利润7.6-8.4亿元，同比增长145%-171%。实现扣非后归母净利润7.4-8.2亿元，比增长157%-185%其中。此外，公司控股股东巨化集团一致行动人巨化投资于2025年4月8日通过上海证券交易所证券交易系统增持本公司股份219.2万股，占公司已发行总股份的0.08%，增持后巨化集团及其一致行动人巨化投资合计持股比例由53.43%增至53.51%。后续巨化投资将在未来3个月内继续增持公司股份，增持金额为5000-10000万元（含本次）。

**国信化工观点：**1) 制冷剂在供给受配额约束下，处于长期景气周期，2024年以来公司制冷剂产品价格逐季递增，公司利润率持续增长；2) 含氟聚合物等非制冷剂化工产品总体呈现“供强需弱”格局，2025年行业新增产能有限，产品价格企稳；3) 公司控股股东拟以5000-10000万元增持公司股份，彰显了控股股东对公司未来长期发展的信心。

**投资建议：**公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著，且财务结构健康。从氟制冷剂行业格局来看，公司制冷剂配额居国内第一，将直接受益制冷剂长期景气度提升。从氟精细化学品及氟材料行业来看，随着我国人们生活水平不断改善和战略性新兴产业迅猛发展，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。从公司自身内生效益来看，多年来，公司持续加大氟氯先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。2024年以来，公司制冷剂产品价格持续上涨，带动公司利润增长，考虑到2025年制冷剂价格将持续上涨，对应制冷剂板块毛利率水平上行，我们上调公司盈利预测：预计公司2024-2026年收入分别为265.78/346.28/413.75亿元（前值为265.78/344.63/407.35亿元）；归母净利润分别为19.99/41.14/48.23亿元（前值为19.99/30.58/34.73亿元），同比增速分别为111.8%/105.8%/17.2%；摊薄EPS为0.74/1.52/1.79元，对应当前股价对应PE为30.32/14.76/12.54X。维持“优于大市”评级。

### 评论：

#### ◆ 2025年一季度公司归母净利润预计为7.6-8.4亿元，同比增长145%-171%

2025年4月8日，公司发布《2025年一季度业绩预增公告》、《2025年1-3月主要经营数据公告》。根据公司公告，经财务部门初步测算，预计2025年一季度，公司实现归母净利润7.6-8.4亿元，同比增长145%-171%。实现扣非后归母净利润7.4-8.2亿元，比增长157%-185%其中。公司归母净利润同比快速增长主要与公司制冷剂产品价格大幅上行有关。2025年二代制冷剂配额同比大幅削减，其中R22生产配额削减18%，R142b生产配额削减64%；三代制冷剂于2024年起实行配额制，下游需求旺盛，制冷剂进入长期景气周期。公司制冷剂品种营业收入、产品毛利率快速上升。

2025年1-3月，公司实现制冷剂销售6.98万吨，同比提升4%；公司实现制冷剂销售均价逐季提升，2025年1-3月制冷剂销售均价为3.75万元，同比提升58%，环比提升28%。随着制冷剂产品价格回升，公司制

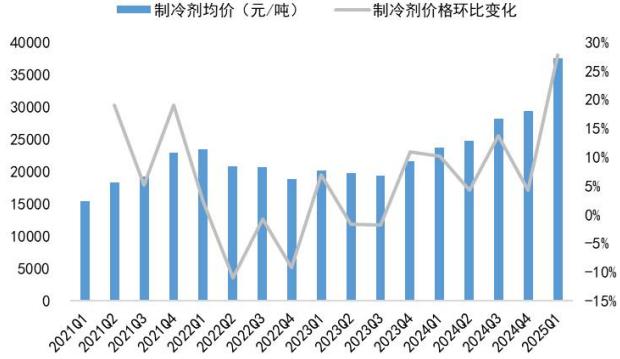
冷剂业务在主营业务结构、盈利结构中的占比大幅提升，由 2024 年 Q1 的收入占比 38.8% 提升至 2025 年 Q1 的 49.7%，对公司盈利提升起到了正面影响。

图1: 巨化股份制冷剂销量（万吨）及环比变化（右轴）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理测算

图2: 巨化股份制冷剂均价（元/吨）及环比变化（右轴）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理测算

- ◆ 2024 年公司含氟聚合物等非制冷剂化工产品总体呈现“供强需弱”格局，2025 年行业新增产能有限，产品价格企稳

含氟聚合物四大主要品种 PTFE、PVDF、FEP、FKM，近两年供给端持续性增加，需求增速不及供给增量，而出现失衡状态。在此影响下，2024 年公司含氟聚合物销量虽逐季递增，但售价逐季下行，对公司收入、利润贡献有限。进入 2025 年，行业整体扩产周期进入尾声，产品价格在原材料上涨的背景下企稳回升，预计后续随着需求端逐渐起量，行业供需格局有望持续优化。2025 年 1-3 月，公司实现含氟聚合物材料销售 1.10 万吨，同比提升 10%；实现销售均价 3.83 万元/吨，同比下滑 6%，环比提升 1%。

行业方面，截止至 2025 年 4 月 7 日，根据氟务在线，PTFE 市场维稳运行，企业因成本上涨调价后市场供需博弈短期内持稳，整体市场向好发展，叠加新生储能电池、干法电极等新领域需求逐步提升，企业开工积极性提高。当前悬浮中粒报盘价格在 3.9-4.2 万元/吨，悬浮细粉报盘价格在 4.4-4.7 万元/吨，分散树脂报盘价格在 4.0-4.3 万元/吨，分散乳液报盘价格在 3.0-3.1 万元/吨。PVDF 市场上调价格后持稳运行，受原料上涨市场成交呈震荡波动，涂料级市场关注度提升，锂电、光伏等领域因企业竞争激烈及下游削减用量影响，市占份额提高，但不敌产量供给过多。整体看锂电级市场价格 5.0-5.5 万元/吨附近，涂料级 5.5-6.5 万元/吨，实际成交弱于市场预期，涂料需求市场产能释放有限提价显著。FEP 市场受原料上涨以及供应量短缺等因素刺激价格上行波动，近期因部分企业装置检修、产量缩减，市场供需短期错配，市场价格微调提升。目前挤出料报价推涨至 5.0-5.1 万元/吨，模压料高端品触及 6.4-6.7 万元/吨。整体来看，除 FEP 存在短期成本驱动外，多数聚合物材料产品仍处于供需博弈阶段，价格实质性突破需等待终端需求放量支撑。

**图3: 巨化股份含氟聚合物销量及环比变化 (右轴)**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理测算

**图4: 巨化股份含氟聚合物价格及环比变化 (右轴)**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理测算

### ◆ 公司控股股东拟以 5000-10000 万元增持公司股份，彰显了控股股东对公司未来长期发展的信心

根据公司 2025 年 4 月 8 日发布的《控股股东首次增持股份情况及增持计划的公告》，公司控股股东巨化集团一致行动人巨化投资于 2025 年 4 月 8 日通过上海证券交易所证券交易系统增持本公司股份 219.2 万股，占公司已发行总股份的 0.08%，增持后巨化集团及其一致行动人巨化投资合计持股比例由 53.43% 增至 53.51%。后续巨化投资将在未来 3 个月内继续增持公司股份，增持金额为 5000-10000 万元（含本次）。公司控股股东对公司股份的增持彰显了其对公司长期发展的信心。

### ◆ 主流制冷剂品种价格价差持续上行，看好制冷剂长期景气度

截止至 4 月 8 日，R32 价格、价差分别为 47500 元/吨/32110 元/吨，较 3 月初分别+7%/+12%；R22 价格、价差分别为 35500 元/吨/24005 元/吨，较 3 月初分别+0%/+6%；R125 价格、价差分别为 45000 元/吨/25825 元/吨，较 3 月初分别+1%/+2%；R134a 价格、价差分别为 46500 元/吨/29931 元/吨，较 3 月初分别+3%/+1%；R152a 价格、价差分别为 28000 元/吨/14705 元/吨，较 3 月初分别+6%/+1%；R143a 价格、价差分别为 46000 元/吨/33792 元/吨，较 3 月初分别+5%/+4%。

**图5: 二代制冷剂 R22 价格及价差 (元/吨)**

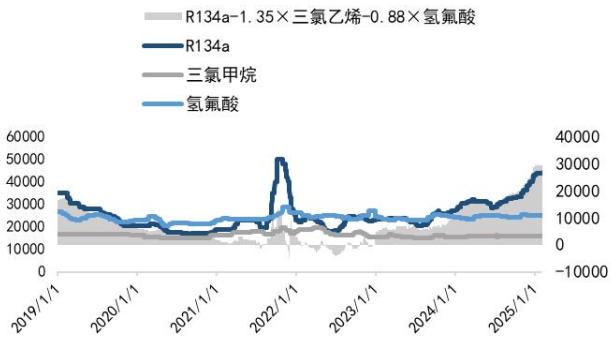

资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

**图6: 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7: 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8: 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

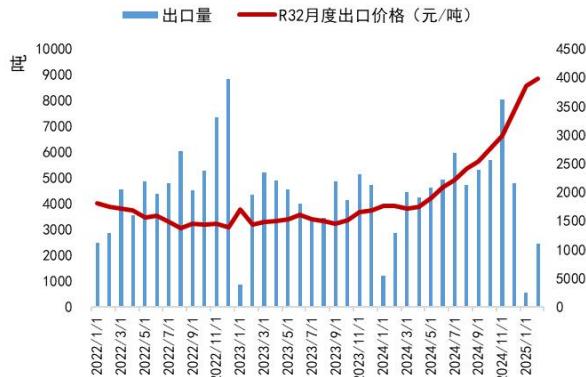
**图9: 主要制冷剂及原材料价格情况**

产品	当日价格	月涨跌幅	较25年年初	较24年同期	价格单位
二氯甲烷	3250	-2.99%	-9.72%	3.17%	元/吨
三氯甲烷	3450	0.00%	9.52%	9.52%	元/吨
三氯乙烯	4500	11.69%	33.97%	-6.54%	元/吨
四氯乙烯	5293	-4.73%	14.67%	2.82%	元/吨
萤石	3825	0.92%	3.38%	7.75%	元/吨
氢氟酸	11925	3.70%	9.15%	12.77%	元/吨
R22	35500	0.00%	7.58%	57.78%	元/吨
R32	47500	6.74%	13.10%	66.67%	元/吨
R125	45000	1.12%	7.14%	3.45%	元/吨
R134a	46500	3.33%	8.14%	47.62%	元/吨
R152a	28000	5.66%	47.37%	64.71%	元/吨
R142b	28500	0.00%	72.73%	78.13%	元/吨
R143a	46000	4.55%	29.58%	-23.33%	元/吨
R227ea	47000	0.00%	9.30%	16.05%	元/吨
PTFE	42000	5.00%	0.00%	-1.18%	元/吨
PVDF粉料	63000	0.00%	21.15%	6.78%	元/吨
PVDF锂电	52000	0.00%	4.00%	-13.33%	元/吨
HFP	39700	9.67%	12.46%	10.28%	元/吨
FEP	80000	0.00%	0.00%	-5.88%	元/吨

资料来源：卓创资讯、百川盈孚、国信证券经济研究所整理

**图10: R22 月度出口量及出口均价 (右轴)**


资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

**图11: R32 月度出口量及出口均价 (右轴)**


资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

**图12: R125 月度出口量及出口均价 (右轴)**


资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

**图13: R134a 月度出口量及出口均价 (右轴)**


资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

## ◆ 投资建议：

公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著，且财务结构健康。从氟制冷剂行业格局来看，公司制冷剂配额居国内第一，将直接受益制冷剂长期景气度提升。从氟精细化学品及氟材料行业来看，随着我国人们生活水平不断改善和战略性新兴产业迅猛发展，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。从公司自身内生效益来看，多年来，公司持续加大氟氯先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。2024年以来，公司制冷剂产品价格持续上涨，带动公司利润增长，考虑到2025年制冷剂价格将持续上涨，对应制冷剂板块毛利率水平上行，我们上调公司盈利预测：预计公司2024-2026年收入分别为265.78/346.28/413.75亿元（前值为265.78/344.63/407.35亿元）；归母净利润分别为19.99/41.14/48.23亿元（前值为19.99/30.58/34.73亿元），同比增速分别为111.8%/105.8%/17.2%；摊薄EPS为0.74/1.52/1.79元，对应当前股价对应PE为30.32/14.76/12.54X。维持“优于大市”评级。

**表1：可比公司估值表**

公司	公司	投资	收盘价(2025/4/7)	EPS		PE	PB		
代码	名称	评级	(元)	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
603379	三美股份	优于大市	37.17	0.46	1.29	1.96	74.22	28.81	18.96
605020	永和股份	优于大市	20.34	0.48	0.68	1.25	51.63	29.91	16.27
	<b>平均值</b>			<b>0.64</b>	<b>0.99</b>	<b>1.61</b>	<b>62.93</b>	<b>29.36</b>	<b>17.62</b>
<b>600160</b>	<b>巨化股份</b>	<b>优于大市</b>	<b>22.44</b>	<b>0.35</b>	<b>0.74</b>	<b>1.52</b>	<b>47.18</b>	<b>30.32</b>	<b>14.76</b>
									<b>3.55</b>

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理并预测

备注：上述公司盈利预测均为国信证券经济研究所预测

### ◆ 风险提示

氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

### 相关研究报告：

- 《巨化股份（600160.SH）-增资控股甘肃巨化新材料，夯实国内氟化工龙头地位》——2025-02-19
- 《巨化股份（600160.SH）-制冷剂长协及出口价格提升，公司四季度业绩大幅增长》——2025-01-23
- 《巨化股份（600160.SH）-持续发展电子氟化液，制冷剂价格继续上行》——2025-01-09
- 《巨化股份（600160.SH）-制冷剂价格持续上涨，公司盈利水平不断改善》——2024-10-25
- 《巨化股份（600160.SH）-三代制冷剂配额收紧，产品价格大幅上涨》——2024-08-23

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2547	1818	2000	2034	4452	营业收入	21489	20655	26578	34628	41375
应收款项	1735	1632	2105	2759	3281	营业成本	17393	17924	21943	26747	32034
存货净额	1728	1764	2269	2683	3240	营业税金及附加	87	91	80	104	124
其他流动资产	1413	1204	1584	2120	2470	销售费用	157	139	133	173	207
<b>流动资产合计</b>	<b>7830</b>	<b>6421</b>	<b>7961</b>	<b>9599</b>	<b>13446</b>	管理费用	723	684	878	1135	1351
固定资产	11071	12317	14181	15807	16249	研发费用	824	1001	1091	1476	1822
无形资产及其他	687	676	650	624	598	财务费用	(108)	(22)	111	106	78
投资性房地产	1187	1677	1677	1677	1677	投资收益	374	91	90	90	90
长期股权投资	1852	2293	2293	2294	2296	资产减值及公允价值变动	(146)	(34)	0	15	0
<b>资产总计</b>	<b>22627</b>	<b>23384</b>	<b>26763</b>	<b>30001</b>	<b>34267</b>	其他收入	(710)	(809)	(1091)	(1476)	(1822)
短期借款及交易性金融负债	236	862	1268	300	200	营业利润	2755	1087	2433	4992	5849
应付款项	3666	2903	3913	4909	5617	营业外净收支	(29)	(10)	(15)	(15)	(15)
其他流动负债	1001	751	1075	1324	1508	<b>利润总额</b>	<b>2725</b>	<b>1077</b>	<b>2418</b>	<b>4977</b>	<b>5834</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4904</b>	<b>4516</b>	<b>6256</b>	<b>6533</b>	<b>7325</b>	所得税费用	329	108	363	747	875
长期借款及应付债券	1327	1743	1943	1943	1943	少数股东损益	16	25	57	116	136
其他长期负债	611	748	748	749	751	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2381</b>	<b>944</b>	<b>1999</b>	<b>4114</b>	<b>4823</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1938</b>	<b>2491</b>	<b>2691</b>	<b>2692</b>	<b>2694</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>6842</b>	<b>7007</b>	<b>8947</b>	<b>9225</b>	<b>10019</b>	<b>净利润</b>	<b>2381</b>	<b>944</b>	<b>1999</b>	<b>4114</b>	<b>4823</b>
少数股东权益	316	302	341	423	518	资产减值准备	(162)	(115)	14	6	3
股东权益	15468	16075	17474	20354	23730	折旧摊销	865	1031	1148	1411	1582
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22627</b>	<b>23384</b>	<b>26763</b>	<b>30001</b>	<b>34267</b>	公允价值变动损失	146	34	0	(15)	0
						财务费用	(108)	(22)	111	106	78
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	417	(1205)	(10)	(352)	(533)
每股收益	0.88	0.35	0.74	1.52	1.79	其它	175	119	25	76	93
每股红利	0.14	0.29	0.22	0.46	0.54	<b>经营活动现金流</b>	<b>3821</b>	<b>808</b>	<b>3177</b>	<b>5239</b>	<b>5968</b>
每股净资产	5.73	5.95	6.47	7.54	8.79	资本开支	0	(2101)	(3001)	(3001)	(2001)
ROIC	15.71%	4.90%	11%	21%	23%	其它投资现金流	94	404	0	0	0
ROE	15.39%	5.87%	11%	20%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(329)</b>	<b>(2139)</b>	<b>(3001)</b>	<b>(3002)</b>	<b>(2003)</b>
毛利率	19%	13%	17%	23%	23%	权益性融资	121	13	0	0	0
EBIT Margin	11%	4%	9%	14%	14%	负债净变化	1139	416	200	0	0
EBITDA Margin	15%	9%	14%	18%	18%	支付股利、利息	(390)	(788)	(600)	(1234)	(1447)
收入增长	19%	-4%	29%	30%	19%	其它融资现金流	(4101)	1334	406	(968)	(100)
净利润增长率	115%	-60%	112%	106%	17%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2484)</b>	<b>602</b>	<b>6</b>	<b>(2202)</b>	<b>(1547)</b>
资产负债率	32%	31%	35%	32%	31%	<b>现金净变动</b>	<b>1008</b>	<b>(730)</b>	<b>182</b>	<b>34</b>	<b>2418</b>
股息率	0.6%	1.2%	0.9%	1.9%	2.2%	货币资金的期初余额	1539	2547	1818	2000	2034
P/E	27.4	69.1	32.6	15.9	13.5	货币资金的期末余额	2547	1818	2000	2034	4452
P/B	4.2	4.1	3.7	3.2	2.7	企业自由现金流	0	(1541)	223	2301	4010
EV/EBITDA	22.7	39.1	20.6	11.6	10.1	权益自由现金流	0	209	735	1243	3844

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±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±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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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