

巨化股份 (600160.SH)

24 年业绩同比大幅增长, 公司将持续享受制冷剂景气周期

事件: 公司发布 2024 年年报, 公司 2024 年实现营收 244.62 亿元, 同比增长 18.43%, 归母净利润 19.6 亿元, 同比增长 107.69%, 其中四季度实现营收 65.56 亿元, 同比增长 41.21%, 归母净利润 7.02 亿元, 同比增长 256.83%。

□ 公司是国内氟化工龙头企业。公司市场地位进一步巩固。公司核心业务氟化工处国内龙头地位, 其中氟制冷剂及氯化物原料处于全球龙头地位, 尤其是第三代氟制冷剂 (HFCs) 主流品种的产能和生产配额 (国家核准的生产量) 在完成飞源化工股权收购后进一步增长, 全球龙头地位更为凸显; 含氟聚合物材料处于全国领先地位; 特色氯碱新材料 (VDC 和 PVDC 产业链) 处于全球龙头地位。

□ 2024 年取得亮眼成绩主要是由于制冷剂板块贡献。公司主要产品市场结构性分化突出。公司第二、三代氟制冷剂在生产配额制下, 供需格局、竞争格局、竞争秩序优化, 下游需求改善等, 产品价格合理性回归上行, 涨幅较大; 非制冷剂化工产品总体“供强需弱”, 竞争激烈, 价格下行。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。公司制冷剂业务因产品价格上行的增利影响大于公司非制冷剂业务因价格下行的减利影响。从经营数据上来看, 制冷剂营收贡献最大, 增速也较快, 同比增长 62.6%, 含氟精细化学品虽然占比较小, 但是增速最快, 达到 99.48%, 除此之外氟化工原料和石化材料板块营收也取得正增长, 可以说公司 2024 年业绩取得如此亮眼成绩主要依靠制冷剂板块。公司原材料市场局部价格坚挺, 萤石、无水氟化氢、甲醇、苯、硫磺、液氯、甘油、丙酮、环己酮等原材料均价同比上涨, 其他主要原材料均价同比下跌。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。预计公司 2025-2027 年收入分别为 293.55 亿元、352.26 亿元和 405.1 亿元, 归母净利润分别为 32.97 亿元、42 亿元和 48.99 亿元, EPS 分别为 1.22 元、1.56 元和 1.81 元。当前股价对应 PE 分别为 20.3 倍、15.9 倍和 13.6 倍。

□ 风险提示: 原材料价格波动风险、项目进度不及预期风险、市场需求风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	20655	24462	29355	35226	40510
同比增长	-4%	18%	20%	20%	15%
营业利润(百万元)	1087	2502	4222	5382	6281
同比增长	-61%	130%	69%	27%	17%
归母净利润(百万元)	944	1960	3297	4200	4899
同比增长	-60%	108%	68%	27%	17%
每股收益(元)	0.35	0.73	1.22	1.56	1.81
PE	70.8	34.1	20.3	15.9	13.6
PB	4.2	3.8	3.3	2.8	2.4

资料来源: 公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

周期/化工

目标估值: NA

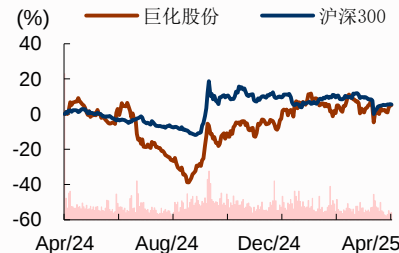
当前股价: 24.74 元

基础数据

总股本 (百万股)	2700
已上市流通股 (百万股)	2700
总市值 (十亿元)	66.8
流通市值 (十亿元)	66.8
每股净资产 (MRQ)	6.6
ROE (TTM)	11.0
资产负债率	31.3%
主要股东	巨化集团有限公司
主要股东持股比例	52.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	18	14
相对表现	8	21	6



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《巨化股份 (600160) — 公司业绩同比大幅增长, 持续看好制冷剂景气周期》2025-01-23
- 2、《巨化股份 (600160) — 我国氟化工行业龙头企业, 持续受益制冷剂上行周期》2024-12-13

周铮

S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

赵晨曦

S1090523010001

zhaochenxi@cmschina.com.cn

正文目录

一、 制冷剂进入景气周期，公司高度受益	3
二、 公司是国内领先的氟化工龙头	5
三、 公司核心竞争力	7
四、 风险提示	12
1、 原材料价格波动风险	12
2、 项目进度不及预期风险	12
3、 市场需求风险	12

图表目录

图 1: 公司 2017-2024 年营收情况	3
图 2: 公司 2017-2025 年归母净利润情况	3
图 3: R32 价格走势	4
图 4: R22 价格走势	4
图 5: R134A 价格走势	4
图 6: R410a 价格走势	4
图 7: R125 价格走势	4
图 8: PTFE 价格走势	4
图 9: PVDF 价格走势	5
图 10: 萤石干粉价格走势	5
图 11: 公司主要业务	5
图 12: 巨化股份历史 PEBand	12
图 13: 巨化股份历史 PBBand	12
附: 财务预测表	13

一、制冷剂进入景气周期，公司高度受益

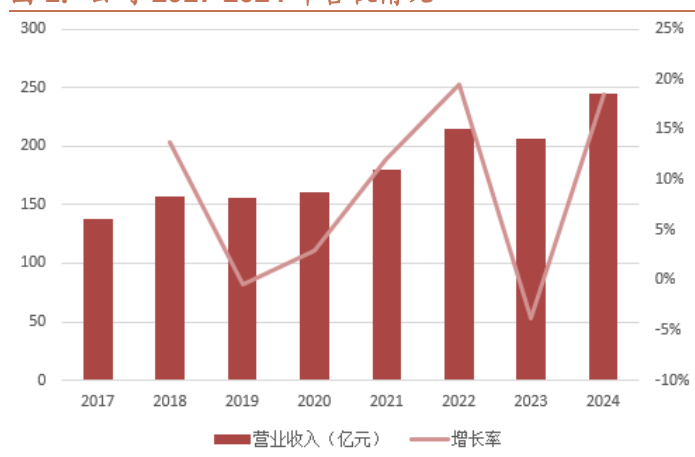
公司第三代氟制冷剂正式进入生产配额管控期，竞争格局、供需格局发生根本性变革。尽快适应行业变革，优化内部资源布局 and 外部竞争秩序，构建新生态，做好“HFCs 配额后半篇文章”，实现氟制冷剂内部集约经营，外部形成绝对龙头竞争地位、领先品牌，筑牢“护城河”，市场价格有效反映供需状况和配额价值，提升公司业绩，是挑战、也是机遇。

公司非氟制冷剂业务同步于行业趋势，“供强需弱”、竞争激烈、价格持续下跌，业绩持续承压。氟聚合物材料、食品包装材料、基础化工产品均价同比分别下跌 16.71%、14.14%、14.27%。公司原材料市场局部价格坚挺。萤石、无水氟化氢、甲醇、苯、硫磺、液氯、甘油、丙酮、环己酮等原材料均价同比上涨，其他主要原材料均价同比下跌。受上述因素影响，不同品种、产业链环节的盈利水平差异扩大，增大了公司营运难度和经营复杂性。

面对机遇、挑战和复杂多变的经营环境，在控股股东、广大合作方大力支持与密切配合下，公司上下坚持战略自信，稳中求进，主动作为，以“创造价值，回报社会”为宗旨，以“在高质量发展中创造价值，实现好发展好投资者利益”为目标，完整准确全面贯彻新发展理念，以“绿色化发展、数智化变革、新巨化远航”为主线，以确定性工作应对不确定性环境，高效统筹安全、稳定和发展，统筹国内和国际两个市场，统筹内部资源优化布局，统筹供应链、价值链高效运行，发挥行业龙头、产业一体化集约经营优势，保持经营主动性针对性和灵活性，积极构建氟制冷剂新秩序、新生态，深入推进提质增效、新质生产力建设，实现安全稳健经营，经营业绩大幅增长，高质量发展空间进一步拓展，竞争力和竞争地位进一步提升，公司投资价值有效显现。

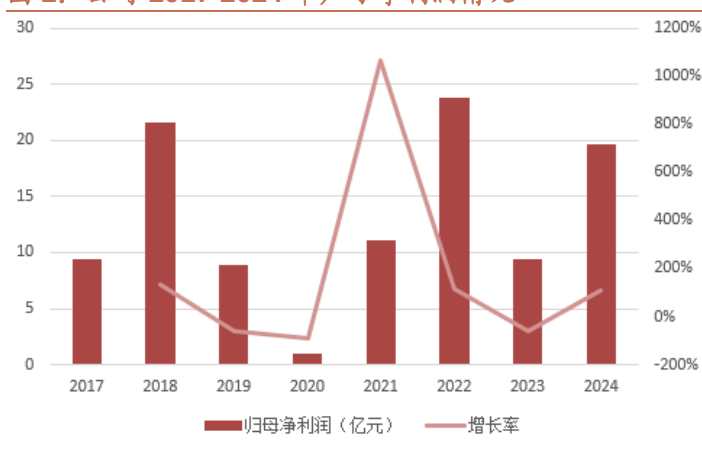
2024 年公司实现营业收入 244.62 亿元（同比增长 18.43%），归属上市公司股东的净利润 19.60 亿元（同比增长 107.69%）；2024 年末公司股票市值 651.2 亿元，实现连续六年上涨，年内股价涨幅约 47.25%。

图 1：公司 2017-2024 年营收情况



资料来源：wind、招商证券

图 2：公司 2017-2024 年归母净利润情况

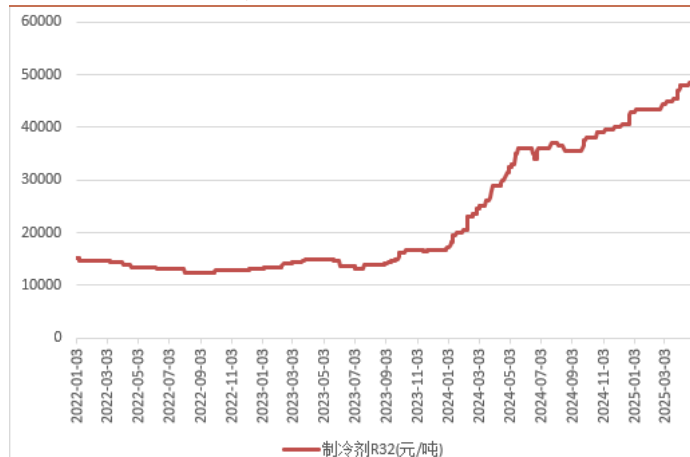


资料来源：wind、招商证券

2024 年公司主要产品市场结构性分化突出。公司第二、三代氟制冷剂在生产配额制下，供需格局、竞争格局、竞争秩序优化，下游需求改善等因素影响下，产品价格合理性回归上行；非制冷剂化工产品总体“供强需弱”，竞争激烈，产品价

格沿袭下行趋势。

图 3: R32 价格走势



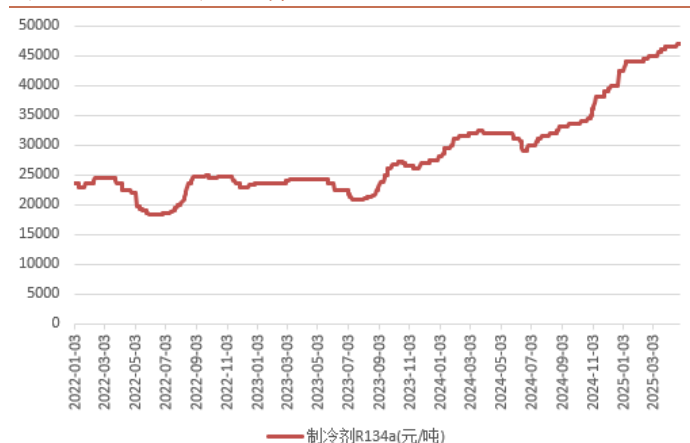
资料来源：百川盈孚、招商证券

图 4: R22 价格走势



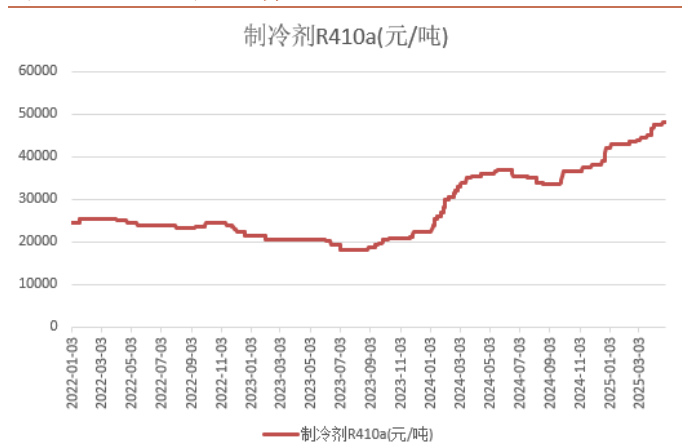
资料来源：百川盈孚、招商证券

图 5: R134A 价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 6: R410a 价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 7: R125 价格走势

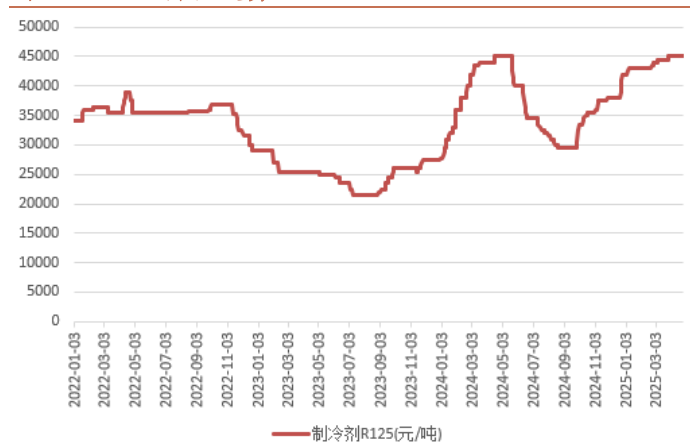
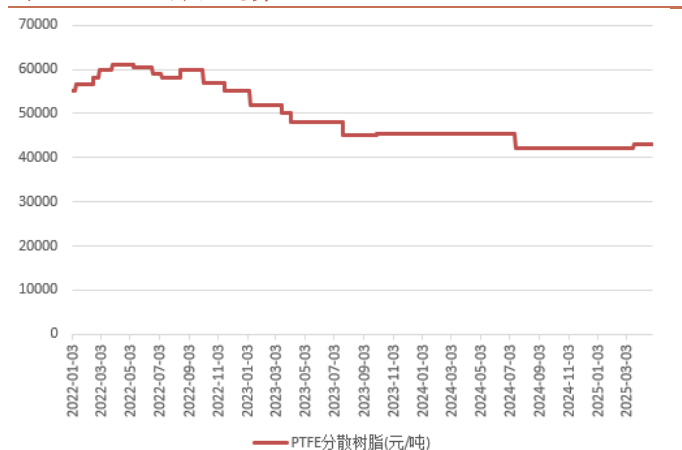


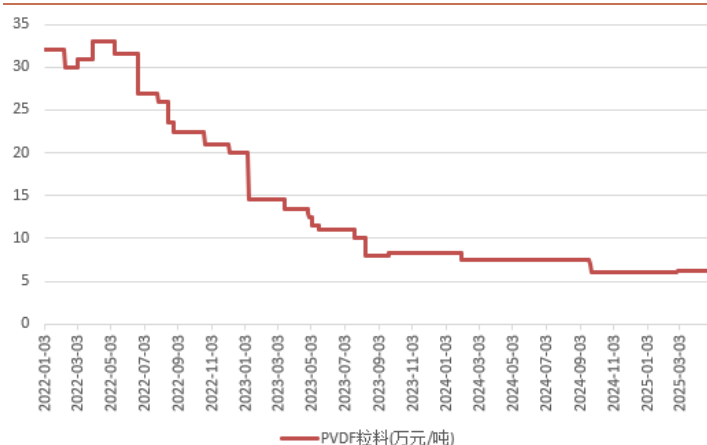
图 8: PTFE 价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

资料来源：百川盈孚、招商证券

图 9: PVDF 价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 10: 萤石干粉价格走势

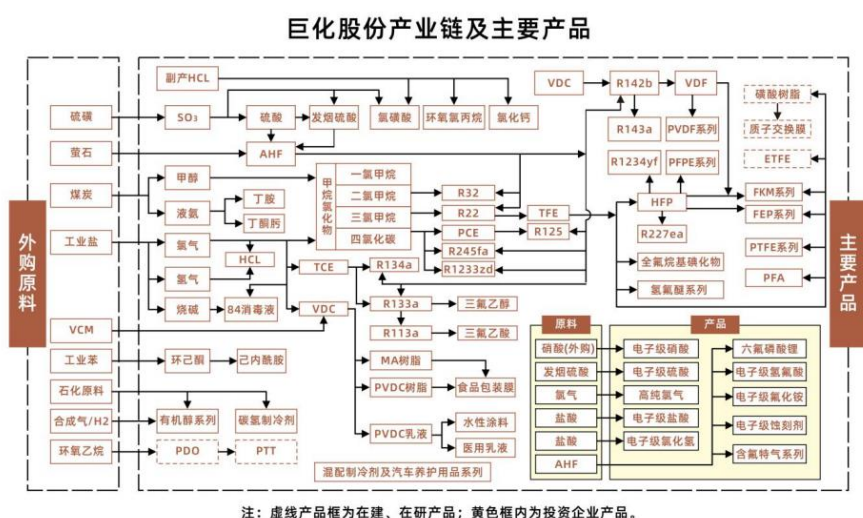


资料来源：百川盈孚、招商证券

二、公司是国内领先的氟化工龙头

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 11: 公司主要业务



注：虚线产品框为在建、在研产品；黄色框内为投资企业产品。

资料来源：公司 2024 年年报、招商证券

公司产品品种多，应用广泛。目前主要产品包括氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物材料、含氟精细化学品、食品包装材料、石化材料、基础化工等系列产品，广泛应用于日常生活和国防、航天、电子信息、环保、新能源、电气、电器、化工、机械、仪器仪表、建筑、纺织、金属表面处理、制药、医疗、食品、冶金冶炼等

敬请阅读末页的重要说明

各工业部门和战略性新兴产业等领域，其应用范围随着科技进步、消费升级不断向更广更深领域拓展。公司氟化工材料以其独特优异性能，成为战略性新兴产业、未来产业发展不可或缺、不可替代的支撑材料。报告期内，公司完成飞源化工股权收购交割，合并其年产 8 万吨 HFCs 产能及其配套混配包装、12 万吨氟化氢、30 万吨硫酸、10 万吨甘油精制、10 万吨环氧氯丙烷等产能，并增加 R113a、三氟乙酸、氟化氢铵、三氟乙酰氯、三氟乙醇、硫酰氯等精细化学品产品，明显提升了氟制冷剂和含氟精细化工品业务比重。除此外，报告期公司产业、产品结构无重大变化。

公司主动应变、求变，构筑 HFCs 新业态、“护城河”，确立主导地位、提升市场形象和核心竞争力，建立市场新秩序。一是积极推进飞源化工收购的文化融合、经营管理协同整合，加强阿联酋基地经营管理，推进公司氟制冷剂产业链集约经营管理模式改革，实现集约经营、高效协同效应，大幅提升参与市场竞争的效率和效益；二是适应产业变革，正确处理客户、供应商、政府、协会、同行关系，勇于担当国企、龙头责任，积极贯彻落实国家配额管控方案，保障供应安全稳定，营造市场良好秩序，改变“内卷式”恶性竞争市场向基于供需格局下良性竞争市场转变，建立起新的市场生态，推动产品价格和配额价值的合理回归、国际市场和国内市场价格差异的归一；三是基于战略自信，坚定市场信心、拓展市场格局、加强客户沟通、推动市场共识、保持定力、精准研判市场、掌握市场，有效把握了市场机遇；四是优化渠道策略、优化包装质量及设计、加强终端市场建设，推动“巨化”牌制冷剂品牌建设，确立终端市场龙头地位，有效提升品牌溢价效益。

公司积极应对市场变化，提升营运质量，实现有机增长。面对行业产能过剩突出矛盾，坚持底线、系统思维，以产业链整体效益最大化为目标，保持生产经营主动性灵活性和针对性，充分发挥产业链一体化优势，保安全、强研判、抓机遇、拓市场、提总量、优结构，实现安全稳定生产，实现主链高负荷稳定运行，主要产品增产增销增效，产业结构进一步优化。报告期，公司主要产品生产总量同比增长 13.41%，外销总量同比增长 14.96%，致冷剂、含氟聚合物材料、含氟精细化学品、石化材料、基础化工品均实现产量和外销量有机增长，仅食品包装材料产品因消费市场疲软、VDC 市场需求下降等同比产量下降 8.08%、外销量下降 1.62%。——加强新质生产力培育，提升全要素生产力。一是以技术创新为主要驱动力，保持较高研发强度。完成研发投入 10.54 亿元（占营业收入的 4.31%），围绕公司发展战略、市场竞争需要，持续加强先进氟氯化工新材料、新型绿色氟制冷剂（发泡剂）、含氟精细化学品等新产品、新应用研发，现有产业关键技术二次创新、“三废”和副产物资源化利用、先进节能环保技术和信息化智能化技术应用研发。报告期，获中国石化联合会科技进步一等奖 1 项、浙江省科技进步一等奖 1 项、中国氟硅行业科技创新奖特等奖 1 项、一等奖 1 项。年内实施“新产品中小探试、工业化验证及新产品产业化项目”“产业工艺技改、信息化、智能化、安全环保提升等研发项目”共 154 项，取得主要成果 23 项。年内申报专利 104 件、授权专利 87 件。二是强链延链补链，促进产业优化升级。完成固定资产投资 24.67 亿元，在建工程 125 项（年内开工 36 项）。4kt/aTFE、10kt/aFEP 扩建项目、环氧氯丙烷装置技改、有机醇优化提升改造等 52 个项目建成投用。三是深化数智变革。持续推进“三零”工程，实现核心装置自动化率 100%，完成 97 套装置精良装备改造、16 套“精良装置”创建，设备运行周期提高 1 倍以上；有序推进数字商城、数电发票项目，实现大宗标准化产品非直供部分上线运行，实现采购、销售的自动入账、自动开票，效率大幅度提升。四是突出上市公司特点，加强公司治理能力建设，防控经营风险，提升管理质效。持续完善内控制度体系

建设，将制度有效供给与执行作为内部控制体系和公司治理能力建设核心内容，系统梳理内部控制的短板、漏点，组织修订《对外投资管理办法》等 17 项制度；完善股权投资“投前-投中-投后”全过程管控机制，实施股权投资第三方后评价、子公司治理检查评价、参股公司现场检查、委派董监高人员考核评价、参控股子公司重大事项审核等制度；公司连续八年荣获浙江上市公司最佳内控奖 TOP30。五是抓实公司“提质增效重回报”专项行动方案落地。实现公司股价连续六年稳步上涨，年度股价涨幅约 47.25%，公司信息披露连续十年获上海证券交易所 A 级评价。六是持续完善内部激励与约束机制，调动积极性与创造性。七是积极推进公司 ESG 管理（详见《公司 2024 年度 ESG 报告》）。

三、公司核心竞争力

公司自成立以来，聚焦主业、深耕实业，稳健经营、持续健康发展。由基础化工企业逐步转型为中国氟化工领先企业，跻身全球氟化工领导者行列，成为国内领先的氟化工新材料先进制造业基地。具有“产业集群化、基地化、园区化、循环化”的特征，形成了主业特色鲜明，主辅产业链紧密相关，上下游产业链一体化集约经营、协同发展，市场竞争地位突出、技术领先的产业优势，以及长期稳健经营累积的品牌、市场、资源、人才、管理等发展高性能氟化工新材料竞争优势。

公司产业特色鲜明，产业链韧性突出，发展空间良好公司是国内氟化工龙头企业、全球特色氯碱新材料（VDC-PVDC 产业链）龙头企业，园区化产业链一体化集约经营、高性能氟化工新材料产业集群发展特色鲜明，为公司打造成为世界一流专业领军示范企业提供坚实支撑。

1、氟化工行业发展前景广阔，公司核心业务氟化工处国内龙头地位

氟元素是世界上最活泼的非金属元素。氟产品众多，以其优异的性能，广泛应用于日常生活、各工业部门和高新技术领域，已成为国家战略性新兴产业的重要组成部分，并且其应用范围随着科技进步不断向更深更广领域拓展，成为战略性新兴产业不可或缺、不可替代的关键化工材料，具有良好的发展前景。

公司拥有氟化工原料、含氟制冷剂、含氟聚合物、含氟精细化学品等完整氟化工产业链，依托龙头竞争地位、完善的技术创新体系和产业运营经验，并基于氟化工良好的发展前景，公司已形成产业高端化延伸的格局与趋势。

公司氟化工龙头地位优势突出、商业模式独特：

——拥有全球绝对领先的氟制冷剂生产配额，奠定公司市场主动地位公司核心产品第二、三代氟制冷剂（HCFCs、HFCs）按照国家核定的生产配额、国家相关配额管理规定组织生产销售。2025 年，国家核定公司（含控股子公司）HCFC-22 生产配额 3.89 万吨占全国 26.10%，其内用配额占全国 31.28%，为国内第一；HFCs 生产配额 29.98 万吨，占全国同类品种合计份额的 39.6%。配额总量绝对领先、主流品种齐全且份额占比领先，牢固确立公司绝对领先的市场竞争地位。（公司第二、三代制冷剂配额具体情况，请查阅第三节、五、（四）“化工行业经营性信息分析”）。

——拥有齐全的制冷剂产品矩阵，为客户提供完善的解决方案

公司为制冷剂全球龙头企业，是国内唯一拥有第一至四代含氟制冷剂系列产品，

同时拥有新型含氟冷媒（氢氟醚 D 系列、全氟聚醚 JHT 系列）、碳氢制冷剂产品（3.5 万吨/年产能）以及系列混配制冷剂的生产企业。除拥有绝对领先的氟制冷剂生产配额外，第四代含氟制冷剂（HFOs）品种及有效产能国内领先（现运营两套主流 HFOs 生产装置，产能约 8000 吨/年；计划通过新建+技术改造新增产能近 5 万吨）。

近年，公司以“全球一流”氟制冷剂品牌为目标，适应未来制冷剂升级迭代，建有完善的混配制冷剂研发平台，加大绿色低碳制冷剂研发、储备；面向终端市场，完善制冷剂混配、灌装设施和产品包装，可为市场提供各种包装规格的主流混配制冷剂品种并提供小品种定制服务。齐全的制冷剂品种、规格供给方案，强大的市场影响力，公司制冷剂终端市场强劲增长，不断强化“巨化”牌制冷剂（冷媒）的市场龙头地位。报告期内，公司与全球知名汽车售后市场供应商德雷威（DRiV）联合推出 R134a 巨化®冠军全新双品牌冷媒，下沉服务汽车售后市场。

——公司含氟聚合物品种、产能国内领先，并呈良好成长态势

含氟聚合物属于有机氟行业中发展最快、最有前景的产业之一，处于产业链的中后端，产品附加值高。氟元素赋予含氟聚合物具有优异的耐化学品性、耐候性、耐久性、耐溶性、电绝缘性、高透光、低折射率、低表面能、阻隔性、抗高温性、自润滑性、电性能、自阻燃、自洁净以及超强的抗氧化性等独特性能，广泛应用于航空航天、5G 通讯、国防军工、高端装备制造、电子信息、电气、环保、新能源、化工、交通运输、金属表面处理、制药、医疗、纺织、建筑、冶金冶炼等各工业部门，成为战略性新兴产业、未来产业发展不可或缺、不可替代的支撑材料。

公司含氟聚合物品种齐全，TFE、HFP、VDF、PTFE、FEP、FKM、PVDF、ETFE 产能位居行业领先地位。基于氟聚合物良好的发展前景，公司依托研发优势，持续加大高性能氟聚合物自主研发，加快研发成果产业化。未来，随着公司本埠 10000t/a 高品质可熔氟树脂及配套项目、500 吨/年全氟磺酸树脂项目一期 250 吨/年项目、1 万吨/年 FEP 扩建项目，以及甘肃巨化西部基地高性能氟氯化新材料一体化项目建成，以及持续对高性能氟聚合物材料高强度投入研发，将逐步确立公司氟聚合物品种齐全、规模领先的国内龙头地位，并带动公司氟化工业务高端化升级进阶。

——含氟精细化学品快速发展

含氟精细化学品附加值高、种类丰富、用途广泛，具有较大的发展空间，主要包括含氟有机中间体、电子化学品、表面活性剂、特种含氟单体、锂电用含氟精细化学品、环保型含氟灭火剂等，广泛应用于含氟医药、含氟农药、含氟染料、表面活性剂、织物整理剂、液晶材料、半导体、改性材料和新能源等行业。

公司具有完整氟化工产业链和齐全的氟聚合物单体（四氟乙烯（TFE）、六氟丙烯（HFP）、偏氟乙烯（VDF））以及较强产品研发能力，为公司氟化工产业高端化、精细化、专用化发展提供良好支撑。公司开发出电子氟化液氢氟醚 D 系列产品和全氟聚醚 JHT 系列产品，可以为半导体生产、大数据中心、新能源汽车、储能、机器人 AI 等战略新兴产业提供良好的热管理、高精度清洗、恶劣环境润滑解决方案。公司完成飞源化工收购，含氟精细化学品产能规模、品种数量快速提升。

2、以 VDC-PVDC 为核心的新型食品包装材料产业链处国内绝对主导地位

PVDC 树脂是一种阻隔性高、韧性强，低温热封、热收缩性、化学稳定性良好的理想包装材料，产品包括聚保鲜、聚包鲜、食品保鲜膜、PVDC 肠衣膜树脂、PVDC-MA 树脂、PVDC 乳液等。公司 VDC、PVDC 产业产能规模位居全球首位，产品逐步向多元化、高端化、终端化拓展，PVDC 产品获批“中国制造业单项冠军产品”“浙江制造精品”，国内市场占有率第一，综合竞争力稳居全国前列。报告期内，聚荟公司 20kt/a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目开工。公司氟氯化工业产业链高度融合。领先的市场竞争优势地位，完善的产业链和多品种经营，增强了公司产业链韧性，并为公司产业高端化智能化绿色化发展、打造一流高性能氟氯化工业新材料先进制造业基地提供有力支撑。

（二）园区一体化、集约化运营优势

公司控股股东巨化集团是原化工部八大化工生产基地之一。以巨化集团为基础形成的衢州国家高新技术产业开发区，系国家第二批园区循环化改造试点单位，2018 年至今连续 7 年入选“中国化工园区 30 强”，系国内少数同时列入“智慧化工园区名录”和“绿色化工园区名录”的先进园区之一。园区已形成产业链完备的氟硅新材料、锂电新材料、电子化学材料、特色轻工、芯片及传感器、智能装备制造、生物医药与大健康等 7 大产业集群。

公司拥有基础配套原料、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业新材料产业集群。

公司主营业务主要集中在衢州国家高新技术产业开发区内，公司产业发展定位与园区高度融合，为园区氟硅新材料产业链链主企业，并与园区形成一体化、集约化发展格局，为公司低成本运营、可持续发展、产业高端化延伸积淀了坚实支撑。

（三）技术优势

公司拥有完善的研发体系，具有国内领先的氟化工产业研发实力，建有国家氟材料工程技术研究中心、国家级企业技术中心 2 个国家级创新平台，省级以上科技创新平台 20 余个，形成了公司战略统领、内部分工协作、外部合作协同的技术创新体制和产学研有机衔接的技术转化机制。在氟氯新材料新产品研发、氟化工相关环境科学、含氟化学品分析测试等方面具有较强的原创开发能力、科研成果转化工程能力，科学储备一批先进实用的相关新产品、新技术，为公司发展提供持续动力。

报告期内，巨圣氟化公司“西特里维氟材料企业研究院”被认定为浙江省级重点企业研究院，宁波巨化公司“巨化有机氯化物企业研究院”、巨化锦纶公司“锦纶石化新材料企业研究院”被认定为浙江省级企业研究院，兰溪氟化公司“浙江省巨化含氟化学品高新技术企业研究开发中心”新增为浙江省级高新技术企业研发中心。公司主要产品采用国际先进标准生产，主体装置生产技术和装备水平始终保持行业先进水平。主导/参与编制国家、行业和团体标准 20 余项，起草浙江制造标准 8 个。

报告期内，公司全资子公司巨圣氟化公司“集成电路用超纯氟树脂的制备及其应用”、衢化氟化公司“等离子过程强化热裂解废物制备含氟特气关键技术”入选浙江省 2024 年度“尖兵领雁+X”研发攻关计划“尖兵”计划项目。公司研发的新型混配制冷剂“R-495A”获得 ASHRAE 认证，R-495A 已列入 ASHRAE Standard 34-2024。巨圣氟化公司开发的“建筑膜用 ETFE 和过氧硫化耐介质全氟醚橡胶”顺利通过省

级工业新产品评审，“一种锂电池封装用过氧氟橡胶的制备方法”和“一种太阳能背板用 ETFE 树脂的制备方法”分别获得 2024 年度中国氟硅行业专利奖一等奖和优秀奖；“耐介质过氧硫化全氟醚橡胶”、“建筑膜用 ETFE 树脂”两项技术成果分别荣获中国氟硅行业 2024 年度科技创新奖特等奖、一等奖；技术中心公司“储能液流电池用高性能全氟磺酸树脂开发”获得首届 2024 年浙江省国资国企创新大赛“领航者杯”一等奖。衢化氟化公司、宁波巨化公司入选浙江省专利产业化促进中小企业成长“金种子”计划并入驻国家样板企业培育库企业。截止报告期末，公司拥有授权技术专利 751 件，其中发明专利 515 件，国外专利 50 件。

近年来，公司坚持以数智化变革为牵引，以“三零”工程为切入点，推进数智化变革与业务创新融合发展，有效提升装置经济运行能力和智慧管理水平，2021 年率先成为浙江省化工企业和省属国企的“未来工厂”，已建成省级智能工厂 3 个（2021 公司电化厂次氯酸钠智能工厂，2022 宁波巨化公司有机醇智能工厂，2023 巨圣氟化公司 PTFE 智能工厂），浙江省级数字化车间 2 个。报告期内，巨塑化工公司入选 2024 年浙江省人工智能应用标杆企业，衢化氟化公司入选 2024 年国家级 5G 工厂入选名录。

（四）品牌优势

公司坚持以科技创新为驱动，以品质引领为基石，以责任担当为支撑，奋力打造高成长性、高价值力、高美誉度的卓越品牌，助力公司加快建设世界一流企业。

公司拥有一批名品、精品产品群。公司“JH 巨化牌®”商标为中国驰名商标。公司制冷剂产品多次获得“中国制冷行业领导品牌”“最具影响力制冷剂品牌”“品质浙货”出口领军企业等荣誉。R134a、环己酮、PTFE 等为浙江省名牌产品；PTFE、R134a 为“中国石油和化学工业知名品牌产品”；“汽车空调用制冷剂 1,1,1,2-四氟乙烷（气雾罐型）”“偏二氯乙烯共聚树脂”“偏二氯乙烯共聚乳液”“高速纺尼龙-6 用己内酰胺”“工业用二氟甲烷”“工业用八氟环丁烷”等六个产品通过“品字标浙江制造”品牌认证；PVDC 共聚树脂、锂电池粘结剂用聚偏二氯乙烯树脂、过氧化物硫化氟橡胶、水性防腐涂料用 PVDC 乳液等产品入选“浙江制造精品”；公司 PVDC 产品获第四批“中国制造业单项冠军产品”；R32、R22、R134a 产品通过 UL（美国保险商试验所）认证；PTFE 分散乳液、聚保鲜 PVDC 保鲜膜、聚保鲜 PVDC 保鲜袋系列产品通过美国 FDA（美国食品和药物管理局）安全认证和欧盟 EU 认证；R1234yf、R134a 通过 IATF16949 认证（汽车行业治理体系认证）；药用 R134a 取得药品注册证书和美国 DMF 归档号。

公司拥有诸多行业先进荣誉，先后被评为全国石油和化学工业环境保护先进单位、石油和化工行业维护产业安全先进单位、石油和化工行业节能减排先进单位、全国石油和化学工业先进集体、中国化工行业技术创新示范企业、国家实施卓越绩效先进企业、全国质量管理先进企业、中国氟硅行业优秀创新型企业、浙江省产品信得过单位、浙江省用户满意企业、浙江省和衢州市首批“质量奖”。报告期内，公司当选为中国化工环保协会氟化工专业委员会主任委员单位。报告期内，公司获联合资信信用评级 3A 级，荣登“2023 年度中国企业信用 500 强”系列榜单第 322 位，入选品牌联盟“TopBrand2024 中国创新品牌 500 强榜单”第 82 位。衢化氟化公司通过国家级第五批“单项冠军示范企业”复核，联州致冷公司、巨圣氟化公司入选“2024 年浙江省首批制造业单项冠军培育企业”，巨圣氟化公司“高效纳米聚合超高性能氟橡胶”列入浙江省推荐的第九批制造业单项冠军企业。

（五）专业人才及经营管理优势

1. 专业人才优势

公司历经上世纪五十年代末第一次创业（企业前身肇始阶段，建设发展化肥和有机化工）、九十年代二次创业（产业结构调整，确立氟化工主业），2005 年第三次创业（转型升级，战略性新兴产业），经过长期大化工生产和产业不断创新升级的艰苦历练，积累了丰富的化工生产、经营、管理经验，培育造就了高素质的产业队伍。

公司坚持人才立企，依托产业平台、研发平台、创业平台，积极引进行业领军人才团队，创新设立党政人才、经营管理人才、专业技术/高技能人才互通的“H”型发展通道，以及利用国家级、省级技能大师工作室、工匠楼等教培平台，组织开展多种形式的岗位培训、技能培训等，帮助员工制定职业规划，拓宽职业发展之路，满足员工个人职业生涯的发展需求，培养内部各层次、梯队人才，人才优势不断累积。

报告期内，巨圣氟化公司被浙江省人民政府授予“浙江省新时代浙派工匠培育突出贡献单位”称号；3 人获首届全国“红旗杯”班组长大赛化工赛道复赛二等奖，2 人三等奖；浙江省省部属企事业单位化学检验员职业技能竞赛，氯碱新材料事业部、股份公司代表队荣获团体银奖铜奖；5 位员工斩获省总工会 2023 年“浙江金蓝领”称号。

2. 经营管理优势

公司主产业基地历经 66 年大化工产业经营管理积淀。公司建有完善的质量、环境、职业健康安全三大管理体系，在传承既有“严、细、精、实”工作作风的基础上，引进杜邦安全管理体系，导入霍尼韦尔卓越运营管理体系打造具有巨化特色的 JSE 精益管理体系，加强内控建设、内控评价及内控风险合规三合一体系建设，防范生产经营风险，同时强化实施 ESG 管理，明确“美丽巨化”“三生（生产、生活、生态）巨化”生态文明建设目标，以“三零改造（零备机、零手动、零距离）”为突破口，坚持循环经济 4R 原则，结合双碳研究与实践，深入践行清洁生产管理模式，推动 ESG、JES（巨化卓越运营管理体系）与企业经营深度融合，持续推进公司高质量运行、可持续发展。公司现已建成工信部国家级绿色工厂 2 个、石油和化工行业绿色工厂 1 个、市级绿色工厂 2 个。

（六）空间布局与市场优势

公司拥有浙江（衢州、宁波、兰溪）、山东、阿联酋三大生产基地，形成了良好的产业链协同、资源优势互补和市场空间布局合理的优势。此外，公司已决定通过取得甘肃巨化控股权，并由其实施高性能氟氯新材料一体化项目，打造甘肃巨化新基地，将公司核心产业竞争优势与西部政策、绿电能源、资源优势有机结合，形成本埠和西部基地两区域特色发展、优势互补的空间新格局，进一步拓展未来发展空间，取得长久的发展权，巩固和提升产业竞争地位。

公司以顾客需求为关注焦点，发挥行业龙头榜样作用，以品牌建设为支点，持续改进产品品质，延伸产品支持服务，与顾客合作共赢，为顾客创造价值，拥有健全的市场网络和忠实的顾客群。领先的主导产品市场地位，完备的差异化系列化产品，完善的营销网络，良好的市场品牌和服务，为公司高水平产销运营提供了有力支撑。

四、风险提示

1、原材料价格波动风险

公司生产需要萤石、氢氟酸、硫磺、电石、工业盐、甲醇、工业苯等主要原材料，以及水电汽等二次能源。在碳达峰、碳中和政策预期下，不排除国家进一步出台降低资源能源消耗政策，碳排放政策，能耗控制、碳排放控制政策更趋严厉，叠加地缘政治风险加剧，原材料和能源价格大幅上行，对公司的生产经营和业绩带来不利影响的风险。

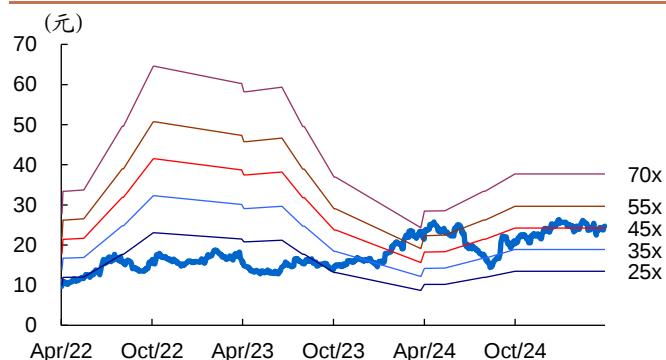
2、项目进度不及预期风险

公司属化工行业，具有高温高压、易燃易爆、有毒有害的生产特点。不排除因生产过程管理控制不当或其他不确定因素发生导致安全事故，给公司财产、员工人身安全和周边环境带来严重不利影响，从而影响项目进度。

3、市场需求风险

公司所处化工行业具有周期性波动的特征，行业发展与宏观经济形势及相关下游行业的景气程度有很强的相关性。公司的经营业绩对产销水平、产品价格的敏感系数较高。不排除未来由于宏观经济增速持续放缓，市场需求增长乏力，行业产能不断释放，开工率水平下降，导致产品市场供过于求矛盾加剧，产品价格低迷，给经营业绩带来不利影响的风险。

图 12：巨化股份历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 13：巨化股份历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6421	7949	8790	11713	15893
现金	1818	2625	2557	4277	7357
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	692	207	248	298	343
应收款项	921	816	979	1175	1351
其它应收款	20	49	59	71	81
存货	1764	2283	2597	3076	3524
其他	1206	1969	2350	2816	3238
非流动资产	16963	19965	21769	23286	24561
长期股权投资	2293	2535	2535	2535	2535
固定资产	9506	11815	13766	15414	16806
无形资产商誉	692	1347	1212	1091	982
其他	4472	4268	4256	4246	4238
资产总计	23384	27914	30558	34999	40454
流动负债	4516	4982	4585	4982	5616
短期借款	605	832	283	0	0
应付账款	2903	2980	3390	4015	4600
预收账款	246	246	279	331	379
其他	762	925	633	635	637
长期负债	2491	3742	3742	3742	3742
长期借款	1743	2708	2708	2708	2708
其他	748	1034	1034	1034	1034
负债合计	7007	8724	8327	8723	9358
股本	2700	2700	2700	2700	2700
资本公积金	4666	4671	4671	4671	4671
留存收益	8709	10421	13097	16676	20954
少数股东权益	302	1398	1764	2229	2772
归属于母公司所有者权益	16075	17792	20468	24046	28325
负债及权益合计	23384	27914	30558	34999	40454

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2196	2765	4839	6038	7088
净利润	969	2177	3662	4665	5442
折旧摊销	1045	1548	1982	2269	2511
财务费用	9	72	93	61	35
投资收益	(92)	(139)	(434)	(434)	(434)
营运资金变动	224	(893)	(464)	(523)	(466)
其它	41	(1)	0	0	0
投资活动现金流	(2719)	(2258)	(3352)	(3352)	(3352)
资本支出	(2992)	(1937)	(3786)	(3786)	(3786)
其他投资	273	(321)	434	434	434
筹资活动现金流	210	191	(1555)	(965)	(656)
借款变动	4858	581	(842)	(283)	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	376	5	0	0	0
股利分配	(5184)	(621)	(621)	(621)	(621)
其他	161	226	(93)	(61)	(35)
现金净增加额	(312)	698	(68)	1720	3080

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20655	24462	29355	35226	40510
营业成本	17924	20182	22955	27194	31152
营业税金及附加	91	98	117	141	162
营业费用	139	121	145	174	200
管理费用	684	826	991	1190	1368
研发费用	1001	1054	1265	1518	1746
财务费用	(22)	42	93	61	35
资产减值损失	37	(71)	0	0	0
公允价值变动收益	1	(2)	(2)	(2)	(2)
其他收益	120	297	297	297	297
投资收益	91	139	139	139	139
营业利润	1087	2502	4222	5382	6281
营业外收入	13	12	12	12	12
营业外支出	24	17	17	17	17
利润总额	1077	2497	4217	5377	6276
所得税	108	321	554	712	834
少数股东损益	25	217	365	465	543
归属于母公司净利润	944	1960	3297	4200	4899

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-4%	18%	20%	20%	15%
营业利润	-61%	130%	69%	27%	17%
归母净利润	-60%	108%	68%	27%	17%
获利能力					
毛利率	13.2%	17.5%	21.8%	22.8%	23.1%
净利率	4.6%	8.0%	11.2%	11.9%	12.1%
ROE	6.0%	11.6%	17.2%	18.9%	18.7%
ROIC	5.2%	10.5%	15.5%	17.4%	17.4%
偿债能力					
资产负债率	30.0%	31.3%	27.2%	24.9%	23.1%
净负债比率	11.1%	13.7%	9.8%	7.7%	6.7%
流动比率	1.4	1.6	1.9	2.4	2.8
速动比率	1.0	1.1	1.4	1.7	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
存货周转率	10.3	10.0	9.4	9.6	9.4
应收账款周转率	12.4	18.6	26.1	26.1	25.6
应付账款周转率	5.5	6.9	7.2	7.3	7.2
每股资料(元)					
EPS	0.35	0.73	1.22	1.56	1.81
每股经营净现金	0.81	1.02	1.79	2.24	2.63
每股净资产	5.95	6.59	7.58	8.91	10.49
每股股利	0.00	0.23	0.23	0.23	0.23
估值比率					
PE	70.8	34.1	20.3	15.9	13.6
PB	4.2	3.8	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	35.9	18.5	11.8	9.6	8.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

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。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。