

基础化工

2025 年 04 月 26 日

巨化股份 (600160)

——制冷剂量价利齐升，利润增速开始加快，24 年业绩符合预期

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 25 日

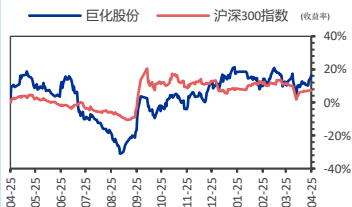
收盘价 (元)	25.15
一年内最高/最低 (元)	26.72/14.25
市净率	3.8
息率 (分红/股价)	0.44
流通 A 股市值 (百万元)	67,899
上证指数/深证成指	3,295.06/9,917.06

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 12 月 31 日

每股净资产 (元)	6.59
资产负债率%	31.25
总股本/流通 A 股 (百万)	2,700/2,700
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《巨化股份 (600160) 点评：制冷剂内外贸价格大幅上行，控股股东增持股份彰显信心》2025/04/09

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

李绍程 A0230124070001
lisc@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2024 年年报，业绩符合预期。**24 年公司实现营业收入 244.62 亿元 (yoy+18%)，归母净利润 19.60 亿元 (yoy+108%)，扣非后归母净利润 19.03 亿元 (yoy+131%)，业绩符合预期。其中 24Q4 公司实现营业收入为 65.56 亿元 (yoy+41%，QoQ+13%)，归母净利润为 7.02 亿元 (yoy+257%，QoQ+66%)，扣非后归母净利润为 7.19 亿元 (yoy+438%，QoQ+84%)。2024 年公司业绩同比增长的主要原因为：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。其中 24Q4 单季度归母净利润环比增长的主要原因为：四季度制冷剂量价利环比均上行。公司拟向全体股东按每 10 股派发现金红利 2.3 元 (含税)，合计派发 6.21 亿元，占当期归母净利润的 31.69%。
- **24 年制冷剂量价利大幅提升，25 年行业格局更优，公司或充分受益制冷剂长景气。**24 年公司制冷剂销量 35.30 万吨 (YoY+23%)，销售均价 26765 元/吨 (YoY+33%)，毛利润 27.33 亿元 (YoY+248%)，子公司衢化氟化学净利润 13.98 亿元 (YoY+354%)，飞源化工净利润 4.68 亿元 (YoY+1040%)。进入 2025 年，产业链库存同比显著降低，行业格局进一步向好。据百川盈孚，二季度 R32 承兑价格 46600 元/吨，R410a 承兑价格 47600 元/吨，环比上涨约 6000 元/吨；同时，4 月 21 日广东东阳光 R32/R125/R134a 报价已上调至 5/4.9/4.8 万元/吨，R32 和 R134a 较此前提升 500 元/吨，公司 R32 出厂报价已达到 5.05 万元/吨，主流制冷剂外贸价格基本站上 4.5 万元/吨；R143a 报价 4.6 万元/吨 (较 24 年 12 月提升 1.05 万元/吨)。公司三代制冷剂配额国内领先，亦有 3.9 万吨 R22 配额，后续有望充分受益二代三代制冷剂价格共振上行。
- **石化材料及含氟精细化学品放量显著，贡献边际业绩增量。**24 年公司石化材料销量 52.21 万吨 (YoY+46%)，销售均价 7714 元/吨 (同比持平)，毛利润 2.92 亿元 (YoY+124%)；含氟精细化学品销量 0.51 万吨 (YoY+255%)，销售均价 55042 元/吨 (YoY-44%)，毛利润 0.48 亿元 (YoY+391%)。根据公司 23 年年报，5000 吨/年巨芯冷却液项目一期 1000 吨/年运行状况良好，随着全氟聚醚和氢氟醚等产品的验证及放量，含氟精细化学品板块附加值有望持续提升。
- **含氟聚合物及食品包装材料价格下滑盈利能力承压，氟化工原料及基础化工亦有小幅拖累。**24 年公司含氟聚合物销量 4.73 万吨 (YoY+7%)，销售均价 38913 元/吨 (YoY-17%)，毛利润 0.41 亿元 (YoY-85%)；食品包装材料销量 8.40 万吨 (YoY-2%)，销售均价 11020 元/吨 (YoY-14%)，毛利润 2.18 亿元 (YoY-45%)；氟化工原料销量 34.71 万吨 (YoY-5%)，销售均价 3556 元/吨 (YoY+23%)，毛利润 1.03 亿元 (YoY-38%)；基础化工销量 178.52 万吨 (YoY+12%)，销售均价 1553 元/吨 (YoY-14%)，毛利润 7.79 亿元 (YoY-8%)。
- **投资分析意见：**供给严格约束下，行业格局优化叠加下游需求的增长将带来制冷剂价格价差持续向上，公司涨价弹性大，后续二代三代制冷剂价格有望迎共振上行，我们维持 2025-2026 年归母净利润预测分别为 41.63、54.35 亿元，新增 2027 年预测为 71.23 亿元，对应 EPS 分别为 1.54、2.01、2.64 元，当前市值对应 PE 为 16、12、10 倍，维持增持评级。
- **风险提示：**1.下游空调、汽车产量大幅下滑；2.制冷剂价格下跌；3.原料价格大涨；4.新项目进展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	20,655	24,462	27,858	30,820	33,822
同比增长率 (%)	-3.9	18.4	13.9	10.6	9.7
归母净利润 (百万元)	944	1,960	4,163	5,435	7,123
同比增长率 (%)	-60.4	107.7	112.4	30.6	31.1
每股收益 (元/股)	0.35	0.73	1.54	2.01	2.64
毛利率 (%)	13.2	17.5	26.1	29.6	32.9
ROE (%)	5.9	11.0	19.0	20.9	21.5
市盈率	72	35	16	12	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20,655	24,462	27,858	30,820	33,822
其中: 营业收入	20,655	24,462	27,858	30,820	33,822
减: 营业成本	17,924	20,182	20,588	21,696	22,681
减: 税金及附加	91	98	111	123	132
主营业务利润	2,640	4,182	7,159	9,001	11,009
减: 销售费用	139	121	139	216	169
减: 管理费用	684	826	891	1,048	1,082
减: 研发费用	1,001	1,054	1,198	1,387	1,454
减: 财务费用	-22	42	36	19	-4
经营性利润	838	2,139	4,895	6,331	8,308
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	6	14	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-35	-86	0	0	0
加: 投资收益及其他	211	436	375	398	423
营业利润	1,087	2,502	5,269	6,729	8,731
加: 营业外净收入	-10	-5	-15	-10	-10
利润总额	1,077	2,497	5,254	6,719	8,721
减: 所得税	108	321	606	717	937
净利润	969	2,177	4,648	6,002	7,784
少数股东损益	25	217	485	567	661
归属于母公司所有者的净利润	944	1,960	4,163	5,435	7,123

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。