

## 巨化股份(600160.SH)

## 国补驱动内需增长，制冷剂价格持续高涨

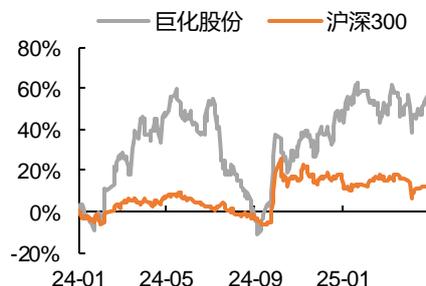
## 推荐（维持）

现价：25.36元

## 主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.jhgf.com.cn
大股东/持股	巨化集团 / 52.70%
实际控制人	浙江省国资委
总股本(百万股)	2700
流通A股(百万股)	2700
流通B/H股(百万股)	--
总市值(亿元)	685
流通A股市值(亿元)	685
每股净资产(元)	6.90
资产负债率(%)	32.85

## 行情走势图



## 相关研究报告

《巨化股份(600160.SH)公司首次覆盖报告：氟化工一体化龙头，HFCs配额全国第一》2024-05-23

《巨化股份(600160.SH)公司2024年半年报点评：完成淄博飞源吸收合并，氟制冷剂量价齐增》2024-08-23

《巨化股份(600160.SH)公司2024年三季报点评：制冷剂延续量增价涨，公司利润再增厚》2024-10-24

《巨化股份(600160.SH)公司2024年年报点评：制冷剂上行周期，公司利润显著增厚》2025-04-25

## 证券分析师

**陈潇榕** 投资咨询资格编号  
S1060523110001  
chenxiaorong186@pingan.com.cn

**马书蕾** 投资咨询资格编号  
S1060524070002  
mashulei362@pingan.com.cn

## 事项：

公司发布2025年一季度报，2025Q1实现营收58.00亿元，同比增加6.05%；归母净利润8.09亿元，同比增加160.64%；归母扣非净利润7.89亿元，同比增加173.94%。

## 平安观点：

## ■ 国补驱动内需消费，公司氟制冷剂产品供需偏紧、价格持续高涨。

1) 2025年一季度公司氟化工原料产量同增13.04%，外销量同增11.07%，月销售均价同增14.25%，该业务营收同增26.90%。2025Q1公司外购最上游萤石价格yoy+12.59%、无水氟化氢价格yoy+14.31%、四氯化硅价格yoy-17.85%、液氯价格yoy-24.46%。

2) 2025年一季度氟制冷剂产销量分别同增9.56%和4.14%，月销售均价为3.75万元/吨、同比增加58.08%（据百川盈孚，25Q1主流三代制冷剂R32/R134a/R125市场均价分别为4.42万元/吨、4.46万元/吨、4.35万元/吨，分别同比增加97.9%、44.5%、16.3%），该业务实现营收26.18亿元、同比高增64.63%。2025年制冷剂继续实施配额约束供应总量，2025年公司获HCFC-22生产配额3.89万吨、占全国的26.10%，HFCs生产配额29.98万吨、占全国总配额的39.6%（含淄博飞源8万吨HFCs）；需求端，下游空调、汽车在国补驱动下内需增长强劲，据奥维云网，25Q1我国空调产销分别同比增加11.6%和11.9%，据中汽协数据，25Q1我国汽车产销分别同比增长14.5%和11.2%，制冷剂供需格局向好、市场价格持续高涨带动公司利润增幅显著。

3) 2025年一季度含氟聚合物产销量同增12.27%和9.88%，月销售均价同降6.31%，该业务实现营收4.2亿元，同增2.94%。

4) 2025年一季度含氟精细化学品产销量同增37.62%和同降6.67%，月销售均价同增4.57%，营收yoy-2.40%。在2024年合并淄博飞源后，公司含氟精细化学品产销量大幅增加但价格被摊薄，25Q1销量小幅下降、价格低位反弹，该业务整体收入水平维持稳定。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20655	24462	30088	35092	39952
YOY(%)	-3.9	18.4	23.0	16.6	13.9
归母净利润(百万元)	944	1960	2764	3323	3815
YOY(%)	-60.4	107.7	41.1	20.2	14.8
毛利率(%)	13.2	17.5	18.8	19.2	19.4
净利率(%)	4.6	8.0	9.2	9.5	9.5
ROE(%)	5.9	11.0	13.8	14.7	14.9
EPS(摊薄/元)	0.35	0.73	1.02	1.23	1.41
P/E(倍)	72.6	34.9	24.8	20.6	17.9
P/B(倍)	4.3	3.8	3.4	3.0	2.7

- **2025Q1 公司石化材料产销维持较为强劲的增长，基础化工品售价明显回暖，食品包装材料相对承压。**
  - 1) 2025Q1 公司石化材料产销量分别同增 14.87%和 17.97%，销售均价同比下降 9.31%，营收 9.56 亿元，yoy+6.99%；
  - 2) 2025Q1 食品包装材料产销量分别同比-7.38%和-15.69%，销售均价同比-4.58%，营收 1.71 亿元、yoy-19.55%；
  - 3) 2025Q1 基础化工品及其它产销量分别同增 0.87%和同降 10.13%，售价同比+19.40%，营收 7.09 亿元，yoy+7.31%。
- **投资建议：**公司层面，作为国内基础化工+煤化工+氟化工一体化龙头，2025 年公司三代制冷剂 HFCs 配额继续位居全国第一，同时在完成对淄博飞源的收购整合后，氟化工龙头地位进一步加固，在供应端以配额制约的情况下，更利于公司规模优势的发挥；行业层面：据生态环境部，2025 年二代制冷剂生产总量 16.36 万吨、同比减少 4.99 万吨，三代制冷剂总生产配额为 79.19 万吨、同比增加 4.63 万吨，各家配额已核发，呈现高集中度特征，制冷剂供需格局优化，价格有望延续稳中探涨走势。公司作为氟产品龙头供应商，将在行业上行周期中实现较好的业绩增长。综上，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 27.64 亿元、33.23 亿元、38.15 亿元（较原值保持不变），对应 2025 年 4 月 28 日收盘价 PE 分别为 24.8、20.6、17.9 倍，制冷剂价格高位续涨，公司业绩稳中向好，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 供应过剩的压力：前期企业为竞争配额大幅扩产致市场产能有所过剩，后续配额管控正式实施，若市场供应仍显宽松，则可能对企业盈利能力改善预期形成一定冲击。2) 下游需求不及预期的风险：终端空调、冰箱、汽车等需求若处持续疲软状态，则对氟化工制冷剂产业造成不利影响。3) 原材料萤石等价格大幅波动的风险：若上游核心原料萤石价格大幅波动，则可能会对制冷剂产品利润造成较大影响。4) 制冷剂价格回落的风险：若市场供需结构未如预期改善，制冷剂前期价格超涨可能在后续快速回落，从而影响公司业绩。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	7949	13618	19588	25609
现金	2625	6990	11874	16835
应收票据及应收账款	2569	3328	3881	4419
预付账款	49	40	47	54
其他应收款	205	175	204	232
存货	2283	2533	2938	3337
其他流动资产	217	552	644	733
<b>非流动资产</b>	19965	17979	16062	14789
长期投资	2535	2665	2795	2925
固定资产	11988	10477	8941	8171
无形资产	803	669	535	401
其他非流动资产	4640	4168	3791	3292
<b>资产总计</b>	27914	31596	35649	40398
<b>流动负债</b>	4982	6455	7422	8417
短期借款	832	782	840	940
应付票据及应付账款	2980	4240	4918	5586
其他流动负债	1170	1433	1665	1891
<b>非流动负债</b>	3742	3453	3536	3842
长期借款	2885	2596	2679	2986
其他非流动负债	857	857	857	857
<b>负债合计</b>	8724	9908	10958	12259
少数股东权益	1398	1705	2073	2495
股本	2700	2700	2700	2700
资本公积	4671	4671	4671	4671
留存收益	10421	12613	15248	18273
<b>归属母公司股东权益</b>	17792	19984	22619	25644
<b>负债和股东权益</b>	27914	31596	35649	40398

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2749	5352	5651	6416
净利润	2177	3071	3691	4237
折旧摊销	1548	2118	2197	2403
财务费用	42	44	38	39
投资损失	-139	-131	-131	-131
营运资金变动	-1011	219	-177	-166
其他经营现金流	132	32	34	34
<b>投资活动现金流</b>	-2258	-32	-183	-1033
资本支出	1652	0	150	1000
长期投资	-687	0	0	0
其他投资现金流	-3224	-32	-333	-2033
<b>筹资活动现金流</b>	191	-955	-585	-422
短期借款	227	-50	58	100
长期借款	966	-288	83	307
其他筹资现金流	-1001	-617	-726	-829
<b>现金净增加额</b>	731	4365	4884	4961

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	24462	30088	35092	39952
营业成本	20182	24442	28351	32199
税金及附加	98	120	140	160
销售费用	121	135	144	160
管理费用	826	993	1158	1318
研发费用	1054	1204	1404	1598
财务费用	42	44	38	39
资产减值损失	-86	-90	-91	-88
信用减值损失	14	15	18	20
其他收益	297	297	297	297
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资净收益	139	131	131	131
资产处置收益	1	24	24	24
<b>营业利润</b>	2502	3527	4236	4862
营业外收入	12	12	13	15
营业外支出	17	16	15	16
<b>利润总额</b>	2497	3523	4234	4861
所得税	321	452	544	624
<b>净利润</b>	2177	3071	3691	4237
少数股东损益	217	306	368	423
<b>归属母公司净利润</b>	1960	2764	3323	3815
EBITDA	4087	5685	6469	7303
EPS (元)	0.73	1.02	1.23	1.41

## 主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	18.4	23.0	16.6	13.9
营业利润(%)	130.3	40.9	20.1	14.8
归属于母公司净利润(%)	107.7	41.1	20.2	14.8
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	17.5	18.8	19.2	19.4
净利率(%)	8.0	9.2	9.5	9.5
ROE(%)	11.0	13.8	14.7	14.9
ROIC(%)	12.2	14.1	15.4	18.1
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	31.3	31.4	30.7	30.3
净负债比率(%)	5.7	-16.7	-33.8	-45.9
流动比率	1.6	2.1	2.6	3.0
速动比率	1.1	1.6	2.1	2.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	10.4	11.7	11.7	11.7
应付账款周转率	8.8	9.0	9.0	9.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.73	1.02	1.23	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	1.98	2.09	2.38
每股净资产(最新摊薄)	6.59	7.40	8.38	9.50
<b>估值比率</b>				
P/E	34.9	24.8	20.6	17.9
P/B	3.8	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	16.9	12.8	10.7	9.1

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层