

巨化股份 (600160.SH)

一季度呈现开门红，制冷剂迎来销售旺季

事件：公司发布 2025 年一季报，公司 2025 年一季度实现营收 58 亿元，同比增长 6.05%，归母净利润 8.09 亿元，同比增长 160.64%，扣非归母净利润 7.89 亿元，同比增长 173.94%，单季度净利润创上市以来历史第二好水平，看好制冷剂长期景气周期。公司作为氟化工龙头有望持续受益。

□ 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，其中氟制冷剂及氟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。

□ 一季度呈现开门红，看好制冷剂价格持续上涨。公司克服生产经营季节性、产品市场结构性等因素，以“首季开门红”为目标，强管理、拓市场、优结构，实现主要生产装置稳定生产、产量提升，尤其是氟化工和石化材料产品增产增销。公司主要产品和原材料市场继续分化。第二代氟制冷剂（HCFCs）因今年生产配额削减产品价格上涨，第三代氟制冷剂（HFCs）因实行生产配额制、上年度对厂库和社会库存消化充分且下游需求旺盛导致产品价格持续上涨；非制冷剂产品总体竞争激烈，产品价格同比下降或低位同比反弹。从数据上来看，一季度氟化工原料板块产量 29.2 万吨，销量 8.7 万吨，营收 3.26 亿元，同比增长分别为 13.04%、11.07%、26.9%；制冷剂板块产量 14.4 万吨，销量 7 万吨，营收 26.18 亿元，同比增长分别为 9.56%、4.14%、64.63%。含氟聚合物产量 3.4 万吨，销量 1 万吨，营业收入 4.2 亿元，同比增长分别为 12.27%、9.88%、2.94%。从价格上来看制冷剂板块价格涨幅最大，产品平均价格上涨超过 50%，达到 58.08%。原材料价格总体呈下跌趋势。

□ 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 20.8 倍、16.3 倍和 14.0 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	72.6	34.9	20.8	16.3	14.0
PB	4.3	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

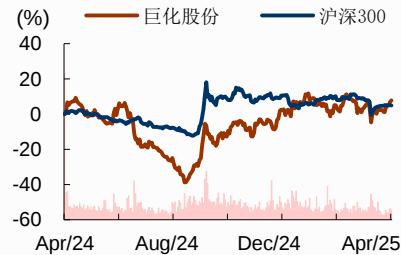
当前股价：25.36 元

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）	68.5
流通市值（十亿元）	68.5
每股净资产（MRQ）	6.9
ROE（TTM）	13.2
资产负债率	32.8%
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	4	21	18
相对表现	8	25	13



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《巨化股份（600160）—24 年业绩同比大幅增长，公司将持续享受制冷剂景气周期》2025-04-26
- 《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
- 《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

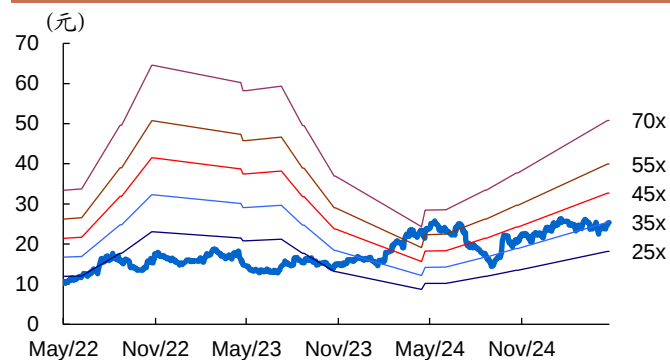
周锋 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

赵晨曦 S1090523010001

✉ zhaochenxi@cmschina.com.cn

图 1: 巨化股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 巨化股份历史 PB Band



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	72.6	34.9	20.8	16.3	14.0
PB	4.3	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。