

公司研究

制冷剂景气上行，量价齐升驱动业绩增长

——巨化股份（600160.SH）2024 年年报&2025 年一季报点评

买入（维持）

当前价：25.41 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	27.00
总市值(亿元):	686.01
一年最低/最高(元):	14.25/26.72
近 3 月换手率:	50.75%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.84	-0.33	3.32
绝对	2.83	-0.97	7.93

资料来源：Wind

相关研报

制冷剂景气持续量价齐升，24H1 业绩大幅增长——巨化股份（600160.SH）2024 年半年度报告点评（2024-08-26）

要点

事件 1：公司发布 2024 年年度报告，2024 年，公司实现营业收入 245 亿元，同比+18%；实现归母净利润 20 亿元，同比+108%。其中 Q4 单季度公司实现营业收入 66 亿元，同比+41%，环比+13%；实现归母净利润 7 亿元，同比+257%，环比+66%。

事件 2：公司发布 2025 年一季度报告，2025 年 Q1，公司实现营业收入 58 亿元，同比+6%，环比-12%；实现归母净利润 8 亿元，同比+161%，环比+15%。

点评：

制冷剂景气上行，24 年业绩同比大幅增长：2024 年公司氟化工原料均价 3556 元/吨，同比+23%，销量 34.7 万吨，同比-5%；致冷剂均价 26765 元/吨，同比+33%，销量 35.3 万吨，同比+23%；含氟聚合物材料均价 38913 元/吨，同比-17%，销量 4.7 万吨，同比+7%；含氟精细化学品均价 55042 元/吨，同比-44%，销量 0.5 万吨，同比+255%；食品包装材料均价 11020 元/吨，同比-14%，销量 8.4 万吨，同比-2%；石化材料均价 7714 元/吨，同比+0.03%，销量 52.2 万吨，同比+46%；基础化工产品均价 1553 元/吨，同比-14%，销量 178.5 万吨，同比+12%。2024 年，第二、三代氟制冷剂实施配额制，供给受限，产能过剩矛盾有效缓解，公司制冷剂产品量价齐升，支撑公司 24 年业绩同比大幅增长。

25Q1 制冷剂维持高景气，公司业绩持续攀升：2025 年，第二代氟制冷剂生产配额进一步削减，第三代氟制冷剂实行生产配额制，致行业供给端受到双重约束。同时，2024 年生产厂库和社会库存消化充分且下游需求旺盛，供需格局进一步优化。在此背景下，公司产品价格保持上涨趋势，较上年同期大幅上涨，推动氟制冷剂业务毛利率实现显著提升。2025 年 Q1，公司氟化工原料均价 3750 元/吨，同比+14%；致冷剂均价 37504 元/吨，同比+58%；含氟聚合物材料均价 38291 元/吨，同比-6%；含氟精细化学品均价 66248 元/吨，同比+5%。

展望 2025 年，制冷剂供给端持续缩减，看好行业景气持续上行。2024 年 12 月 16 日，生态环境部发布了《关于 2025 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额核发情况的公示》，其中，二代制冷剂生产和内用配额分别为 16.36 万吨、8.60 万吨，R22 生产和内用配额分别为 14.91 万吨、8.09 万吨，分别较 24 年削减 3.28 万吨、3.10 万吨，基本符合 24 年 9 月征求意见稿预期。三代制冷剂生产和内用配额分别为 79.19 万吨、38.96 万吨，其中 R32 生产配额为 28.03 万吨，增发 4.08 万吨，超出 24 年 9 月征求意见稿 4.5 万吨的预期。总体来看，25 年制冷剂配额核发情况，二代制冷剂基本符合预期，三代制冷剂超预期削减，制冷剂供给端有序削减，需求端在国内“以旧换新”等政策催化下有望稳步增长，我们持续看好制冷剂行业景气度上行。

盈利预测、估值与评级：制冷剂景气上行，公司盈利能力显著提升，我们上调公司 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 37.62 亿元（上调 18%）/46.86 亿元（上调 28%）/58.14 亿元，折合 EPS 分别为 1.39 元/1.74 元/2.15 元。维持公司“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，技术迭代风险，产品价格大幅波动。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20,655	24,462	28,197	31,738	35,990
营业收入增长率	-3.88%	18.43%	15.26%	12.56%	13.40%
归母净利润（百万元）	944	1,960	3,762	4,686	5,814
归母净利润增长率	-60.37%	107.69%	91.99%	24.55%	24.06%
EPS（元）	0.35	0.73	1.39	1.74	2.15
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.87%	11.01%	17.97%	19.14%	20.12%
P/E	73	35	18	15	12
P/B	4.3	3.9	3.3	2.8	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,655	24,462	28,197	31,738	35,990
营业成本	17,924	20,182	21,644	23,864	26,513
折旧和摊销	1,031	1,514	1,764	1,900	2,051
税金及附加	91	98	113	127	144
销售费用	139	121	139	156	177
管理费用	684	826	952	1,072	1,215
研发费用	1,001	1,054	1,215	1,368	1,551
财务费用	-22	42	42	43	40
投资收益	91	139	139	139	139
营业利润	1,087	2,502	4,571	5,630	6,924
利润总额	1,077	2,497	4,566	5,625	6,919
所得税	108	321	586	722	888
净利润	969	2,177	3,979	4,903	6,031
少数股东损益	25	217	217	217	217
归属母公司净利润	944	1,960	3,762	4,686	5,814
EPS(元)	0.35	0.73	1.39	1.74	2.15

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,196	2,765	5,454	6,572	7,819
净利润	944	1,960	3,762	4,686	5,814
折旧摊销	1,031	1,514	1,764	1,900	2,051
净营运资金增加	648	896	568	492	591
其他	-427	-1,604	-640	-505	-636
投资活动产生现金流	-2,719	-2,258	-2,921	-2,884	-2,884
净资本支出	-2,857	-1,910	-3,020	-3,020	-3,020
长期投资变化	2,293	2,535	0	0	0
其他资产变化	-2,155	-2,883	99	136	136
融资活动现金流	210	191	-1,149	-743	-996
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,041	1,228	-523	400	400
无息负债变化	-876	489	298	433	518
净现金流	-298	748	1,384	2,945	3,940

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	13.2%	17.5%	23.2%	24.8%	26.3%
EBITDA 率	9.8%	16.8%	22.1%	23.4%	24.7%
EBIT 率	4.7%	10.5%	15.9%	17.4%	19.0%
税前净利润率	5.2%	10.2%	16.2%	17.7%	19.2%
归母净利润率	4.6%	8.0%	13.3%	14.8%	16.2%
ROA	4.1%	7.8%	12.8%	13.8%	14.6%
ROE (摊薄)	5.9%	11.0%	18.0%	19.1%	20.1%
经营性 ROIC	5.4%	11.6%	18.5%	21.3%	24.6%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	30%	31%	27%	26%	25%
流动比率	1.42	1.60	2.27	2.81	3.44
速动比率	1.03	1.14	1.70	2.24	2.86
归母权益/有息债务	6.17	4.64	6.33	6.60	7.03
有形资产/有息债务	8.65	6.88	8.92	9.21	9.66

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	23,384	27,914	31,047	35,648	41,198
货币资金	1,818	2,625	4,009	6,955	10,894
交易性金融资产	1	0	0	0	0
应收账款	921	816	940	1,058	1,200
应收票据	692	207	238	268	304
其他应收款 (合计)	20	49	57	64	72
存货	1,764	2,283	2,449	2,700	2,999
其他流动资产	1,082	1,749	1,861	1,967	2,095
流动资产合计	6,421	7,949	9,789	13,269	17,850
其他权益工具	762	981	981	981	981
长期股权投资	2,293	2,535	2,535	2,535	2,535
固定资产	9,506	11,815	11,863	12,008	12,176
在建工程	2,746	2,549	3,487	4,190	4,717
无形资产	676	803	782	762	744
商誉	16	544	544	544	544
其他非流动资产	489	242	280	280	280
非流动资产合计	16,963	19,965	21,258	22,379	23,348
总负债	7,007	8,724	8,499	9,332	10,249
短期借款	605	832	0	0	0
应付账款	1,798	2,282	2,381	2,625	2,916
应付票据	1,105	698	749	826	918
预收账款	0	0	1	1	1
其他流动负债	25	25	62	98	140
流动负债合计	4,516	4,982	4,320	4,718	5,193
长期借款	1,743	2,708	3,108	3,508	3,908
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	443	713	750	785	828
非流动负债合计	2,491	3,742	4,179	4,614	5,057
股东权益	16,377	19,190	22,548	26,316	30,948
股本	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
公积金	5,609	5,691	6,021	6,021	6,021
未分配利润	7,626	9,211	12,023	15,573	19,988
归属母公司权益	16,075	17,792	20,933	24,484	28,898
少数股东权益	302	1,398	1,615	1,833	2,050

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.67%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%
管理费用率	3.31%	3.38%	3.38%	3.38%	3.38%
财务费用率	-0.11%	0.17%	0.15%	0.14%	0.11%
研发费用率	4.84%	4.31%	4.31%	4.31%	4.31%
所得税率	10%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.11	0.23	0.42	0.52	0.64
每股经营现金流	0.81	1.02	2.02	2.43	2.90
每股净资产	5.95	6.59	7.75	9.07	10.70
每股销售收入	7.65	9.06	10.44	11.76	13.33

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	73	35	18	15	12
PB	4.3	3.9	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	34.8	17.8	11.4	9.4	7.5
股息率	0.4%	0.9%	1.7%	2.0%	2.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP