

2025 年 04 月 28 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

巨化股份（600160）

2024&2025Q1 业绩点评：制冷剂红利期已至，龙头充分受益

业绩概述：公司 2024 年实现营业收入 244.62 亿元（+18.43%），归母净利润 19.60 亿元（+107.69%），扣非归母净利润 19.03 亿元（+131.40%），基本 EPS 为 0.73 元。2025Q1 公司实现营业收入 58.00 亿元（同比+6.05%，环比-11.52%）、归母净利润 8.09 亿元（同比+160.64%，环比+15.22%），实现扣非净利润 7.89 亿元（同比+173.94%，环比+9.7%）；

制冷剂景气度持续攀升，非氟业务探底：2024 年，三代氟制冷剂正式进入配额管控期，供需格局发生根本性逆转，2025Q1 行业景气度进一步提升。巨化股份继续提高市场集中度和内部集约管理能力，对外形成绝对竞争优势，引领行业价格体系；2024 年非氟制冷剂业务同步于行业，“供强需弱”，氟聚合物、食品包装材料、基础化工产品价格同比持续下跌，行业整体承压；

24 年制冷剂业务表现突出，25 年延续景气：2024 年制冷剂业务实现收入 94.47 亿元（+62.69%），2025Q1 营业收入 26.18 亿元（+64.63%）我们判断其收入增长较快的主要是由于量价齐升，2024 年制冷剂销量 35.30 万吨（+22.61%），均价 2.68 万/吨（+32.69%），2025Q1 外销量 6.98 万吨（+4.14%），均价 3.75 万元/吨（+58.08%）。与此同时，主要原材料除萤石微涨外，价格基本保持稳中有降。制冷剂供需格局的逆转带来了盈利能力的大幅提升，冲抵了部分非氟制冷剂业务毛利率的下降，2024 年的综合毛利率 17.5%（+5.8pcts），2025Q1 毛利率 28.42%（环比+9.4pcts），体现出制冷剂较强的盈利能力；

部分非氟制冷剂业务贡献增量：2024 年石化材料实现营业收入 40.28 亿元（+45.74%），石化材料外销量 52.21 万吨（+45.70%），毛利润 2.92 亿元（+124%），主要系报告期内公司 85.7kt/a 的有机醇产能投产以及并购飞源化工 10 万吨环氧氯丙烷产能所致，而含氟精细化学品实现收入 2.78 亿元（+99.48%），销量 5054 吨（+254.95%），均价 5.5 万元/吨（-43.80%），毛利润 0.48 亿元（+391%），主要系报告期内公司并购飞源化工导致销量大幅提升，但均价大幅下跌。目前公司 5000 吨巨芯冷却液产能已建成一期 1000 吨，报告期内运行良好。

财务数据：2024 年公司货币现金变动较大，主要系公司加强现金管理，资金回笼增加所致；商誉变动较大，主要系公司并购飞源化工所致。2025Q1 来看，应收账款增加较

投资评级

买入

维持评级

2025 年 04 月 25 日

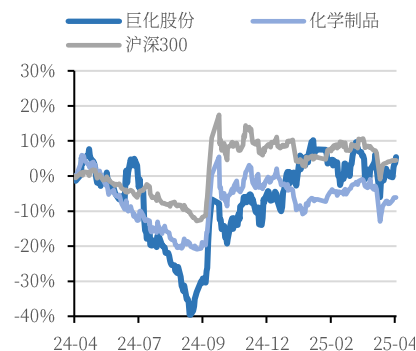
收盘价(元):

25.15

公司基本数据

总股本(百万股)	2,699.75
总市值(百万)	67,898.61
流通股本(百万股)	2,699.75
流通市值(百万)	67,898.61
12 月最高/最低价(元)	26.72/14.25
资产负债率(%)	31.25
每股净资产(元)	6.59
市盈率(TTM)	34.65
市净率(PB)	3.82
净资产收益率(%)	11.01

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC 执业证书: S0640521070001
邮箱: dengke@avicsec.com

王勇杰 分析师
SAC 执业证书: S0640524090001
邮箱: wangyjsh@avicsec.com

相关研究报告

制冷剂价格持续上涨，长期逻辑向好 —2025-01-26

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

多，我们推测系公司长协订单增加较多所致；在建工程增加较多，主要系公司积极布局非氟制冷剂业务所致；

逆势抄底氟氯新材料：近年来，氟聚合物等板块持续低迷，景气度较差，公司逆势布局氟氯新材料业务，拟与巨化集团共同增资控股甘肃巨化，并实施高性能氟氯新材料一体化项目，增资完成后，公司持股比例将达到 70%，纳入公司合并报表范围。甘肃巨化拟使用增资款建设年产 3.5 万吨四氟丙烯（R1234yf）、年产 3 万吨聚四氟乙烯（PTFE）、年产 1 万吨聚全氟乙丙烯（FEP）装置及年产 90 万吨离子膜烧碱、年产 46 万吨一氯甲烷、年产 42 万吨甲烷氯化物、年产 40 万吨氯化钙、年产 19.8 万吨二氟一氯甲烷等配套装置，充分利用当地政策、能源和资源优势，逆周期建设氟化工产能，为公司跻身全球一流氟化工企业、打造世界一流化工新材料供应商的战略目标抢夺先机；

长协价奠定二季度基础：根据氟务在线报道，二季度 R32 长协价 4.66 万/吨（环比上涨约 6000 元/吨），我们认为长协价的大幅上涨是产业链上下游对制冷剂景气度共识趋于一致的结果。截止 4 月 28 日，制冷剂 R32 最新报价为 4.7~4.8 万元/吨，随着夏季高温天气驱动，制冷剂消费进入旺季，空调排产同比高速增长，当下低库存叠加头部企业挺价决心和制冷剂产业链惜售情绪之下，二季度制冷剂或将掀起新一轮涨价潮；

投资建议：制冷剂具有价值量低但不可替代的特点，2025 年是制冷剂业绩兑现的黄金期，随着配额制深入人心，产业链上下游逐步接受制冷剂价格。公司作为行业内头部的制冷剂企业，具有较强的议价能力和产业号召力，因此将充分享受制冷剂上涨带来的时代红利。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 304.76 亿元、346.56 亿元、396.61 亿元，同比增长 24.58%、13.72%、14.44%，实现归母净利润 50.22 亿元、65.77 亿元、77.89 亿元，同比增长 156.31%、30.96%、18.43%，对应 PE 为 14X、10X、9X，维持“买入”评级。

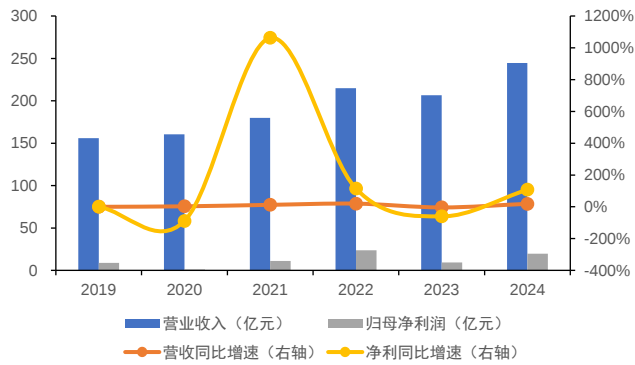
风险提示：制冷剂价格不及预期、政策变动风险、下游客户价格接受风险等

盈利预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20,655	24,462	30,476	34,656	39,661
增速（%）	-3.88%	18.43%	24.58%	13.72%	14.44%
归母净利润（百万元）	944	1,960	5,022	6,577	7,789
增速（%）	-60.37%	107.69%	156.31%	30.96%	18.43%
每股收益（元）	0.35	0.73	1.86	2.44	2.89
市盈率（倍）	72.97	35.13	13.71	10.47	8.84

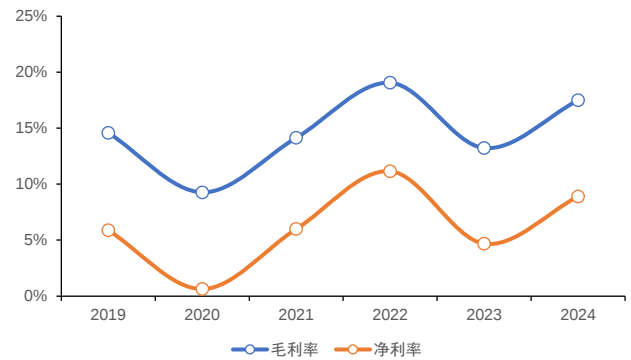
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入、归母净利润及其同比增速



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率和净利率



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 产能建设规划

实施主体	项目名称	项目建设内容	项目达产时间
甘肃巨化	高性能氟氟一体化项目	项目拟建成年产3.5万吨四氟丙烯（R1234yf，多工艺路线）、年产3万吨聚四氟乙烯（PTFE）、年产1万吨聚全氟乙丙烯（FEP）装置及年产90万吨离子膜烧碱、年产46万吨一氯甲烷、年产42万吨甲烷氯化物、年产40万吨氯化钙、年产19.8万吨二氯一氟甲烷等相关配套装置。	预计36个月
浙江巨圣	高品质可熔氟树脂及配套项目	新增10000t/a高品质可熔氟树脂及配套项目	2025年二季度前一期项目PFA装置建成投产，2025年四季度前二期项目建成投产
	高端含氟聚合物项目	实施44kt/a高端含氟聚合物项目A段40kt/a TFE项目	计划2025年二季度建成投产
	全氟磺酸树脂	实施500吨/年全氟磺酸树脂项目一期250吨/年项目	2025年1季度前完成安装施工，2025年6月完成项目试车
浙江聚萘新材料	聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料	实施20kt/a聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目	2025年二季度投产试车
巨塑化工	新增60kt/aVDC单体技改扩建项目	新增60kt/aVDC单体，联产1.8kt/a粗三氯乙烯、50kt/a 氯化钙产品	计划于2025年四季度建成投产
宁化公司	15万吨/年特种聚酯切片新材料项目	15万吨/年PTT（全称“聚对苯二甲酸丙二酯”）、7.2万吨/年PDO（全称“1,3-丙二醇”）。	计划于2024年10月底建成，2024年底试车。

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 分季度数据

	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2
营业收入(百万元)	5800	6556	5826	6610	5470	4643	5917	5520
营业成本(百万元)	4152	5310	4813	5395	4663	3973	5289	4708
销售费用率	0.5%	0.0%	0.5%	0.6%	1.0%	-0.3%	0.8%	1.0%
管理费用率	4.1%	3.2%	3.6%	3.2%	3.6%	3.3%	2.8%	3.4%
财务费用率	0.2%	-0.3%	0.6%	0.6%	-0.2%	-0.2%	0.1%	-0.4%
研发费用率	4.8%	3.1%	5.3%	4.9%	3.9%	5.6%	4.1%	4.5%
资产减值损失(百万元)	31.82	36.17	11.42	21.05	17.09	33.65	-35.23	34.79
利润总额(百万元)	1043	932	512	682	372	222	294	375
所得税费用(百万元)	145	145	45	88	42	11	28	27
归母净利润(百万元)	809	702	423	524	310	197	257	337
扣非归母净利润(百万元)	789	719	390	506	288	134	233	324
EPS(元)	0.30	0.26	0.16	0.19	0.11	0.07	0.10	0.12
毛利率	28.4%	19.0%	17.4%	18.4%	14.7%	14.4%	10.6%	14.7%
期间费用率	9.7%	6.0%	10.0%	9.3%	8.2%	8.5%	7.7%	8.6%
所得税率	13.9%	15.6%	8.8%	12.9%	11.2%	5.1%	9.5%	7.3%
净利率率	13.9%	10.7%	7.3%	7.9%	5.7%	4.2%	4.3%	6.1%

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图5 财务报表预测及比率分析(百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2547.27	1817.70	2625.01	4195.69	8114.92	12980.56	营业收入	21489.12	20655.22	24462.37	30475.60	34655.52	39660.55
应收票据及账款	2580.72	2203.74	2568.78	2755.33	3313.64	3889.99	营业成本	17393.22	17924.15	20181.87	22166.45	24384.44	27669.17
预付账款	76.82	113.26	205.42	250.48	265.85	293.38	税金及附加	87.01	90.70	97.84	134.09	152.48	174.51
其他应收款	23.14	19.60	49.02	58.45	62.66	70.63	销售费用	157.48	139.16	120.59	137.14	149.02	158.64
存货	1727.64	1764.16	2283.12	2429.20	2538.65	2729.01	管理费用	723.23	684.17	826.08	1005.69	1178.29	1328.63
其他流动资产	874.12	502.40	217.46	243.80	316.90	386.78	研发费用	823.84	1000.70	1054.15	1371.40	1472.86	1705.40
流动资产总计	7829.72	6420.87	7948.81	9932.95	14612.63	20350.35	财务费用	-107.52	-21.69	41.84	93.96	5.62	-92.26
长期股权投资	1851.74	2293.23	2534.64	2634.64	2774.64	2904.64	资产减值损失	-150.00	-35.21	-85.73	-60.95	-69.31	-79.32
固定资产	6696.95	9678.86	11988.00	11879.53	11962.43	11986.68	信用减值损失	0.26	5.52	13.88	0.00	0.00	0.00
在建工程	4553.20	2810.87	2614.54	2453.78	2018.03	1582.27	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	687.29	675.91	802.63	918.86	1026.76	1159.65	投资收益	374.39	91.34	138.59	91.00	132.00	116.00
长期待摊费用	34.46	54.07	60.58	30.29	0.00	0.00	公允价值变动损益	4.13	0.89	-2.38	0.60	0.60	0.60
其他非流动资产	973.33	1450.00	1964.40	2573.35	2385.28	2202.07	资产处置收益	6.15	66.26	0.55	6.00	1.00	2.00
非流动资产合计	14796.97	16962.94	19964.80	20490.47	20167.13	19835.31	其他收益	107.81	119.99	297.50	120.00	121.00	125.00
资产总计	22626.69	23383.81	27913.61	30423.42	34779.76	40185.65	营业利润	2754.61	1086.82	2502.41	5723.51	7498.11	8880.73
短期借款	181.85	605.05	831.64	0.00	0.00	0.00	营业外收入	10.78	13.27	11.99	28.00	30.00	31.00
应付票据及账款	3666.12	2903.47	2980.03	3461.61	3707.77	4093.52	营业外支出	40.05	23.58	17.10	22.00	25.00	26.00
其他流动负债	1056.01	1007.83	1170.48	1318.84	1463.93	1686.46	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4903.98	4516.35	4982.15	4780.45	5171.70	5779.98	利润总额	2725.33	1076.51	2497.30	5729.51	7503.11	8885.73
长期借款	1507.48	1918.76	2884.79	2353.48	1685.48	1034.38	所得税	329.02	107.83	320.65	572.95	750.31	888.57
其他非流动负债	430.79	572.02	856.77	500.00	485.00	507.00	净利润	2396.31	968.67	2176.66	5156.56	6752.80	7997.16
非流动负债合计	1938.27	2490.78	3741.55	2853.48	2170.48	1541.38	少数股东损益	15.58	25.17	217.12	134.07	175.57	207.93
负债合计	6842.26	7007.13	8723.70	7633.92	7342.18	7321.36	归属母公司股东净	2380.73	943.51	1959.53	5022.49	6577.22	7789.24
股本	2699.75	2699.75	2699.75	2699.75	2699.75	2699.75	EBITDA	3491.55	2099.66	4087.29	6842.19	8651.05	10045.80
资本公积	4289.87	4665.64	4670.75	4670.75	4670.75	4670.75	NOPLAT	2320.76	898.02	2220.06	5229.78	6751.91	7907.29
留存收益	8478.77	8709.44	10421.09	13886.61	18359.12	23577.91	EPS(元)	0.88	0.35	0.73	1.86	2.44	2.89
归属母公司权益	15468.39	16074.82	17791.59	21257.11	25729.62	30948.41	主要财务比率 会计年度 成长能力						
少数股东权益	316.05	301.86	1398.32	1532.39	1707.96	1915.89							
股东权益合计	15784.44	16376.68	19189.91	22789.50	27437.58	32864.29	营收增长率	19.48%	-3.88%	18.43%	24.58%	13.72%	14.44%
负债和股东权益合计	22626.69	23383.81	27913.61	30423.42	34779.76	40185.65	营业利润增长率	147.25%	-60.55%	130.25%	128.72%	31.01%	18.44%
现金流量表							EBIT增长率	136.94%	-59.71%	140.72%	129.35%	28.94%	17.11%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBITDA增长率	77.87%	-39.86%	94.66%	67.40%	26.44%	16.12%
税后经营利润	2396.31	968.67	2176.66	4955.32	6519.16	7773.42	归母净利润增长率	114.66%	-60.37%	107.69%	156.31%	30.96%	18.43%
折旧与摊销	873.74	1044.84	1548.15	1018.72	1142.33	1252.32	经营现金流增长率	167.93%	-33.97%	26.07%	132.67%	15.94%	18.53%
财务费用	-107.52	-21.69	41.84	93.96	5.62	-92.26	盈利能力						
投资损失	-374.39	-91.34	-138.59	-91.00	-132.00	-116.00	毛利率	19.06%	13.22%	17.50%	27.26%	29.64%	30.24%
营运资金变动	327.72	217.42	-1011.03	217.43	-364.09	-258.70	净利率	11.15%	4.69%	8.90%	16.92%	19.49%	20.16%
其他经营现金流	186.19	62.42	131.73	201.05	244.00	230.50	营业利润率	12.82%	5.26%	10.23%	18.78%	21.64%	22.39%
经营性现金净流量	3302.05	2180.32	2748.75	6395.47	7415.01	8789.28	ROE	15.39%	5.87%	11.01%	23.63%	25.56%	25.17%
资本支出	3400.44	2850.79	1652.42	1806.77	665.00	728.00	ROA	10.52%	4.03%	7.02%	16.51%	18.91%	19.38%
长期投资	-153.48	-90.33	-686.75	-5.00	-5.00	-5.00	ROIC	17.50%	5.61%	12.24%	24.05%	29.36%	33.76%
其他投资现金流	-7.86	222.19	81.03	6.48	-52.46	-66.36	估值倍数						
投资性现金净流量	-3561.78	-2718.93	-2258.14	-1805.29	-722.46	-799.36	P/E	28.92	72.97	35.13	13.71	10.47	8.84
短期借款	-87.40	423.19	226.59	-831.64	0.00	0.00	P/S	3.20	3.33	2.81	2.26	1.99	1.74
长期借款	1141.78	411.28	966.03	-531.31	-668.00	-651.10	P/B	4.45	4.28	3.87	3.24	2.68	2.22
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股息率	1.06%	0.43%	0.00%	2.26%	3.06%	3.73%
资本公积增加	3.41	375.76	5.12	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	16.20	44.16	27.20	12.12	8.86	7.01
其他筹资现金流	-348.77	-999.80	-1006.54	-1656.56	-2105.33	-2473.19	EV/EBITDA	12.15	22.19	16.90	10.32	7.69	6.14
筹资性现金净流量	709.02	210.43	191.19	-3019.50	-2773.32	-3124.29	EV/NOPLAT	18.28	51.87	31.11	13.50	9.85	7.80
现金流量净额	569.92	-314.31	731.46	1570.68	3919.23	4865.64							

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637