

2025 年 05 月 07 日

巨化股份（600160.SH）

公司快报

基础化工 | 氟化工III

投资评级

增持(维持)

股价(2025-05-07)

27.69 元

交易数据

总市值（百万元）	74,755.97
流通市值（百万元）	74,755.97
总股本（百万股）	2,699.75
流通股本（百万股）	2,699.75
12 个月价格区间	27.10/14.57

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.26	9.31	10.77
绝对收益	13.48	9.02	15.52

分析师

骆红永

SAC 执业证书编号：S0910523100001
luohongyong@huajinsc.cn

相关报告

巨化股份：制冷剂景气延续，业绩持续改善-
华金证券-化工-公司快报-巨化股份
2024.10.25

制冷剂价格上行，驱动业绩显著增长

投资要点

◆ **事件：** 巨化股份发布 2024 年报和 2025 一季报，2024 年实现收入 244.62 亿元，同比增长 18.43%；归母净利润 19.60 亿元，同比增长 107.69%；扣非归母净利润 19.03 亿元，同比增长 131.40%；毛利率 17.50%，同比提升 4.28pct。2025Q1 实现收入 58.00 亿元，同比增长 6.05%，环比增长-11.52%；归母净利润 8.09 亿元，同比增长 160.64%，环比增长 15.22%；扣非归母净利润 7.89 亿元，同比增长 173.94%，环比增长 9.71%；毛利率 28.42%，同比提升 13.67pct，环比提升 9.42pct。

◆ **制冷剂量价齐升，业绩显著增长。**公司 2024 年业绩增长，主要系主营产品外销量、价格齐升，业务收入、产品毛利率上升。公司主要产品结构性分化突出，第二、三代氟制冷剂在生产配额制下，供需格局、竞争格局、竞争秩序优化，下游需求改善等，产品价格合理性回归上行，涨幅较大；非制冷剂化工产品总体“供强需弱”，竞争激烈，价格下行。随着制冷剂产品价格回升，公司制冷剂业务在业务结构、盈利结构中占比大幅提升，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。公司充分发挥制冷剂市场竞争地位优势、产业链一体化集约经营优势，优化市场结构、产出结构，保持主要产品产销量、营业收入稳定增长，抓住了制冷剂产品市场机遇。2024 年公司氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物、含氟精细化学品、食品包装材料、石化材料、基础化工品等分别实现收入 12.34、94.47、18.39、2.78、9.26、40.28、27.72 亿元，分别同比增长 17.54%、62.69%、-10.92%、99.48%、-15.52%、45.74%、-3.97%；外销量分别为 34.71、35.30、4.73、0.51、8.40、52.21、178.52 万吨，分别同比增长-4.59%、22.61%、6.96%、254.95%、-1.62%、45.70%、12.03%；均价(不含税)分别为 3555.76、26764.50、38912.71、55042.42、11020.32、7713.75、1552.86 元/吨，分别同比增长 23.19%、32.69%、-16.71%、-43.80%、-14.14%、0.03%、-14.27%。2025 年一季度，核心业务氟制冷剂价格同比大幅上涨。因第二代氟制冷剂（HCFCs）今年生产配额进一步削减，第三代氟制冷剂（HFCs）实行生产配额制、上年度对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，产品价格保持持续上涨趋势，导致产品平均价格较上年同期大幅上涨。公司克服生产经营季节性、产品市场结构性等因素，实现主要生产装置稳定生产、产量提升。2025Q1 公司氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物、含氟精细化学品、食品包装材料、石化材料、基础化工品等分别实现收入 3.26、26.18、4.20、0.72、1.71、9.56、7.09 亿元，分别同比增长 26.90%、64.63%、2.94%、-2.40%、-19.55%、6.99%、7.31%；外销量分别为 8.69、6.98、1.10、0.11、1.57、13.02、43.95 万吨，分别同比增长 11.07%、4.14%、9.88%、-6.67%、-15.69%、17.97%、-10.13%；均价(不含税)分别为 3750.28、37503.74、38290.80、66247.99、10875.59、7343.59、1613.36 元/吨，分别同比增长 14.25%、58.08%、-6.31%、4.57%、-4.58%、-9.31%、19.40%。

◆ **供需双作用，制冷剂景气有望持续。**政策对制冷剂实现供给强约束，三代制冷剂自 2024 年开启配额管理实现供给控制，同时 2024 年 12 月 16 日生态环境部也已公示 2025 年制冷剂配额。2025 年三代制冷剂（HFCs）生产配额为 79.19 万吨，较 2024 年

增加 4.34 万吨，但因 2024 年年中有进行调整和增发，与 2024 年末相比实际增加 0.86 万吨，因此增量有限。2025 年二代制冷剂 (HCFCs) 生产配额为 16.36 万吨，较 2024 年减少 4.96 万吨，内用生产配额为 8.60 万吨，较 2024 年减少 4.21 万吨。其中 R22 生产配额为 14.91 万吨，内用生产配额 8.09 万吨，较 2024 年分别减少 3.14 万吨和 3.01 万吨。下游需求端空调方面，据产业在线数据信息，虽出口蓄力不足，但随着国内旺季市场临近，内销开始掌控大盘主动权强势发力，空调 2025 年 5、6、7 月排产较去年实绩分别增长 9.9%、14.1%、14.3%，其中内销同比分别增长 15.4%、28.8%、36.7%。供需双作用下，制冷剂景气有望持续。据百川数据，截止 2025 年 5 月 7 日，R22、R32、R125、R134a 价格分别为 36000、49000、45000、47500 元/吨，相比年初分别上涨 9.09%、13.95%、7.14%、11.76%，相比去年同期分别上涨 38.46%、48.48%、0.00%、48.44%。

◆ **氟化工龙头优势突出。**2024 年公司完成飞源化工股权收购交割，合并其年产 8 万吨 HFCs 产能及其配套混配包装、12 万吨氟化氢、30 万吨硫酸、10 万吨甘油精制、10 万吨环氧氯丙烷等产能，并增加 R113a、三氟乙酸、氟化氢铵、三氟乙酰氯、三氟乙醇、硫酰氯等精细化学品产品，明显提升了氟制冷剂和含氟精细化工品业务比重。公司氟化工龙头地位优势突出、商业模式独特，拥有全球绝对领先的氟制冷剂生产配额，奠定公司市场主动地位。公司核心产品第二、三代氟制冷剂 (HCFCs、HFCs) 按照国家核定的生产配额、国家相关配额管理规定组织生产销售。2025 年，国家核定公司 (含控股子公司) HCFC-22 生产配额 3.89 万吨，占全国 26.10%，其内用配额占全国 31.28%，为国内第一；HFCs 生产配额 29.98 万吨，占全国同类品种合计份额 39.6%。配额总量绝对领先、主流品种齐全且份额占比领先，牢固确立公司绝对领先的市场竞争地位。公司拥有齐全的制冷剂产品矩阵，为客户提供完善的解决方案，是国内唯一拥有第一至四代含氟制冷剂系列产品，同时拥有新型含氟冷媒 (氢氟醚 D 系列、全氟聚醚 JHT 系列)、碳氢制冷剂产品 (3.5 万吨/年产能) 以及系列混配制冷剂的生产企业。除拥有绝对领先的氟制冷剂生产配额外，第四代含氟制冷剂 (HFOs) 品种及有效产能国内领先 (现运营两套主流 HFOs 生产装置，产能约 8000 吨/年；计划通过新建+技术改造新增产能近 5 万吨)。制冷剂行业景气持续向上，巨化股份受益显著。

◆ **投资建议：**制冷剂强供给约束，集中度高格局好，景气有望持续，产品价格持续上涨，巨化股份作为制冷剂龙头业绩弹性可期，高附加值产品不断拓展提高公司盈利能力带来持续成长。基于产品价格变动，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入分别为 295.22(原 288.57)/322.38(原 317.98)/355.75 亿元，分别同比增长 20.7%/9.2%/10.4%，归母净利润分别为 40.69(原 36.10)/50.76(原 46.93)/61.90 亿元，分别同比增长 107.6%/24.8%/21.9%，对应 PE 分别为 18.4x/14.7x/12.1x；维持“增持”评级。

◆ **风险提示：**价格上涨不及预期；四代制冷剂替代速度超预期；下游需求不及预期；贸易政策风险；原材料大幅波动；项目建设不及预期；安全环保风险。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,655	24,462	29,522	32,238	35,575
YoY(%)	-3.9	18.4	20.7	9.2	10.4
归母净利润(百万元)	944	1,960	4,069	5,076	6,190
YoY(%)	-60.4	107.7	107.6	24.8	21.9
毛利率(%)	13.2	17.5	24.6	27.1	29.0
EPS(摊薄/元)	0.35	0.73	1.51	1.88	2.29
ROE(%)	5.9	11.3	19.1	19.4	19.3
P/E(倍)	79.2	38.1	18.4	14.7	12.1
P/B(倍)	4.7	4.2	3.4	2.8	2.3
净利率(%)	4.6	8.0	13.8	15.7	17.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6421	7949	10972	14906	20090
现金	1818	2625	3969	5965	9355
应收票据及应收账款	1613	1023	2158	3215	4196
预付账款	113	205	385	690	733
存货	1764	2283	2663	3216	3998
其他流动资产	1113	1813	1797	1820	1807
非流动资产	16963	19965	22001	22991	24357
长期投资	2293	2535	2914	3293	3672
固定资产	9506	11815	13569	14457	15627
无形资产	676	803	782	765	755
其他非流动资产	4488	4812	4737	4476	4303
资产总计	23384	27914	32973	37897	44448
流动负债	4516	4982	5865	5938	6347
短期借款	605	832	832	832	832
应付票据及应付账款	2903	2980	3379	3537	3677
其他流动负债	1008	1170	1654	1569	1838
非流动负债	2491	3742	3399	2954	2563
长期借款	1743	2708	2365	1920	1529
其他非流动负债	748	1034	1034	1034	1034
负债合计	7007	8724	9264	8893	8910
少数股东权益	302	1398	1849	2412	3098
股本	2700	2700	2700	2700	2700
资本公积	4666	4671	4671	4671	4671
留存收益	8569	10231	13395	17342	22155
归属母公司股东权益	16075	17792	21860	26592	32440
负债和股东权益	23384	27914	32973	37897	44448

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2196	2765	4655	5210	7105
净利润	969	2177	4520	5639	6876
折旧摊销	1045	1548	1477	1788	2102
财务费用	-22	42	-96	-171	-280
投资损失	-91	-139	-151	-141	-145
营运资金变动	217	-1011	-1094	-1901	-1445
其他经营现金流	78	148	-1	-4	-4
投资活动现金流	-2719	-2258	-3362	-2633	-3320
筹资活动现金流	210	191	51	-581	-394

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.35	0.73	1.51	1.88	2.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	1.02	1.72	1.93	2.63
每股净资产(最新摊薄)	5.95	6.59	8.10	9.85	12.02

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20655	24462	29522	32238	35575
营业成本	17924	20182	22257	23516	25251
营业税金及附加	91	98	118	129	142
营业费用	139	121	146	159	175
管理费用	684	826	997	1089	1201
研发费用	1001	1054	1272	1389	1533
财务费用	-22	42	-96	-171	-280
资产减值损失	-30	-72	-87	-95	-104
公允价值变动收益	1	-2	1	4	4
投资净收益	91	139	151	141	145
营业利润	1087	2502	5191	6474	7894
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	5185	6469	7889
所得税	108	321	666	831	1013
税后利润	969	2177	4520	5639	6876
少数股东损益	25	217	451	562	686
归属母公司净利润	944	1960	4069	5076	6190
EBITDA	2218	4196	6697	8229	9869

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-3.9	18.4	20.7	9.2	10.4
营业利润(%)	-60.5	130.3	107.4	24.7	21.9
归属于母公司净利润(%)	-60.4	107.7	107.6	24.8	21.9
获利能力					
毛利率(%)	13.2	17.5	24.6	27.1	29.0
净利率(%)	4.6	8.0	13.8	15.7	17.4
ROE(%)	5.9	11.3	19.1	19.4	19.3
ROIC(%)	5.4	10.2	17.1	18.1	18.6
偿债能力					
资产负债率(%)	30.0	31.3	28.1	23.5	20.0
流动比率	1.4	1.6	1.9	2.5	3.2
速动比率	0.8	0.7	1.1	1.6	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9
应收账款周转率	12.4	18.6	18.6	12.0	9.6
应付账款周转率	5.5	6.9	7.0	6.8	7.0
估值比率					
P/E	79.2	38.1	18.4	14.7	12.1
P/B	4.7	4.2	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	34.5	18.7	11.6	9.2	7.4

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn