

# 巨化股份 (600160.SH)

## 制冷剂行业进入长景气周期，看好公司行业龙头地位

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	20,655	24,462	28,609	31,062	33,227
增长率 yoy (%)	-3.9	18.4	17.0	8.6	7.0
归母净利润 (百万元)	944	1,960	4,574	5,416	6,139
增长率 yoy (%)	-60.4	107.7	133.4	18.4	13.4
ROE (%)	5.9	11.3	20.3	19.6	18.7
EPS 最新摊薄 (元)	0.35	0.73	1.69	2.01	2.27
P/E (倍)	77.7	37.4	16.0	13.5	11.9
P/B (倍)	4.6	4.1	3.4	2.8	2.3

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

**事件 1:** 2025 年 4 月 24 日, 巨化股份发布 2024 年年报。公司 2024 年收入为 244.62 亿元, 同比上升 18.43%; 归母净利润为 19.60 亿元, 同比上升 107.69%; 扣非归母净利润为 19.03 亿元, 同比上升 131.40%。对应公司 24Q4 营业收入为 65.56 亿元, 环比上升 12.52%; 归母净利润为 7.02 亿元, 环比上升 65.81%。

**事件 2:** 2025 年 4 月 28 日, 巨化股份发布 2025 年一季报。1Q25 公司收入为 58.00 亿元, 同比上升 6.05%; 归母净利润为 8.09 亿元, 同比上升 160.64%。

**点评:** 公司 2024 年产品价格表现分化, 氟制冷剂价格上升推动业绩增长, 非氟制冷剂板块“供强需弱”。公司 2024 年含氟精细化学品/氟化工原料/含氟聚合物材料/基础化工产品及其他/制冷剂/石化材料收入分别为 3.01/11.61/18.42/30.25/93.99/40.39 亿元, YoY 分别为 517.83%/70.75%/-16.53%/-26.65%/57.08%/61.07%; 毛利率分别为 15.97%/8.86%/2.25%/25.74%/29.07%/7.22%, 同比变化分别为 -4.12%/-15.43%/-10.47%/5.30%/15.94%/2.03pcts。公司盈利水平上升与氟制冷剂价格上涨有关, 根据公司 2024 年年报披露, 2024 年氟制冷剂价格上涨增利 20.78 亿元。

产品价格方面, 2024 年公司含氟精细化学品/氟化工原料/含氟聚合物材料/基础化工产品及其他/制冷剂/石化材料平均售价分别为 5.50/0.36/3.89/0.16/2.68/0.77 万元/吨, YoY 分别为 -43.80%/23.19%/-16.71%/-14.27%/32.69%/0.03%。

销量方面, 2024 年公司含氟精细化学品/氟化工原料/含氟聚合物材料/基础化工产品及其他/制冷剂/石化材料销量分别为 0.51/34.71/4.73/178.52/35.30/52.21 万吨, YoY 分别为 254.95%/-4.59%/6.96%/12.03%/22.61%/45.70%。

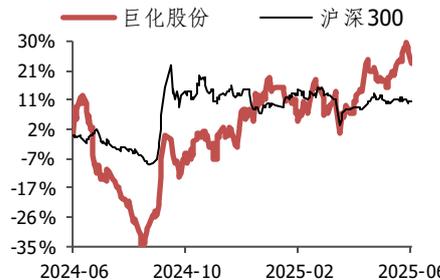
**1Q25 制冷剂价格延续上行, 公司利润同比高增。** 根据公司 2025 年一季度主要经营数据公告披露, 1Q25 公司制冷剂板块收入为 26.18 亿元, 同比增长 64.63%; 制冷剂销量为 6.98 万吨, 同比增长 4.14%; 制冷剂均价为 3.75 万元/吨, 同比上升 58.08%。

### 买入 (维持评级)

#### 股票信息

行业	基础化工
2025 年 6 月 23 日收盘价 (元)	27.17
总市值 (百万元)	73,352.10
流通市值 (百万元)	73,352.10
总股本 (百万股)	2,699.75
流通股本 (百万股)	2,699.75
近 3 月日均成交额 (百万元)	510.06

#### 股价走势



#### 作者

分析师 肖亚平

执业证书编号: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com

联系人 林森

执业证书编号: S1070123060039

邮箱: linsen@cgws.com

#### 相关研究

- 《制冷剂行业维持高景气, 供给端约束有望推动公司业绩稳步增长》2024-10-29
- 《持续看好制冷剂进入景气周期, 看好公司含氟精细化学品方面布局》2024-09-10

费用方面，2024年公司销售费用同比下降13.34%，销售费用率为0.49%，同比下降0.18pcts；管理费用同比上升20.74%，管理费用率为3.38%，同比上升0.07pcts；研发费用同比上升5.34%。研发费用率为4.31%，同比下降0.53pcts；财务费用同比上升292.90%。财务费用率为0.17%，同比上升0.28pcts。

**2024年公司各项活动产生的现金流净额波动较大。**经营性活动产生的现金流净额为27.65亿元，同比上升25.88%；投资活动产生的现金流净额为-22.58亿元，同比上升16.95%；筹资活动产生的现金流净额为1.91亿元，同比下降9.14%。期末现金及等价物余额为22.75亿元，同比上升48.94%。应收账款同比下降11.39%，应收账款周转率有所上升，从2023年同期的21.73次上升到28.18次；存货同比上升29.42%，存货周转率有所下降，从2023年同期的10.27次下降到9.97次。

**供给约束下，下游需求向好有望推动三代制冷剂价格不断上行。**供给端方面，2025年三代制冷剂配额较上年变化不大，根据公司2024年年报披露，2025年我国三代制冷剂配额为757099吨，较上年增长7291吨。需求端方面，2025年下游空调产量增长拉动三代制冷剂整体需求。根据产业在线公众号数据显示，1Q25我国家用空调累计销售5881.3万台，同比增长15.3%，其中内销规模2735.2万台，同比增长6.2%，出口规模3152.1万台，同比增长24.5%。一季度受备货节奏和季节性影响，出口占据主导。随着出口进入淡季，二季度内销占据主导。根据产业在线公众号数据显示，2025年4月家用空调销售2257.9万台，同比增长2.0%，其中内销规模1275.8万台，同比增长3.7%；出口规模982.1万台，同比下降0.2%。2025年5-6月，家用空调排产分别为2330/2050万台，较上年同期生产实绩同比增长9.9%/11.5%。我们认为在三代制冷剂配额较上年没有太大变化的背景下，空调产量同比增长有望拉动制冷剂需求，整体供需格局呈现“紧平衡”，三代制冷剂价格有望进入上行通道。

**公司完成飞源化工收购，二、三代制冷剂配额优势明显。**公司为制冷剂全球龙头企业，是国内唯一拥有第一至四代含氟制冷剂系列产品。根据公司2024年年报披露，公司二代制冷剂（HCFCs）生产配额为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的39.6%。配额总量绝对领先、主流品种齐全且份额占比领先。除拥有绝对领先的氟制冷剂生产配额外，公司第四代含氟制冷剂（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）。我们看好公司制冷剂行业龙头地位，领先的制冷剂配额奠定了公司市场竞争优势。

**公司拟增资控股甘肃巨化，深化四代制冷剂及含氟聚合物领域布局。**根据公司2025年2月19日项目可行性研究报告披露，公司与巨化集团拟共同增资，将甘肃巨化注册资本由1.00亿元增至60.00亿元，其中公司认缴出资42.00亿元，占比70%；巨化集团认缴出资18.00亿元，占比30%。甘肃巨化拟使用增资款实施高性能氟氯新材料一体化项目，项目总投资196.25亿元，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19.8万吨二氟一氯甲烷等相关配套装置。项目建成后，公司预计生

产期实现年均销售收入 82.11 亿元，年均净利润 10.68 亿元。我们认为项目的实施将巩固了公司在国内氟制冷剂行业的龙头地位、同时增强了公司在含氟聚合物方面竞争力。

**投资建议：**我们预计巨化股份 2025-2027 年收入分别为 286.09/310.62/332.27 亿元，同比增长 17.0%/8.6%/7.0%，归母净利润分别为 45.74/54.16/61.39 亿元，同比增长 133.4%/18.4%/13.4%，对应 EPS 分别为 1.69/2.01/2.27 元。结合公司 6 月 23 日收盘价，对应 PE 分别为 16/14/12 倍。我们基于以下三个方面：1) 我们认为在三代制冷剂配额较上年没有太大变化的背景下，空调产量同比增长有望拉动制冷剂需求，整体供需格局呈现“紧平衡”，三代制冷剂价格有望进入上行通道；2) 我们看好公司制冷剂行业龙头地位，领先的制冷剂配额奠定了公司市场竞争优势；3) 我们认为项目的实施将巩固公司在国内氟制冷剂行业的龙头地位、同时增强公司在含氟聚合物方面竞争力，维持“买入”评级。

**风险提示：**重要原材料、能源价格上行和碳排放控制的风险；产业政策风险；氟制冷剂产品升级换代风险；全球贸易政策重大变动风险

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	6421	7949	10900	15569	21236
现金	1818	2625	4962	9658	14792
应收票据及应收账款	1613	1023	2059	1287	2293
其他应收款	20	49	31	56	37
预付账款	113	205	167	237	195
存货	1764	2283	1918	2565	2154
其他流动资产	1093	1764	1763	1766	1765
<b>非流动资产</b>	16963	19965	21139	21202	20923
长期股权投资	2293	2535	2770	2980	3145
固定资产	9506	11815	12818	12883	12651
无形资产	676	803	782	765	755
其他非流动资产	4488	4812	4770	4574	4371
<b>资产总计</b>	23384	27914	32039	36771	42159
<b>流动负债</b>	4516	4982	5468	5703	5851
短期借款	605	832	832	832	832
应付票据及应付账款	2903	2980	3127	3390	3471
其他流动负债	1008	1170	1510	1481	1548
<b>非流动负债</b>	2491	3742	3265	2692	2081
长期借款	1743	2708	2231	1658	1047
其他非流动负债	748	1034	1034	1034	1034
<b>负债合计</b>	7007	8724	8733	8394	7932
少数股东权益	302	1398	1562	1716	1964
股本	2700	2700	2700	2700	2700
资本公积	4666	4671	4671	4671	4671
留存收益	8569	10231	13483	17310	21689
归属母公司股东权益	16075	17792	21745	26661	32263
<b>负债和股东权益</b>	23384	27914	32039	36771	42159

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2196	2765	5520	7116	7316
净利润	969	2177	4737	5569	6388
折旧摊销	1045	1548	1366	1567	1723
财务费用	-22	42	75	-45	-210
投资损失	-91	-139	-248	-213	-173
营运资金变动	217	-1011	-393	262	-385
其他经营现金流	78	148	-19	-24	-27
<b>投资活动现金流</b>	-2719	-2258	-2274	-1392	-1245
资本支出	2992	1937	2306	1419	1279
长期投资	-90	-219	-235	-210	-166
其他投资现金流	363	-102	267	237	200
<b>筹资活动现金流</b>	210	191	-909	-1027	-937
短期借款	423	227	0	0	0
长期借款	416	965	-477	-573	-611
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	376	5	0	0	0
其他筹资现金流	-1004	-1006	-432	-454	-327
<b>现金净增加额</b>	-298	748	2337	4696	5134

## 利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	20655	24462	28609	31062	33227
营业成本	17924	20182	20949	22355	23534
营业税金及附加	91	98	113	127	137
销售费用	139	121	192	205	215
管理费用	684	826	960	1044	1116
研发费用	1001	1054	1284	1375	1478
财务费用	-22	42	75	-45	-210
资产和信用减值损失	-30	-72	0	0	0
其他收益	120	297	153	170	185
公允价值变动收益	1	-2	1	1	0
投资净收益	91	139	248	213	173
资产处置收益	66	1	18	23	27
<b>营业利润</b>	1087	2502	5456	6406	7342
营业外收入	13	12	14	12	13
营业外支出	24	17	35	29	26
<b>利润总额</b>	1077	2497	5435	6390	7329
所得税	108	321	698	820	941
<b>净利润</b>	969	2177	4737	5569	6388
少数股东损益	25	217	164	154	248
<b>归属母公司净利润</b>	944	1960	4574	5416	6139
EBITDA	2117	4114	6848	7880	8808
EPS (元/股)	0.35	0.73	1.69	2.01	2.27

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-3.9	18.4	17.0	8.6	7.0
营业利润 (%)	-60.5	130.3	118.0	17.4	14.6
归属母公司净利润 (%)	-60.4	107.7	133.4	18.4	13.4
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	13.2	17.5	26.8	28.0	29.2
净利率 (%)	4.7	8.9	16.6	17.9	19.2
ROE (%)	5.9	11.3	20.3	19.6	18.7
ROIC (%)	5.0	10.0	18.2	18.0	17.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	30.0	31.3	27.3	22.8	18.8
净负债比率 (%)	8.2	10.6	-2.2	-20.4	-33.7
流动比率	1.4	1.6	2.0	2.7	3.6
速动比率	0.9	1.1	1.6	2.2	3.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8
应收账款周转率	21.7	28.2	28.2	28.2	28.2
应付账款周转率	9.3	9.9	9.9	9.9	9.9
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.35	0.73	1.69	2.01	2.27
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.81	1.02	2.04	2.64	2.71
每股净资产 (最新摊薄)	5.95	6.59	8.05	9.88	11.95
<b>估值比率</b>					
P/E	77.7	37.4	16.0	13.5	11.9
P/B	4.6	4.1	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	35.4	18.7	10.9	8.8	7.2

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层  
邮编：100031

传真：86-10-88366686