

巨化股份（600160）

证券研究报告

2025 年 10 月 16 日

制冷剂景气上行与多板块布局助力氟化工龙头成长

国资氟化工龙头，2013-2024 年业绩稳健增长，制冷剂毛利占比超过 60%。

浙江巨化股份有限公司成立于 1998 年，是国内领先的氟化工、氯碱化工新材料先进制造业基地。公司控股股东为巨化集团有限公司，实控人为浙江省国资委。公司产品可分为氟化工原料、氟制冷剂、含氟聚合物、含氟精细化学品、食品包装材料、石化材料、基础化工产品七大类。2013-2024 年公司收入与归母净利润 CAGR 分别为 8.7%/20.4%，增长主要驱动力为制冷剂与基础化工品板块量增。公司过半收入来自制冷剂与石化材料（2024 收入占比分别为 38%/17%），近六成毛利来自制冷剂（2024 占比 64%）。

三代制冷剂配额落地，公司作为行业龙头有望充分受益行业景气上行。

2024 年我国三代氟制冷剂进入生产配额期，配额落地带来供给端集中度提升，在下游家用空调旺盛需求的助力下，主流品种价格价差较 23 年大幅上行。2025 年三代制冷剂生产配额有序增发，考虑 R22 削减带来的空调换新需求、空调出口增长及行业竞争秩序改善，我们认为配额增发不会冲击行业供需紧平衡。2025 年，公司三代制冷剂权益生产配额 27.1 万吨（不包括 R23），市占率 34%（行业第一），且主流三代制冷剂配额市占率领先，R32/R125/R134a 占公司总配额 42%/21%/25%，占国内总配额的 41%/34%/33%，将有望充分受益于行业景气度的持续上行。

公司多个氟聚合物产能居全国前三，经多年研发开发出系列电子氟化液。

公司 PTFE、HFP、FKM、FEP、PVDF 产能规模均位居行业领先地位，其中 FKM、PVDF 产能国内第一；2024 年含氟聚合物外销量同比+7%，但价格持续弱势，板块均价同比-17%，行业存在供需压力。在含氟精细化学品板块，经过十多年的技术研发积累，公司已开发出系列电子氟化液产品。

布局基础化工产品实现延链补链，石化板块向先进特色石化材料转型升级。

为配套氟化工板块，公司发展氯碱产品、煤化工产品、硫酸化工产品在内的基础化工板块。食品包装材料板块，公司 VDC/PVDC 产能全球首位，发力 PVDC 系列产品多元化。石化板块，公司全资子公司投资约 16 亿元建设 PTT、PDO 项目，向先进特色石化材料转型升级。

盈利预测：结合公司产能及产品价格情况，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 44.4/54.3/65.9 亿元，对应 EPS 分别为 1.65/2.01/2.44 元，现价对应 PE 分别为 22.66/18.53/15.28 倍。参考可比上市公司（三美股份、昊华科技、永和股份）2025 年平均 PE 为 22.0 倍，考虑公司为氟化工龙头企业，给予公司 2025 年 24-25 倍 PE，对应目标价 39.5-41.2 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：制冷剂需求不及预期、供给端非法产能释放、替代品进展超预期风险、产品价格波动风险、新项目建设不达预期风险、业绩预测风险。

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	37.3 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,699.75
流通 A 股股本(百万股)	2,699.75
A 股总市值(百万元)	100,700.53
流通 A 股市值(百万元)	100,700.53
每股净资产(元)	7.13
资产负债率(%)	33.56
一年内最高/最低(元)	41.95/19.10

作者

邢颜凝	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070006	xingyaning@tfzq.com
唐婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001	tjie@tfzq.com
张峰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008	zhangfeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《巨化股份-首次覆盖报告:制冷剂持续景气，氟化工龙头业绩反转》
2017-05-08

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,655.22	24,462.37	25,844.52	27,946.41	29,789.62
增长率(%)	(3.88)	18.43	5.65	8.13	6.60
EBITDA(百万元)	2,975.92	4,971.78	7,033.32	8,082.15	9,367.14
归属母公司净利润(百万元)	943.51	1,959.53	4,444.45	5,434.19	6,589.61
增长率(%)	(60.37)	107.69	126.81	22.27	21.26
EPS(元/股)	0.35	0.73	1.65	2.01	2.44
市盈率(P/E)	106.73	51.39	22.66	18.53	15.28
市净率(P/B)	6.26	5.66	4.86	4.11	3.46
市销率(P/S)	4.88	4.12	3.90	3.60	3.38
EV/EBITDA	14.77	13.29	13.82	11.39	9.20

资料来源：wind，天风证券研究所

目录

1. 国资氟化工行业龙头	6
1.1. 国内领先的氟化工、氯碱化工新材料先进制造业基地	6
1.2. 制冷剂、基础化工为公司收入及利润主要来源	8
1.2.1. 十年间公司营收翻倍增长，主要驱动力来自制冷剂与基础化工品	8
1.2.2. 公司费用率管控严格，2020 年后在建工程显著增加	11
2. 公司氟化工板块涵盖氟原料、制冷剂、氟聚合物、含氟精细化学品四大领域	14
2.1. 三代制冷剂配额落地，公司充分受益行业景气上行	16
2.1.1. 制冷剂：25 年二代配额再次削减，三代配额有序增发，不改供需紧平衡局面	16
2.1.2. 巨化股份：国内唯一拥有一至四代含氟制冷剂系列产品且配套完善的龙头企业	19
2.2. 持续丰富含氟材料产品布局	24
2.2.1. 氟聚合物：我国市场规模约为 149 亿元，公司多产品产能均居国内前三	24
2.2.2. 含氟精细化学品：公司经多年积累开发出系列电子氟化液产品	27
3. 布局石化与基础化工产品延链、补链	29
3.1. 公司布局石化产品实现延链补链，新产能投放带动 2023 年收入增长	29
3.2. 建设基础化工板块，支撑氟化工业务发展	31
3.3. 食品包装材料：VDC/PVDC 产能全球首位，发力 PVDC 系列产品	33
3.4. 布局 PTT、PDO 项目，向先进特色石化材料转型升级	34
4. 核心盈利预测假设	36
5. 首次覆盖，给予“增持”的投资评级	38
6. 风险提示	38

图表目录

图 1：股权结构图（截止 2025 年一季报）	6
图 2：公司产业链一览	7
图 3：2013-2025 年 Q1 公司收入及增速	9
图 4：2013-2025 年 Q1 公司归母净利润及增速	9
图 5：2013-2024 年公司各产品收入	9
图 6：2013-2024 年公司各产品毛利	9
图 7：2024 年公司营业收入结构（按业务）	10
图 8：2024 年公司毛利额结构（按业务）	10
图 9：2014-2024 年公司收入变动（按业务）	10
图 10：2014-2024 年公司毛利额变动（按业务）	10
图 11：公司分业务板块外销量	10
图 12：公司分业务板块销售均价	10
图 13：2013-2024 年公司毛利率分产品	11

图 14: 2013-2025 年一季度公司毛利率与净利率	11
图 15: 2013-2025 年 Q1 公司销售、管理、财务费用率	11
图 16: 2018-2025 年 Q1 公司研发费用及费用率	11
图 17: 2013-2025 年 Q1 公司资产负债率	12
图 18: 2013-2025 年 Q1 公司资本支出与经营现金流金额	12
图 19: 2013-2025 年 Q1 公司短长期借款	12
图 20: 2013-2025 年 Q1 公司在建工程	12
图 21: 2017-2024 年公司在建项目分版块	13
图 22: 2013-2025 年一季度公司账面现金占流动资产比例	14
图 23: 2013-2025 年一季度公司经营现金流净额	14
图 24: 氟化工产业链	14
图 25: 公司氟化工布局	15
图 26: 制冷剂产业链图	16
图 27: 我国空调整冷剂需求/产能占全球比例分别为 38%/65%	16
图 28: 2012 与 2020 年中国制冷剂下游消费结构	16
图 29: 2018-2023 年主要三代制冷剂产能	17
图 30: 2018-2023 年主要三代制冷剂国内产量	17
图 31: 2024 年国内三代制冷剂配额（分品种；单位：万吨）	18
图 32: 2024 年三代制冷剂配额 CR4 为 68%	18
图 33: R32 价格与价差	18
图 34: R125 价格与价差	18
图 35: R134a 价格与价差	18
图 36: R410a 价格与价差	18
图 37: 我国空调产量	19
图 38: 我国家用空调排产	19
图 39: 2025 年国内三代制冷剂配额（分品种；单位：万吨）	19
图 40: 2025 年三代制冷剂配额 CR4 为 67%	19
图 41: 2025 年 R22 生产企业生产配额占比	20
图 42: 主要制冷剂企业 2025 年三代制冷剂生产配额对比	20
图 43: 2013-2024 年制冷剂收入与毛利	20
图 44: 2013-2024 年制冷剂收入与毛利占比	20
图 45: 2017-25Q1 公司制冷剂产销量	21
图 46: 2017-25Q1 年公司制冷剂单价与单吨毛利	21
图 47: 公司制冷剂业务产业链图	22
图 48: 无水氢氟酸价格与价差	22
图 49: 二氯甲烷三氯甲烷联产价格与价差	22
图 50: 三氯乙烯价格与价差	22
图 51: 四氯乙烯价格与价差	22
图 52: 全球氟聚合物市场规模	24
图 53: 我国氟树脂市场规模	24
图 54: 2024 年国内 HFP 各生产企业市占率	25

图 55: 2024 年国内 PTFE 各生产企业市占率	25
图 56: 2024 年国内氟橡胶各生产企业市占率	25
图 57: 2024 年国内 PVDF 各生产企业市占率	25
图 58: 2013-2024 含氟聚合物材料收入与毛利	25
图 59: 2013-2024 含氟聚合物材料收入与毛利占比	25
图 60: 2017-25Q1 含氟聚合物材料产销量	26
图 61: 2017-25Q1 含氟聚合物材料单价与毛利	26
图 62: PTFE 价格与价差	26
图 63: 锂电级/涂料级 PVDF 价格	26
图 64: HFP 价格	26
图 65: 线缆料/模压料 FEP 价格	26
图 66: 2025 年全球含氟精细化学品市场规模为 178 亿美元	27
图 67: 2025 年中国含氟精细化学品市场规模为 246 亿元	27
图 68: 2013-2024 年含氟精细化学品收入与毛利	28
图 69: 2013-2024 年含氟精细化学品收入与毛利占比	28
图 70: 2017-25Q1 含氟精细化学品产销量	28
图 71: 2017-25Q1 含氟精细化学品单价与单吨毛利	28
图 72: 2014-2024 年我国己内酰胺产能产量	30
图 73: 2015-2024 年我国己内酰胺表观消费量	30
图 74: 2014-2024 年我国己内酰胺进出口量	30
图 75: 我国己内酰胺生产企业（截止 2024 年）	30
图 76: 2013-2024 年石化材料收入与毛利	30
图 77: 2013-2024 年石化材料收入与毛利占比	30
图 78: 2017-25Q1 石化材料产销量	31
图 79: 2017-25Q1 石化材料单价与单吨毛利	31
图 80: 氨肟法己内酰胺价格与价差	31
图 81: 环己酮价格	31
图 82: 环氧氯丙烷价格	31
图 83: 异丙醇价格	31
图 84: 2013-2024 年基础化工材料收入与毛利	32
图 85: 2013-2024 年基础化工材料收入与毛利占比	32
图 86: 2017-25Q1 年基础化工材料产销量	32
图 87: 2017-25Q1 基础化工材料单价与毛利	32
图 88: 烧碱价格及价差	33
图 89: 硫酸价格及价差	33
图 90: 2013-2024 年食品包装材料收入与毛利	34
图 91: 2013-2024 年食品包装材料收入与毛利占比	34
图 92: 2017-25Q1 食品包装材料产销量	34
图 93: 2017-25Q1 食品包装材料单价与毛利	34
图 94: 2012-2019 年我国 PTT 纤维消费量	35
图 95: PTT 下游应用分布	35

表 1：公司发展历程.....	6
表 2：公司业务板块产品及产能	8
表 3：2016-2024 年公司主要产品产能变化	9
表 4：2021-2023 年公司主要在建工程增加细项	12
表 5：公司氟化工产品产能	15
表 6：巨化股份三代制冷剂权益配额（单位：吨）	19
表 7：制冷剂相关上市公司弹性测算	21
表 8：原料配套为公司主要制冷剂品类带来的超额利润（价差为 2024 年平均数据）	22
表 9：2024 年公司含氟聚合物现有及在建产能（单位：万吨/年）	24
表 10：含氟精细化学品板块产品介绍	27
表 11：公司石化板块主要产品（单位：万吨）	29
表 12：公司基础化工板块主要产品（单位：万吨）	32
表 13：公司食品包装材料板块产品介绍	33
表 14：全球 PDO 现有产能及在建产能（万吨）	35
表 15：公司主要业务营业收入和毛利预测（单位：亿元）	37
表 16：可比公司估值对比	38

1. 国资氟化工行业龙头

1.1. 国内领先的氟化工、氯碱化工新材料先进制造业基地

浙江巨化股份有限公司（简称“巨化股份”或“公司”）成立于 1998 年，同年于上交所上市，是国内领先的氟化工、氯碱化工新材料先进制造业基地。

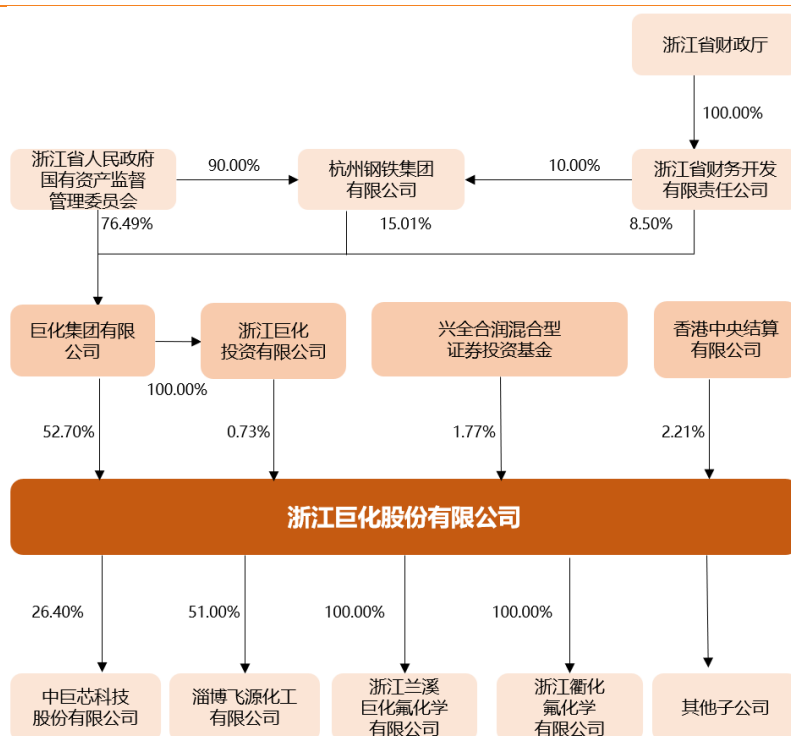
表 1：公司发展历程

时间	重要事件
2022 年	进入全球 TOP20 氟化工企业
2021 年	获中国氟硅行业优秀创新型企业称号
2020 年	入选 2020 中国精细化工百强第 12 名。
2018 年	入选 2018 中国精细化工百强第 18 名。
2016 年	入选 2016 年中国制造业 500 强。
2013 年	入选上市公司金牛奖百强。
2012 年	与霍尼韦尔公司签订 HFC-125 和 HFC-32 合作合同。
2011 年	召开 2011 年第一次临时股东大会，通过非公开发行股票相关事项。
2010 年	公司 R134a、聚四氟乙烯、烧碱等产品获得石油和化工行业知名品牌称号。
2009 年	发展中国家应对气候变化官员研修班成员到公司考察 CDM 项目
2006 年	公司举行 500 吨/年 HFC-23 分解清洁发展机制项目第一套 CDM 项目生产交接仪式
2005 年	巨化集团公司举行“巨化第三次创业揭幕仪式暨巨化股份 HFC-134a 项目开工典礼”。
1998 年	公司股票在上海证券交易所上市交易。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

控股股东为巨化集团有限公司，实控人为浙江省国资委。巨化集团直接持有公司 52.70% 的股份，并通过全资子公司浙江巨化投资有限公司持有公司 0.73% 的股份，合计表决权比例 53.43%。而浙江省国资委通过杭州钢铁集团有限公司、巨化集团有限公司直间接持股巨化集团股权 48%，为公司实控人。

图 1：股权结构图（截止 2025 年一季报）



资料来源：公司公告、同花顺 ifind，天风证券研究所

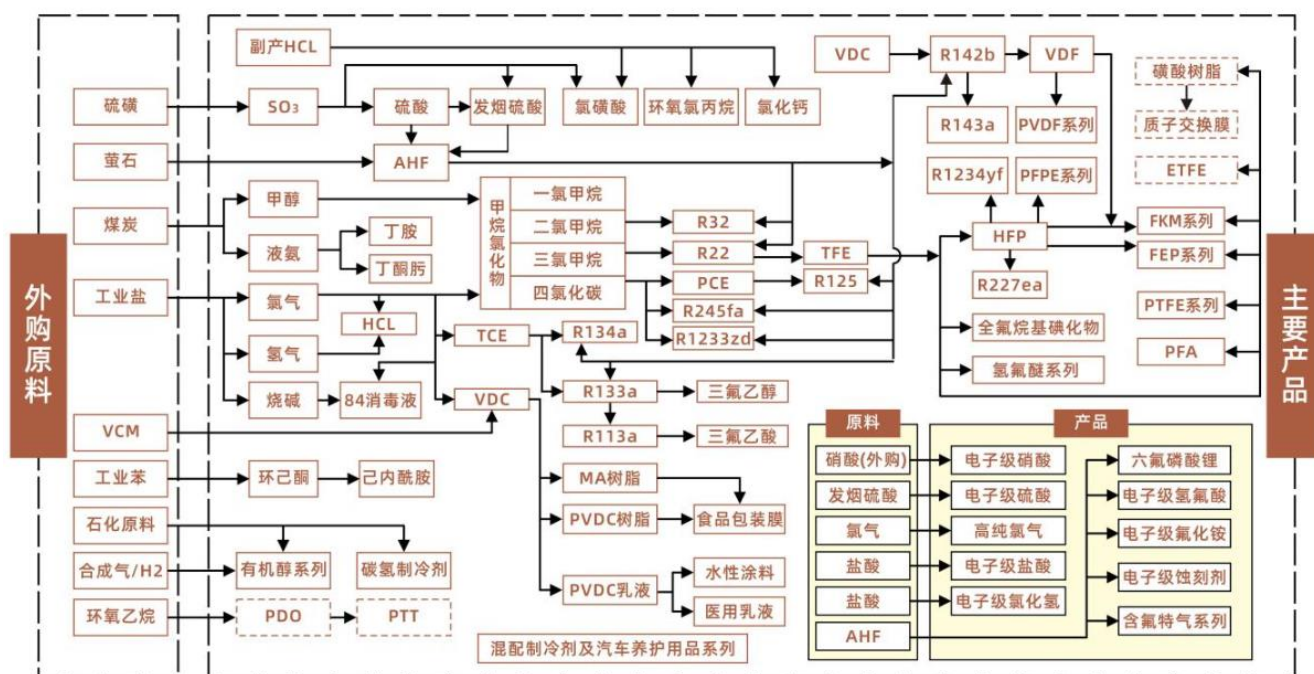
公司主要业务包括基础化工原料、食品包装材料、氟化工原料及后续产品的研发、生产与销售。公司拥有氯碱化工、硫酸化工、煤化工、基础氟化工等氟化工必需的产业自我配套体系，并以此为基础，形成了包括基础配套原料、氟制冷剂、有机氟单体、含氟聚合物、含氟精细化学品等在内的完整的氟化工产业链，并涉足石油化工产业。

公司产品可分为七大类，除氟化工原料、含氟精细化学品、制冷剂外，基础化工产品、含氟聚合物材料、食品包装材料、石化材料均有新增产能，且或将于 2025-2026 年逐步投产。

公司产品可广泛应用于日常生活和国防、航天、电子信息、环保、新能源、电气、电器、化工、机械、仪器仪表、建筑、纺织、金属表面处理、制药、医疗、纺织、食品、冶金冶炼等各工业部门和战略性新兴产业等领域，其应用范围随着科技进步、消费升级不断向更广更深领域拓展。

图 2：公司产业链一览

巨化股份产业链及主要产品



资料来源：公司公告，天风证券研究所整理

表 2：公司业务板块产品及产能

氟化工原料		128.24 万吨	氟制冷剂		82.18 万吨
产品	产能 (万吨)		第二代	3.9	
萤石	外购		第三代	27	
氢氟酸	25		R32	11.4	
二氯甲烷	80		R134a	6.9	
三氯甲烷、三氯乙烯、四氯乙烯等	23.24		R125	5.7	
含氟聚合物	20 万吨		R143a	2.1	
产品	产能		R245fa	0.0	
PTFE	2.5		R227	0.9	
PVDF	3.4		第四代	0.8	
HFP	1.5		碳氢制冷剂	3.5	
FEP	1.0				
氟橡胶	1.0				
其他产品包括 TFE、全氟醚橡胶、八氟戊醇、可熔聚四氟乙烯、乙烯-四氟乙烯树脂	10.7				
含氟精细化学品	1.81 万吨		食品包装材料	21.73 万吨	
石化材料	72.12 万吨		基础化工产品	391.87 万吨	
产品	产能		产品	产能	
有机醇	25.12		烧碱、液氯	56	
环己酮	11		工业硫酸	36	
丁酮肟	6		甲醇	15	
己内酰胺	15		其他包括氯磺酸、液氨、氯化钙、84 消毒液	243.67	
配套产能					
硫铵	24				
环氧氯丙烷	17.5				

资料来源：公司公告、卓创资讯、百川盈孚等，天风证券研究所

备注：二代和三代制冷剂产能为 2025 年配额，其他产品产能截止 2024 年

1.2. 制冷剂、基础化工为公司收入及利润主要来源

1.2.1. 十年间公司营收翻倍增长，主要驱动力来自制冷剂与基础化工品

2013-2024 年，公司营业收入从 97 亿元增长至 245 亿元，归母净利润从 2.54 亿元增长至 19.6 亿元，营业收入、归母净利润 CAGR 分别达到 8.7%/20.4%。其中，制冷剂、基础化工产品两个业务板块量增是带动营收和利润规模增长的主要原因，2016 年公司制冷剂、基础化工板块产能分别为 28/160 万吨，2024 年扩张至 82/392 万吨。制冷剂、基础化工品、石化材料是公司收入、利润构成的主要部分。2024 年，公司收入 245 亿元，其中 38%来自制冷剂，17%来自石化材料；公司毛利额 43 亿元，其中 64%来自制冷剂，18%来自基础化工产品。

复盘公司经营业绩，宏观环境与制冷剂价格周期下，2017 年之后公司经营情况波动上行，其中 2017~2019 年、2021~2023 年为盈利水平较高阶段。

2017、2018 年：我国供给侧结构性改革推进，“排污许可证”、“退城进园”、“环保税”、“蓝天保卫战”等配套安全环保政策实施抑制行业产能扩张，化工行业产能过剩一定程度上得到有效缓解，化工品价格出现上涨，其中公司制冷剂产品 2017、2018 年分别上涨 29.1%、22.8%，同时基础化工产品、石化材料、含氟聚合物材料产品也有提升。

2019 年：化工行业供给侧结构性改革效应减弱，公司产销量高基数上再上台阶（主要产品产量同比+26.5%），但产品价格下跌致毛利额下降（其中氟制冷剂产品减利 19.5 亿元）。

2021、2022 年：公司制冷剂和基础化工品板块均贡献主要收入增量，但是 2020-2022 年企业激烈争夺 HFCs 生产配额，毛利率相对处于低位。

2021 年氟化工处于探底后的回升阶段，价格上涨下制冷剂增利 15.9 亿元；2022 年仍为三代制冷剂配额基准年，年内制冷剂毛利率下滑 4 个百分点，但销量增长带动收入扩张。

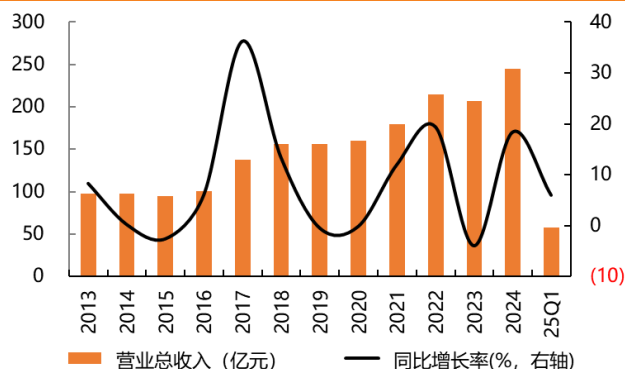
2022 年，基础化工业务毛利翻倍增长，主要原因为板块单价同比+41%。此外，由于 2022 年产品价格均有不同程度上涨，公司氟化工原料、含氟聚合物材料、食品包装材料等营收及毛利均有提升。

2023 年：2023 年公司收入同比减少 8.3 亿元，虽然石化材料收入同比增加 8.2 亿元（收入增加的原因主要是销量同比增长 53.5%（年内 5 万吨正丙醇与 5 万吨异丙醇投产）；但制冷剂/基础化工品收入分别减少 8.3/7.5 亿元，主要是因为三代制冷剂产能严重过剩，产品价格下跌拖累氟制冷剂整体价格下跌，基础化工品板块中煤化工、氯碱化工产品受需求疲软影响产品价格跌幅较大；2023 年公司毛利同比减少 12.7 亿元，基础化工品/含氟聚合物/氟化工原料毛利分别减少 6.3/4.9/3.1 亿元。

2024 年：2024 年，公司实现收入 245 亿元，同比+18%，毛利 43 亿元，同比+47%，归母净利润 19.6 亿元，同比+108%。年内毛利总额同比增加 15.5 亿元，其中制冷剂毛利增幅最大，同比增加 19.5 亿元，主要原因为公司第三代氟制冷剂正式进入生产配额管控期，竞争格局、供需格局发生根本性变革。公司非氟制冷剂业务同步于行业趋势，“供强需弱”、竞争激烈、价格持续下跌，业绩持续承压。氟聚合物材料、食品包装材料、基础化工产品均价同比分别下跌 16.71%、14.14%、14.27%。

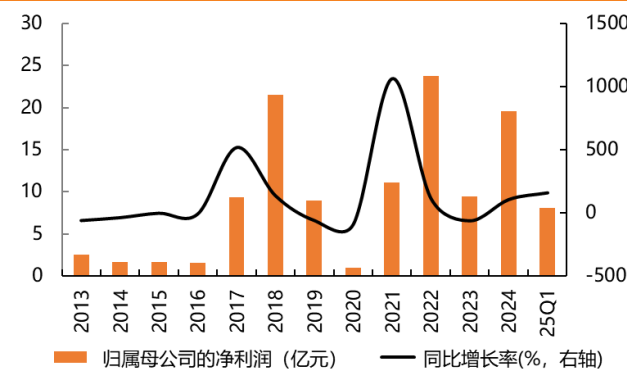
2025 年一季度：2025 年一季度，公司实现收入 58 亿元，同比+6%，实现归母净利润 8.1 亿元，同比+161%。一季度氟化工和石化材料产品增产增销，二代制冷剂因今年生产配额削减产品价格上涨，第三代氟制冷剂（HFCs）因实行生产配额制、上年度对厂库和社会库存消化充分且下游需求旺盛导致产品价格持续上涨；非制冷剂产品总体竞争激烈，产品价格同比下降或低位同比反弹。

图 3：2013-2025 年 Q1 公司收入及增速



资料来源：公司公告、同花顺、天风证券研究所

图 4：2013-2025 年 Q1 公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、同花顺、天风证券研究所

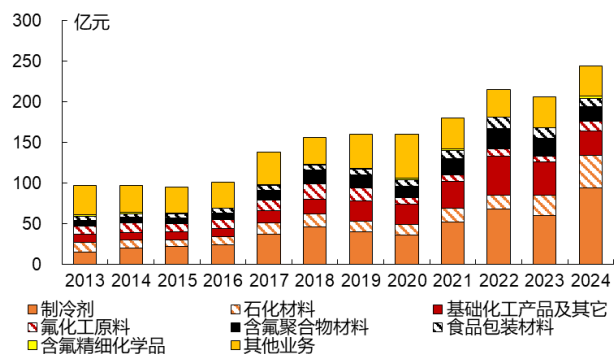
表 3：2016-2024 年公司主要产品产能变化

产品	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
氟化工原料	81.4	82.6	116.9	117.5	94.6	95.3	107.2	110.2	128.2
致冷剂	28.2	31.0	33.9	43.4	58.5	59.9	68.2	73.7	82.2
其中：HFCs					37.9	39.7	48.1		
含氟聚合物材料	6.1	7.6	8.6	9.1	13.0	12.4	14.0	14.0	20.0
其中：氟聚合物					3.9	3.9	4.7	5.1	
含氟精细化学品	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.5	0.5	1.8
食品包装材料	11.8	12.3	13.0	15.5	20.0	20.0	20.0	21.7	21.7
石化材料	25.0	29.0	29.0	35.0	37.0	37.0	48.5	56.9	72.1
电子化学材料	3.3	4.4	4.4						
基础化工产品及其它	159.9	168.1	243.0	248.3	276.0	279.4	339.6	345.7	391.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所；单位：万吨

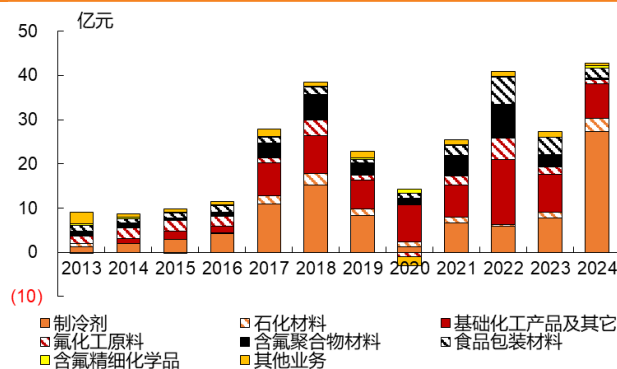
图 5：2013-2024 年公司各产品收入

图 6：2013-2024 年公司各产品毛利



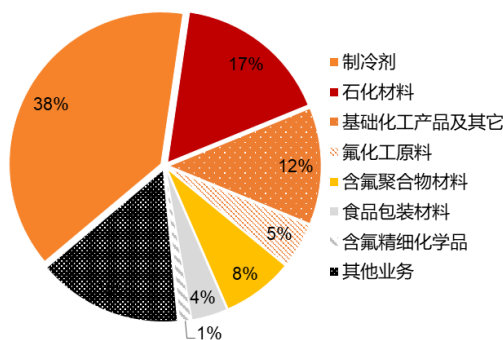
资料来源：公司公告、同花顺、天风证券研究所

图 7：2024 年公司营业收入结构（按业务）

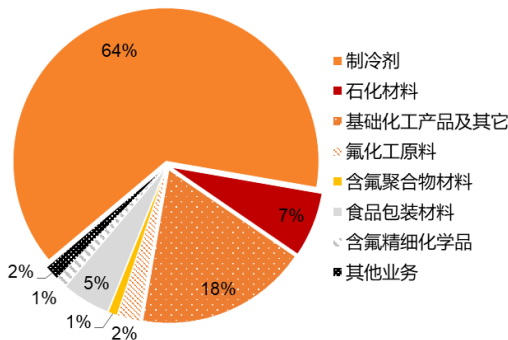


资料来源：公司公告、同花顺、天风证券研究所

图 8：2024 年公司毛利额结构（按业务）



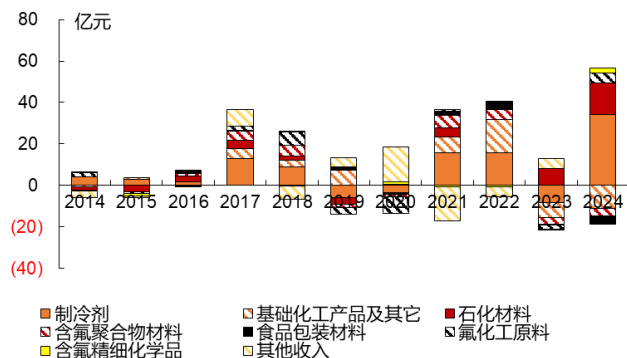
资料来源：公司公告、同花顺、天风证券研究所



资料来源：公司公告、同花顺、天风证券研究所

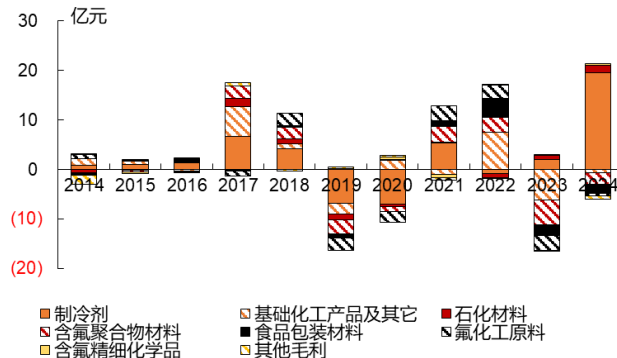
图 9：2014-2024 年公司收入变动（按业务）

图 10：2014-2024 年公司毛利额变动（按业务）



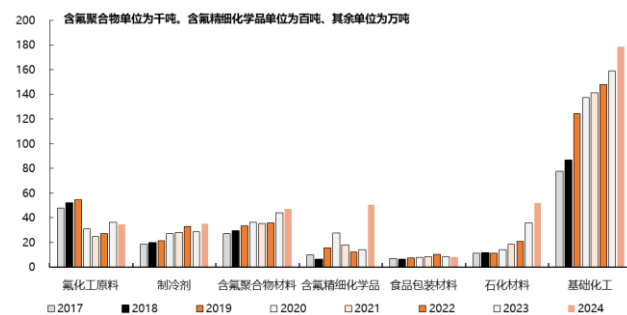
资料来源：公司公告、同花顺、天风证券研究所

图 11：公司分业务板块外销量

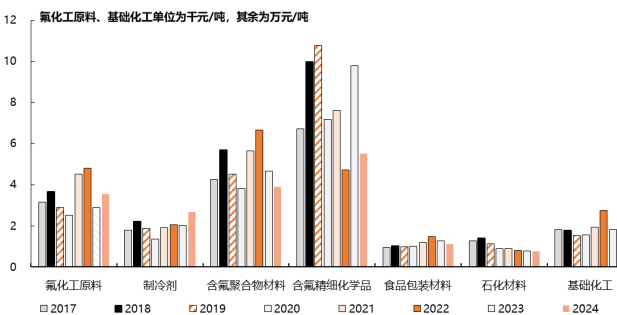


资料来源：公司公告、同花顺、天风证券研究所

图 12：公司分业务板块销售均价

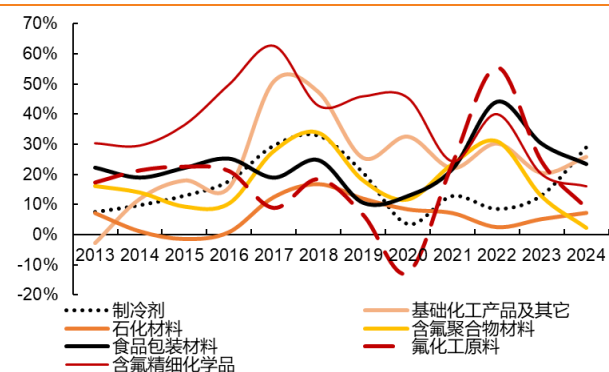


资料来源：公司公告、同花顺、天风证券研究所



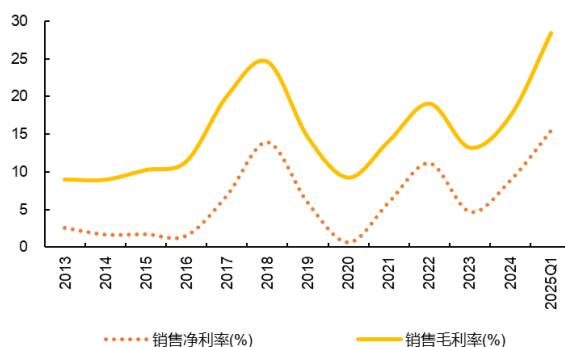
资料来源：公司公告、同花顺、天风证券研究所

图 13：2013-2024 年公司毛利率分产品



资料来源：公司公告、同花顺、天风证券研究所

图 14：2013-2025 年一季度公司毛利率与净利率

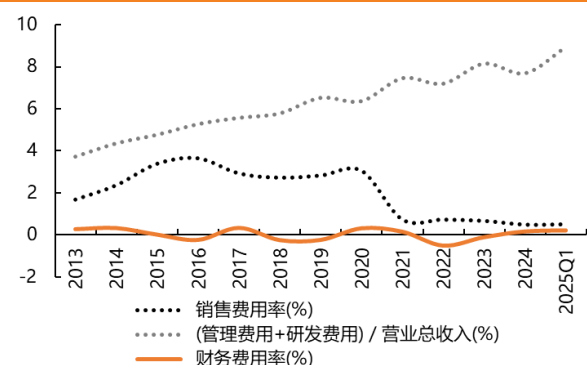


资料来源：公司公告、同花顺、天风证券研究所

1.2.2. 公司费用率管控严格，2020 年后在建工程显著增加

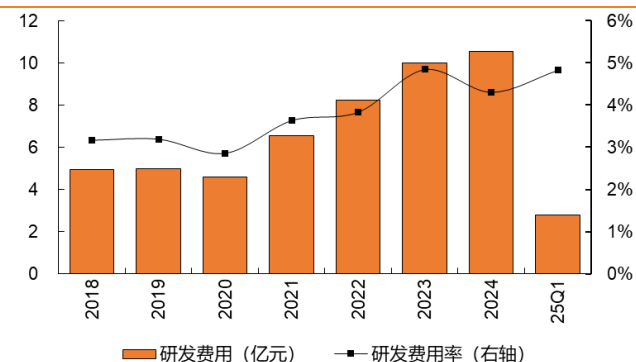
公司严格管控费用，2013 年以来期间费用率低于 10%。公司财务费用率长期低于 1%；2018-2025 年一季度公司管理费用率在 2%-4%之间（2025 年一季度为 4.1%，不包括研发费用）；销售费用率自 2021 年来持续维持在 1%以下；而公司研发费用率长期维持在 3%-5%之间（2020 年为 2.9%）。

图 15：2013-2025 年 Q1 公司销售、管理、财务费用率



资料来源：公司公告、同花顺、天风证券研究所

图 16：2018-2025 年 Q1 公司研发费用及费用率

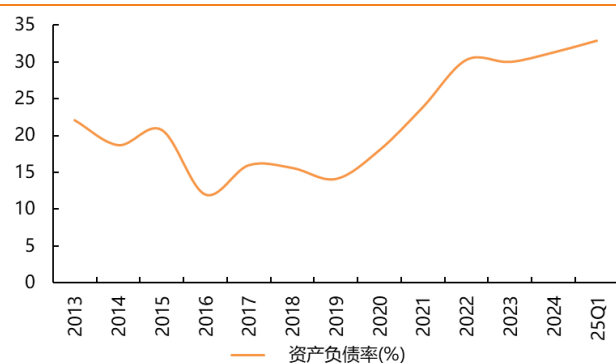


资料来源：公司公告、同花顺、天风证券研究所

资本开支显著增加，资产负债率 2020 年起上行。2019-2022 年，公司资产负债率分别为 14%/18.0%/23.8%/30%，负债率于 2020 年开始上行。2019 年及 2020 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 17.6 亿元、18.9 亿元（2019 年主要用于 5 万吨/年正丙醇项目与 270kt/a 环保型氟产品项目，2020 年主要用于 23.5kt/a 含氟新材料项目（二期）与 44kt/a 高端含氟聚合物项目），但由于 2020 年全球经济衰退对公司生产经营造成冲击，当年经营活动产生的现金流量净额仅为 9.9 亿元，致公司短债规模提升较多。

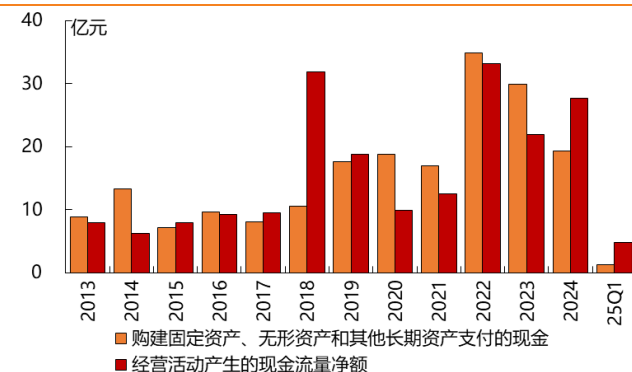
2021~2023 年，虽公司经营现金流金额改善明显，但公司大量启动氟化工板块等项目投资（表 4），资本开支显著加大（2021~2023 年资本开支分别为 17/35/30 亿元，在建工程分别为 22.2/45.5/28 亿元），随之上升的是公司长期借款金额，2020 年仅为 0.04 亿元，但 2021-2023 年增加至 1.9/13.3/17.4 亿元。2024 年公司资本开支有所收窄，为 19 亿元，2025 年一季度为 1.2 亿元。

图 17：2013-2025 年 Q1 公司资产负债率



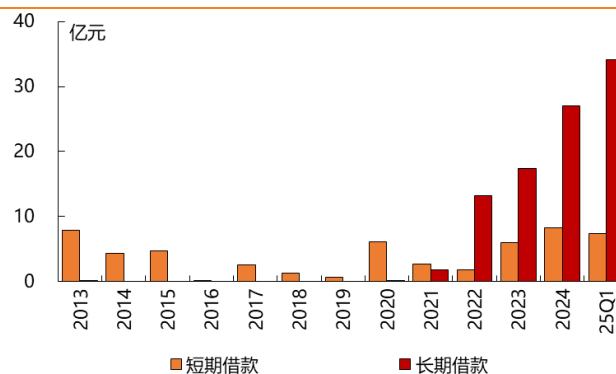
资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 18：2013-2025 年 Q1 公司资本支出与经营现金流金额



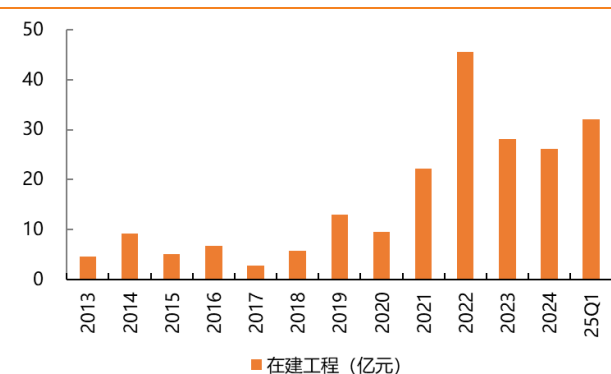
资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 19：2013-2025 年 Q1 公司短长期借款



资料来源：公司公告、同花顺、天风证券研究所

图 20：2013-2025 年 Q1 公司在建工程



资料来源：公司公告、同花顺、天风证券研究所

表 4：2021-2023 年公司主要在建工程增加细项

2021	期末余额	期初余额	本期增加
10kt/aPVDF 项目二期 B 段	1.3	0	1.3
合成氨原料路线及节能减排技术改造项目	4.4	1.1	3.3
全球氟 20kt/aHFC-134A 项目	3.6	0.1	3.6
其他	12.5	8.2	4.3
在建工程总计	21.9	9.4	12.5
2022	期末余额	期初余额	本期增加
合成氨原料路线及节能减排技术改造项目	9.3	4.4	4.9
全球氟 20kt/aHFC-134A 项目	6.7	3.6	3.1
10 万吨/年正丙醇技改扩能项目	2.4	0.3	2.1
48kt/aVDF 技改扩建项目	4.6	0	4.6
30kt/aPVDF 技改扩建项目	3.9	0	3.9
其他	18.2	13.6	4.6
在建工程总计	45.1	21.9	23.1
2023	期末余额	期初余额	本期增加
48kt/aVDF 技改扩建项目	7.5	4.6	2.9
30kt/aPVDF 技改扩建项目	5.2	3.9	1.4
60kt/aVDC 单体技改扩建项目	1.2	0.0	1.2
其他	7.0	11.0	-23.0
在建工程总计	27.5	45.1	-17.6

资料来源：公司公告、同花顺、天风证券研究所；单位：亿元；备注：由于公司在建工程数量众多，仅统计年内在建工程增加超过 1 亿元的项目

图 21：2017-2024 年公司在建项目分版块

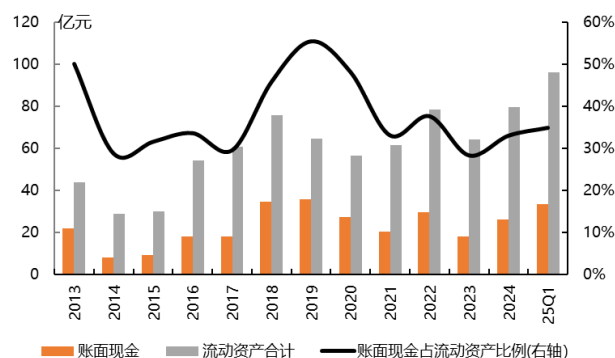
所属板块	项目名称	预算数 (百万元)	项目进度 (%)							
			2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
氟化工原料	400kt/a—氯甲烷扩能技改项目	26							85	
	PCE技改项目	64	98	99	99	87	100			
	3万吨/年四氯乙烯、一氯甲烷项目	176		72	100					
	270kt/a环保型氟产品项目	907		10	50	50	100			
	45万吨/年CM技改项目	80			25	90	100	0	100	
	TCE装置节能优化技术改造项目	11				95	99	100		
	AHF装置技改项目	96				5	25	34	100	
	氟化公司AHF装置技改项目	57				10	50	63	100	
	PCE装置环保系统提升改造项目	21								32
	CM技改项目	45	86	90	95	86	82	100		
投资额总计					1483					
制冷剂	100kt/a新型氟制制冷剂改 (43kt/aR32) 项目	53	48							
	38kt/aR134a装置节能技改项目	19	100							
	10kt/aHFC-245fa项目	210	45							
	35kt/aR125技改及产成品储运扩建项目	99	75							
	R134a装置先进控制系统(APC)项目	15	75	90	100					
	13kt/aHCFC-142B项目	93		20	100					
	11kt/a新型含氟材料项目：40kt/a二氟一氯甲烷	19		50	100	90	100			
	新型环保制冷剂及汽车养护产品充装基地项目	120			72	100	50	39	100	
	全球氟20kt/aHFC-134A项目	647				1	60	95	100	
	HFC装置运行优化改造项目	0					58	90	100	
	3.5万吨/年氟氢制冷剂项目	0					34	69	100	
	11kt/a氟化学品联产项目	273						100		
	2R134a装置节能技改项目	50							80	
	9kt/a多功能含氟化学品项目	1591								10
	全球氟R125项目技改项目	140								80
投资额总计					3328					
含氟聚合物	2.35万吨/年含氟新材料项目一期	150	35	50	95	90	90	91	100	
	23.5kt/a含氟新材料项目 (二期)	543	15	25	50	100				
	48kt/aVDF技改扩建项目	919						80		100
	10kt/aPVDF项目 (一期)	162	100							
	10kt/aPVDF项目二期A段项目	46				70	99	100		
	10kt/aPVDF项目二期B段	0					80	100		
	30kt/aPVDF技改扩建项目	966						80	92	100
	10kt/aFEP扩建	210	50							
	10kt/aFEP扩建项目 (二期)	248							33	85
	11kt/a含氟新材料(分散PTFE技术改造提升)	76			50	40	100			
	44kt/a高端含氟聚合物项目	254				45	86	39	40	50
	分散2PTFE新增聚合釜项目其他	10	70	100						
	含氟聚合物自动包装线及智能仓储项目	0					5	13	34	70
投资额总计					3584					
含氟精细化学品	4000t/aTFE下游高端含氟精细品技改项目	65							48	
	10000t/a高品质可熔氟树脂项目	714							0	83
	500t/a全氟磺酸树脂项目	301							0	0
	5kt/a巨芯冷液项目	0					65	24	90	
	投资额总计				1080					
基础化工	40万吨/年次氯酸钠扩能改造项目	0					65	90	99	
	己二装置部工艺设备优化升级改造项目	7				70	100			
	己二硫铵中和低品质蒸汽综合利用项目	10				70	100			
	离子膜烧碱装置新增用电解槽技改项目	49	10	85	100					
	离子膜烧碱压机节能技术改造	37		5	10	90	99	100		
	合成氨原料路线及节能减排技术改造项目	984			5	10	32	82	100	
	投资额总计				1087					
石化材料	5万吨/年正丙醇项目	349		2	75	100				
	10万吨/年正丙醇技改扩能项目	0.026					11	97	100	
	4万吨/年异丙醇项目	0.006					85	98	100	
	有机醇技改项目	0.004					93	89	100	
	有机醇优化提升改造项目	77							27	
	6万吨/年丁酮建设项	100			60	100				
	环氧氯丙烷项目	157						75	100	100
	150kt/a己内酰胺瓶颈突破技改项目	20		50	90	90				
食品包装材料	15万吨/年特种聚酯切片新材料项目	1477						2	21	60
	投资额总计				2180					
	60kt/aVDC单体技改扩建项目	325							70	55
	共挤收缩膜扩产项目	10			20	40	60	82	92	
	100kt/a聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目二期A段	50							95	
	100kt/a聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料一期	668	50	85	80	100				
其他	100kt/a聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目二期B段	165							50	
	20kt/a聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目	305								30
	投资额总计				1523					
	智慧营运中心项目	32				65	75	80	47	
	39000NM7/空分技术改造项目	300			25	30	90	95	100	
	1000m3/h高纯氢气项目	19				60	100			
	7000Nm3/h氢气资源综合利用项目	21							6	
	制酸工艺技术优化改造项目	69				50	100			
	2020电化设备更新项目	40				40	63	100		
	超临界萃取回收废氟塑料项目	0					4	4	100	
	合理优化资源整合,提升水资源利用	0					50	65	100	
	浙江时代锂电材料一期配套工程	95						85	95	
	FH-3原料工业化项目	368							2	2
	2023电化设备更新项目	50							30	
	2023巨塑设备更新项目	23							6	
	709装置稳定运行及原料储存优化项目	49							90	
	安全环保提升技改项目	45							65	
	氟化节能技改项目	36							5	
	5000t/a硅基电子级特气项目-FH-3中试装置	100								78
投资额总计					1248					
电子化学材料 (2018年5月起该 项业务不再纳入公 司合并范围)	1.9万吨/年电子湿化学品项目	156	100							
	高纯电子气体项目 (一期)	147	100							
	含氟特种气体项目	751	1	0						
	高纯电子气体项目 (二期)	100	1	0						
	3万吨/年ppt电子级硫酸技改项目	166	5	0						
投资额总计					1321					

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2017-2024 年公司各版块均有资本支出，含氟聚合物、制冷剂板块投资额相对较高。我们对 2017-2024 年公司在建项目进行梳理，八年内公司在建项目总投资额共计 168 亿元，各业务板块实现综合发展，相对而言含氟聚合物、制冷剂在建项目投资额较高，分别为 36/33 亿元。含氟聚合物板块中，3 万吨 PVDF 技改扩能项目投资额最大，为 9.7 亿元；制冷剂板块中，9kt/a 多功能含氟化学品项目投资额最大，为 15.9 亿元。

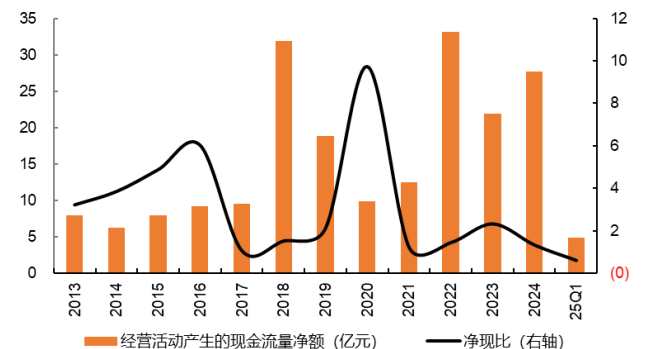
2025 年安排固定资产投资 31 项。根据公司 2024 年年报，2025 年计划投资额为 77.26 亿元、用款为 78.47 亿元，公司将重点实施好高性能氟氯新材料和含氟精细化学品项目建设，以及重点产品的挖潜、提质、增加品种、节能降耗、清洁技术改造。持续推进“三零”工程迭代升级，提升数智赋能水平。

图 22：2013-2025 年一季度公司账面现金占流动资产比例



资料来源：公司公告、同花顺、天风证券研究所

图 23：2013-2025 年一季度公司经营现金流净额



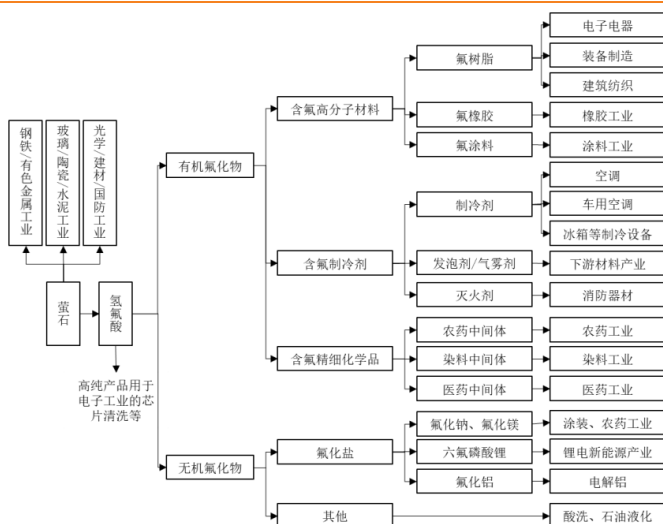
资料来源：公司公告、同花顺、天风证券研究所

2013-2025 年 Q1 公司流动资产结构良好。2013-2025 年 Q1 公司货币资金与金融性经营资产占流动资产比例在 28% 以上，2025 年一季度为 33.6 亿元，占流动资产比例为 35%。公司净现比常年高于 1，2024 年经营活动现金流净额为 27.65 亿元，当年净利润为 21.77 亿元，净现比为 1.3。

2. 公司氟化工板块涵盖氟原料、制冷剂、氟聚合物、含氟精细化学品四大领域

我国氟化工行业经过六十多年发展，逐步形成氟化烷烃及 ODS 替代品、含氟聚合物、含氟精细化学品及含氟电子化学品和无机氟化物五大类产品体系和完整门类。

图 24：氟化工产业链

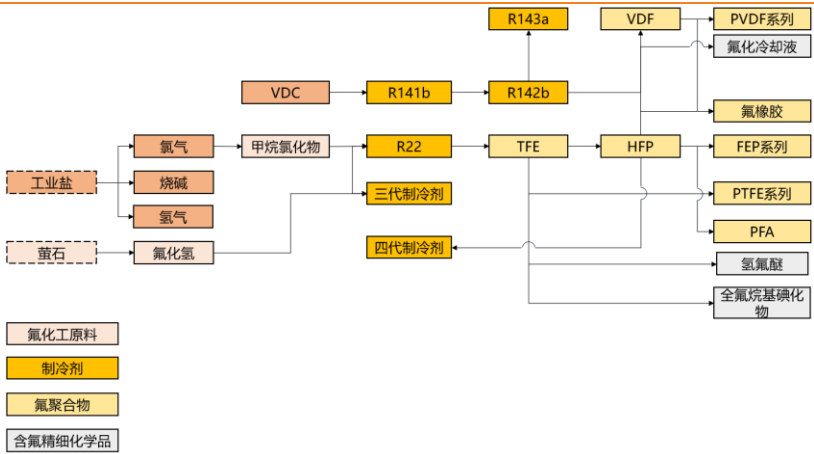


资料来源：永和股份公告、天风证券研究所

公司的氟化工业务包括氟化工原料，氟制冷剂，氟聚合物、含氟精细化学品。公司是国内唯一拥有一至四代含氟制冷剂系列产品的龙头企业，第二代含氟制冷剂 R22 生产配额国内第一；且随着第三代氟制冷剂（HFCs）进入配额生产期，在 2024 年 1 月取得对淄博飞源化工有限公司控制权并纳入并表范围，公司进一步确立 HFCs 全球龙头地位。

公司现有 PTFE、PVDF、FEP、FKM、PFA、ETFE 等系列含氟聚合物产品，产能规模、品种处于国内领先地位。含氟精细化学品领域，公司经过十多年的技术研发积累，已开发出氢氟醚 D 系列产品和全氟聚醚 JHT 系列等电子氟化液产品。

图 25：公司氟化工布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所；备注：虚线部分代表外购原料

表 5：公司氟化工产品产能

板块	产品	产能	市占率	备注
氟化工原料	萤石			外购
	氢氟酸	25	7%	全部自用
	二氯甲烷	80	21%	-
	三氯甲烷、三氯乙烯、四氯乙烯等	23.24	-	
	总计	128.2		
氟制冷剂	第二代	3.9	26%	处于淘汰期，产能为 2025 年生产配额
	第三代	27	34%	我国生产消费冻结期，产能为 2025 年生产配额
	第四代	0.8	-	在建产能近 5 万吨
	碳氢制冷剂	3.5	-	-
	总计	82.18		
含氟聚合物	PTFE	2.5	14%	7000 吨 PTFE 预期于 25 年投产
	PVDF	3.4	15%	
	HFP	1.5	12%	
	FEP	1	18%	
	氟橡胶	1	23%	
	其他包括 TFE、全氟醚橡胶、八氟戊醇、可熔聚四氟乙烯、乙烯-四氟乙烯树脂	10.65	-	1 万吨 PFA 预期 2025 年 6 月投产
	总计	20		
含氟精细化学品、专用化学品	八氟戊醇		-	
	四氟丙酸钠			
	四氟丙醇	1.81		
	全氟烷基碘化物			
	氢氟醚			
	全氟聚醚			
	总计	1.81		

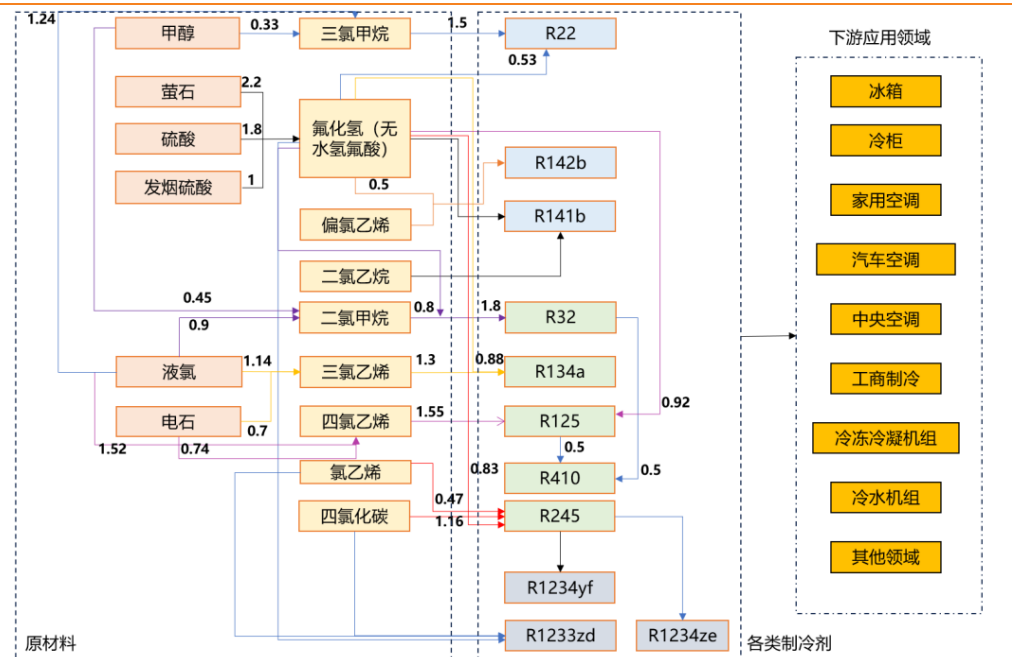
资料来源：公司公告、天风证券研究所；产能单位：万吨；除二代和三代制冷剂为 2025 年生产配额外，其他数据均为 2024 年产能

2.1. 三代制冷剂配额落地，公司充分受益行业景气上行

2.1.1. 制冷剂：25 年二代配额再次削减，三代配额有序增发，不改供需紧平衡局面

制冷剂又称冷媒、致冷剂、雪种，是各种热机中借以完成能量转化的媒介物质。氟制冷剂可分为四代，其中一代已经淘汰，二代氟制冷剂（HCFCs，含氢氯氟烃），我国生产和使用的受控 HCFCs 包括：HCFC-22、HCFC-123、HCFC-124、HCFC-141b 和 HCFC-142b，目前进入淘汰期；三代氟制冷剂（HFCs，氢氟烃）包括 HFC-32、HFC-125、HFC-134a 等，我国已经进入生产和消费冻结期（在生产配额内生产）；四代则处于成长期。

图 26：制冷剂产业链图

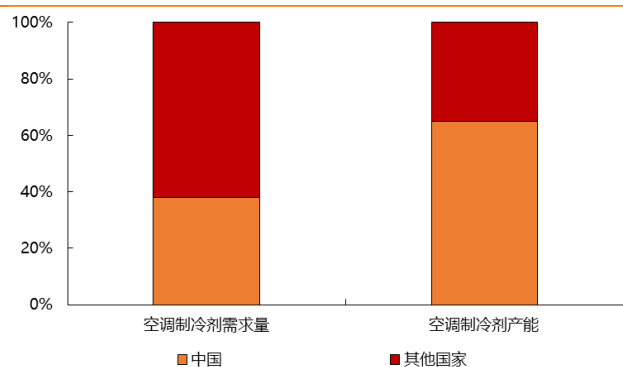


资料来源：卓创资讯、百川盈孚、江西百炼氟材料有限公司年产 2 万吨五氟丙烷(R245)扩建项目环境影响评价、永和股份公告、维普资讯、化工进展、巨化股份公告，天风证券研究所

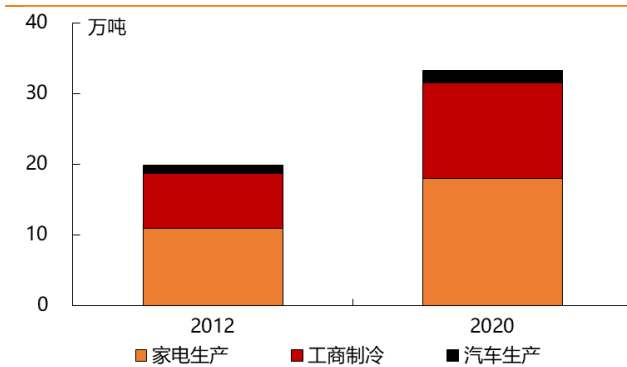
我国 HFCs 需求量占全球近四成。据 Research and Markets，全球制冷剂需求量将从 2024 年的 202 万吨提升至 2029 年的 229 万吨，复合增速为 2.5%，据此复合增速倒推，2023 年全球制冷剂市场需求量约为 197 万吨。据 Mordor Intelligence，2023 年我国制冷剂需求约占全球的 40%，故海外和我国的制冷剂需求量约为 118 万吨和 79 万吨。而以空制冷剂为例，《2022-2028 年中国制冷剂行业现状调研分析与发展趋势预测报告》显示，全球制冷剂需求量的 38% 来自中国，65% 的制冷剂产能在中国。

受《蒙特利尔议定书》及《基加利修正案》的约束，发达国家二代制冷剂产能基本已关停，三代制冷剂也正在加速退出，欧美国家大量存量设备的维修需求仍保持对第二代和第三代含氟制冷剂的大量需求，因此可以预期未来全球对于中国的含氟制冷剂产品依存度将更高。

家电生产为我国制冷剂主要应用领域。我国制冷剂消费量从 2012 年的 19.9 万吨逐年上升至 2020 年的 33.2 万吨，年复合增长率为 6.6%。家电生产行业是制冷剂主要应用领域，2020 年，我国家电生产、工商制冷、汽车生产行业制冷剂用量占比分别为 54%、41%、5%。



资料来源：霍尼韦尔官网、天风证券研究所



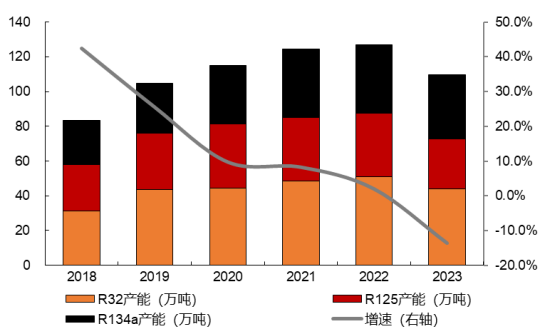
资料来源：生态环境部、天风证券研究所

● 我国制冷剂配额落地，供给诉求由份额转向利润

中国于 2021 年接受基加利修正案以管控三代制冷剂 HFCs 的消费与生产，2020-2022 年为 HFCs 基准年，2024 年开始冻结，2029 年开始削减。2016 年 10 月 15 日《蒙特利尔议定书》第 28 次缔约方大会上，通过了关于削减氢氟碳化物的修正案。修正案规定了发达国家和发展中国家 HFCs 消费和生产的削减计划；2021 年 6 月 17 日，中国常驻联合国代表团于向联合国秘书长交存中国政府接受《<关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书>基加利修正案》的接受书。根据有关规定，该修正案于 2021 年 9 月 15 日对中方生效。修正案规定：发展中国家应在其 2020 年至 2022 年 HFCs 使用量平均值的基础上，2024 年冻结 HFCs 的消费和生产于基准，自 2029 年开始削减，到 2045 年后将 HFCs 使用量削减至其基准值 20% 以内。

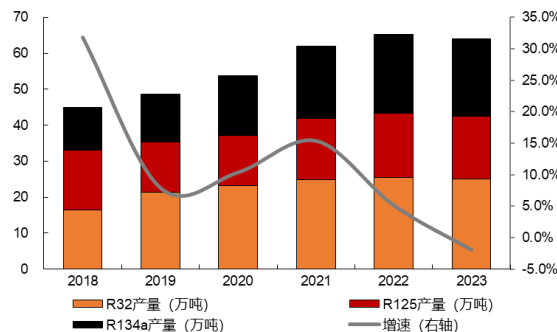
制冷剂企业为争夺配额在基准年产能大幅扩张。经历 2018 年的景气高点，下游需求减弱；而基于 HFCs 配额的争夺，国内制冷剂产能大幅扩张，以主要三代制冷剂品种 R32、R125、R134a 产能加和计算，2018-2019 年产能增速分别为 13.9%/25.5%。产能供给增加但需求转弱，无法对产能进行充分消化，以 Σ 产量/ Σ 产能计算，2018-2023 年行业开工率均低于 60%。

图 29：2018-2023 年主要三代制冷剂产能



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 30：2018-2023 年主要三代制冷剂国内产量



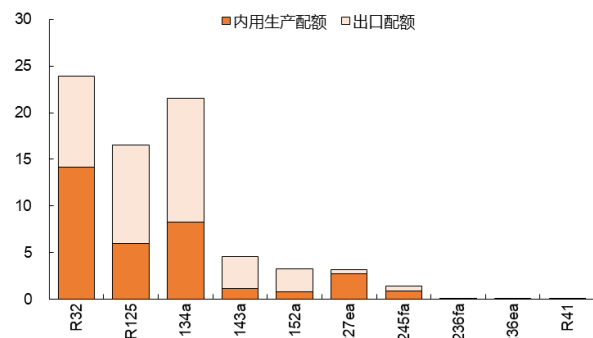
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

2023 年 11 月 6 日，国家生态环境部印发了关于《2024 年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》通知。配额设定和分配方案主要包括：

- (1) HFCs 生产/使用基线值为 2020-2022 年平均生产/使用量，分别加上含氢氟氯烃 (HCFCs) 生产/使用基线值的 65%，2024 年 HFCs 生产/进口/内用生产配额总量分别 18.53/0.1/8.95 亿吨 CO₂；
- (2) 企业 2024 年度生产配额，按 2020-2022 年生产量为基准，按品种发放；
- (3) HCFCs 基线值 65% 部分，2024 年暂不全部分配到生产和使用单位；
- (4) 生产单位仅可在申请 2024 年配额时进行不同品种 HFCs 配额调整，且调增量不得超过企业该品种配额量的 10%。

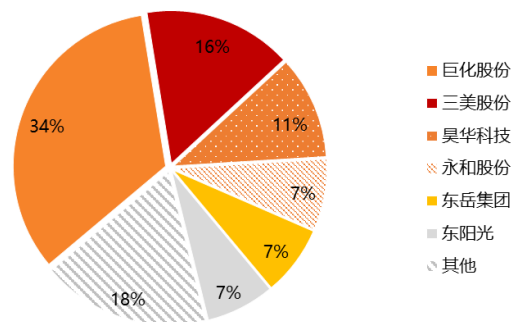
根据权益配额计算，三代制冷剂行业 CR4 为 68%。2024 年 1 月 11 日，生态环境部发布关于 2024 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额核发情况的公示。6 月 13 日，中国保护臭氧层行动网站发布《关于阿科玛（常熟）氟化工有限公司等 13 家企业 2024 年度含氢氯氟烃和氢氟碳化物生产配额调整的公示》，共有 11 家企业进行三代制冷剂配额调整。由于配额企业较多，故统计巨化股份、三美股份、中化蓝天、东岳集团、永和股份、东阳光 6 家主要制冷剂企业配额，6 家企业权益生产配额市占率为 82%，权益生产配额前四名分别为巨化股份/三美股份/中化蓝天/东岳集团，市占率分别为 34%/16%/11%/7%，行业 CR4 为 68%。

图 31：2024 年国内三代制冷剂配额（分品种；单位：万吨）



资料来源：国家生态环境部、天风证券研究所

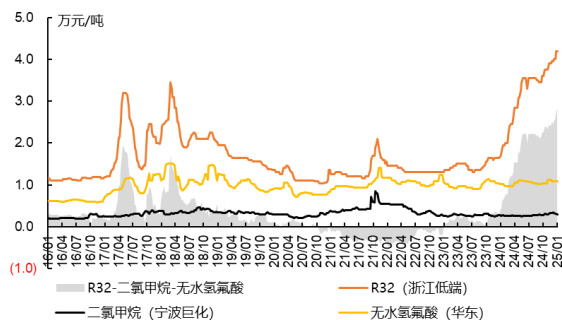
图 32：2024 年三代制冷剂配额 CR4 为 68%



资料来源：国家生态环境部、天风证券研究所

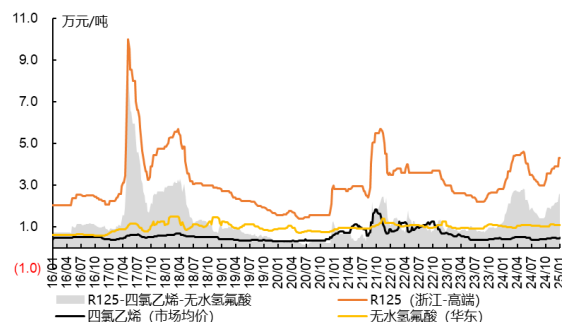
配额落地后，2024 年三代制冷剂价格快速上行。主流品种 R32/R125/R134a 2024 年均价分别为 3.2/3.7/3.5 万元/吨，较 2023 年上行 119%/46%/39%；全年平均价差分别为 1.9/2.1/2.0 万元/吨，较 2023 年上行 898%/125%/147%，三代制冷剂盈利水平得以大幅改善。除配额落地带来的供给端集中度提升外，下游家用空调的旺盛需求也为价格上涨提供助力，根据国家统计局数据，2024 年空调产量 2.3 亿台，同比+8.1%。

图 33：R32 价格与价差



资料来源：百川盈孚、天风证券研究所

图 34：R125 价格与价差



资料来源：百川盈孚、天风证券研究所

图 35：R134a 价格与价差

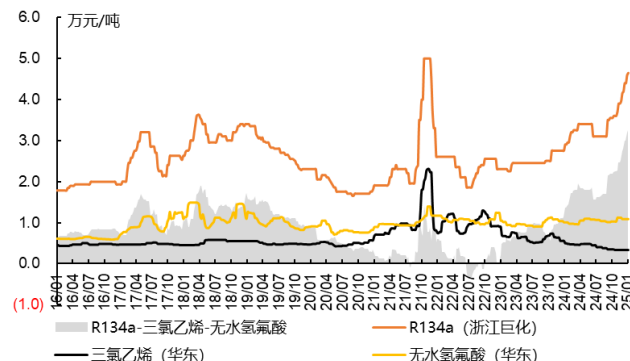
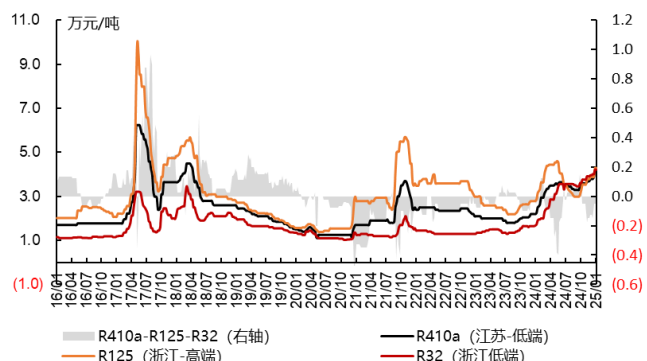


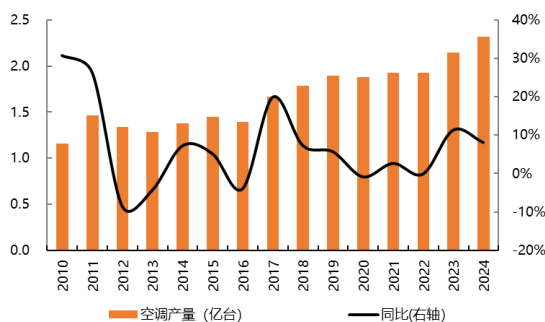
图 36：R410a 价格与价差



资料来源：百川盈孚、天风证券研究所

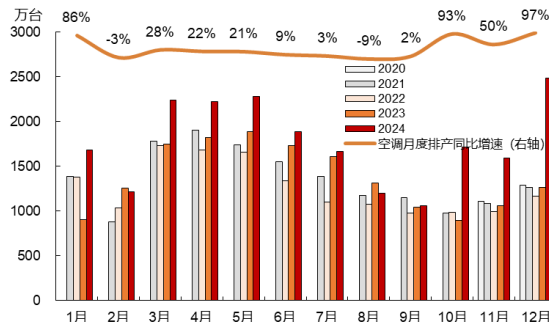
资料来源：百川盈孚、天风证券研究所

图 37：我国空调产量



资料来源：同花顺、天风证券研究所

图 38：我国家用空调排产



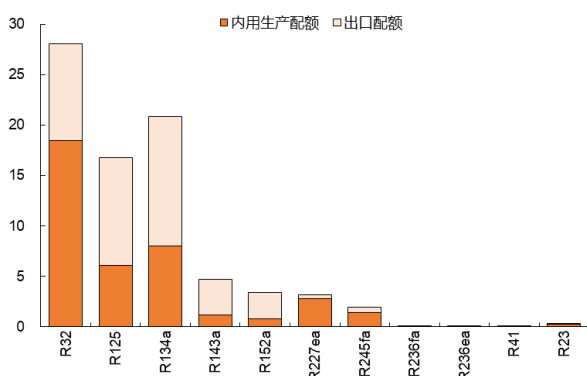
资料来源：产业在线、同花顺、天风证券研究所

● 2025 年三代制冷剂配额有序增发，二代制冷剂配额再次削减

2025 年二代制冷剂配额再次削减。据《2025 年度消耗臭氧层物质配额总量设定与分配方案》：25 年 R22 生产配额为 14.9 万吨（较 24 年削减 3.3 万吨），内用生产配额 8.1 万吨（削减 3.1 万吨），房间空调/工商制冷空调/其他需求配额分别削减 20%/50%/40%。存量市场仍有 R22 空调待维修，我们预期配额削减下 R22 价格将持续上行。

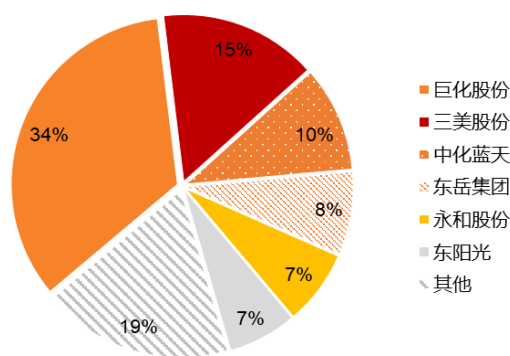
三代制冷剂增发不改行业现状。根据《2025 年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》，R32 生产配额将增发 4.5 万吨（均为内用）；生产企业可以在申请 2025 年配额时进行品种调整，根据《2025 年度消耗臭氧层物质生产、使用配额核发表》，实际 2025 年 R32 内用生产配额增加 4.25 万吨，生产配额增加 4.1 万吨。我们预计，配额有序增发不会对行业供需紧平衡产生冲击：1）配额削减下 R22 供应紧张，若维修需求无法满足将带动新机需求；2）25 年空调出口或将持续增长；以旧换新为国内需求注入活力；3）我们认为，配额制度使竞争秩序得到改善，增发或将不会恶化行业生态。

图 39：2025 年国内三代制冷剂配额（分品种；单位：万吨）



资料来源：生态环境部、天风证券研究所

图 40：2025 年三代制冷剂配额 CR4 为 67%



资料来源：生态环境部、天风证券研究所

2.1.2. 巨化股份：国内唯一拥有一至四代含氟制冷剂系列产品且配套完善的龙头企业

● 三代制冷剂配额占比第一，产品价格上涨带来高利润弹性

公司二代制冷剂权益配额 3.9 万吨，行业第一，市占率为 26%；三代制冷剂共有 27.1 万吨生产配额（不包括 R23），市占率 34%，且主流三代制冷剂配额市占率领先，R32/R125/R134a 占公司总配额 42%/21%/25%，占国内总配额的 41%/34%/33%；若从二氧化碳排放量总额控制角度，内部可调整空间也更大。

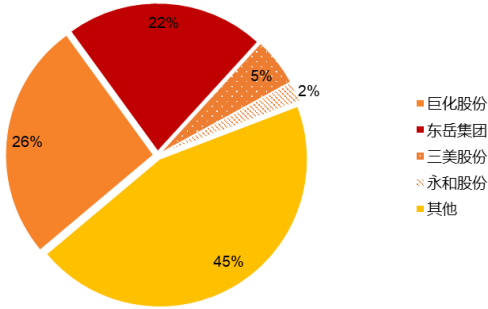
表 6：巨化股份三代制冷剂权益配额（单位：吨）

品类	R32	R125	R134a	R143a	R227ea	R245fa	总计
----	-----	------	-------	-------	--------	--------	----

生产配额	11.4	5.7	6.9	2.1	0.9	0.0	27.1
其中，内用生产配额	7.5	2.1	2.7	0.5	0.8	0.0	13.6
生产配额市占率	40.8%	34.2%	33.0%	43.7%	29.9%	1.5%	34.2%
内用生产配额市占率	40.8%	34.2%	33.0%	43.7%	29.5%	1.6%	34.9%

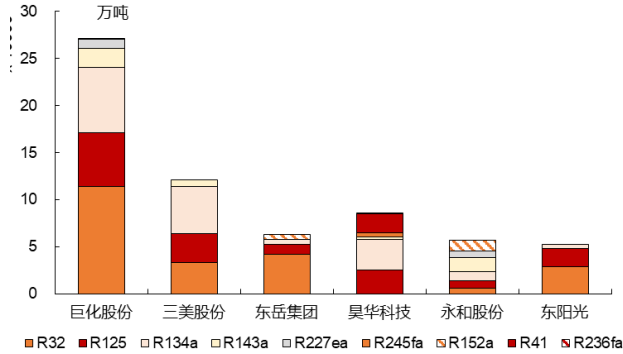
资料来源：生态环境部，天风证券研究所

图 41：2025 年 R22 生产企业生产配额占比



资料来源：生态环境部，天风证券研究所

图 42：主要制冷剂企业 2025 年三代制冷剂生产配额对比



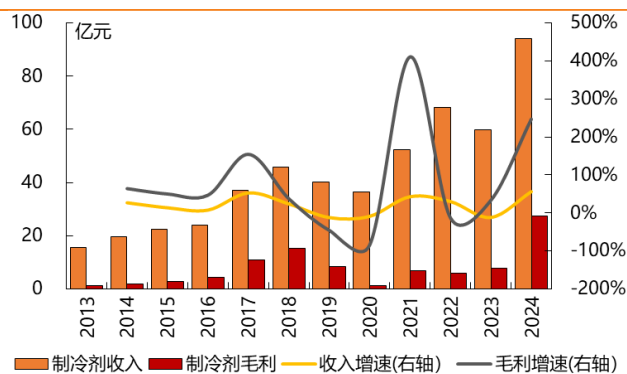
资料来源：生态环境部，天风证券研究所

2013-2018 年，制冷剂收入与盈利稳定增长。2019 年国内经济下行导致公司产品价格整体下滑，年内制冷剂收入与毛利同比分别-13%/-45%。2020 年进入三代制冷剂配额基线年第一年，行业竞争由利润导向转变为销量和市场占有率导向，年内公司制冷剂收入 36.4 亿元，同比下滑 9%，毛利 1.3 亿元，同比下滑 84%，单价 1.4 万元/吨，同比下滑 27%。低基数下，公司 2021-2022 年盈利出现一定改善；2023 年三代制冷剂配额基准年结束，但供给端产能过剩局面未改，公司制冷剂价格同比下滑 2%。

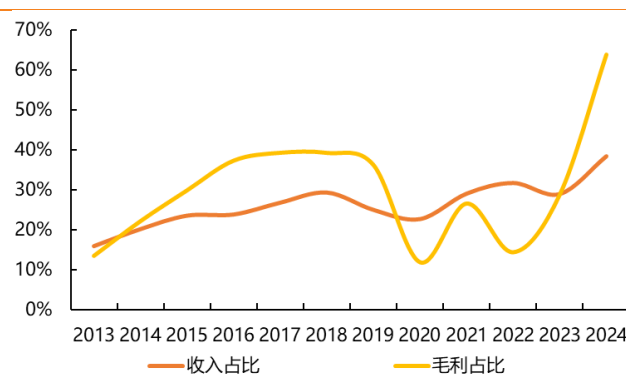
2024 年 1 月，三代制冷剂配额正式下发，供给端格局得到显著优化。2024 年公司制冷剂产量/外销量分别为 59.1/35.3 万吨，同比+21%/+23%，销售均价单价为 2.7 万元/吨，同比+33%。年报口径收入为 94 亿元，同比+57%，毛利为 27.3 亿元，同比+248%，占公司毛利总额的 64%。2025 年一季度，二代制冷剂因生产配额削减产品价格上涨，三代制冷剂因上年度厂库和社会库存消化充分且下游需求旺盛，产品价格持续上行，一季度制冷剂均价为 3.75 万元/吨，同比+58%。

图 43：2013-2024 年制冷剂收入与毛利

图 44：2013-2024 年制冷剂收入与毛利占比

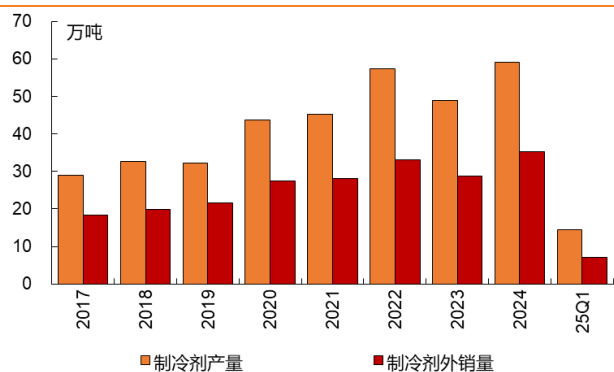


资料来源：公司公告，天风证券研究所



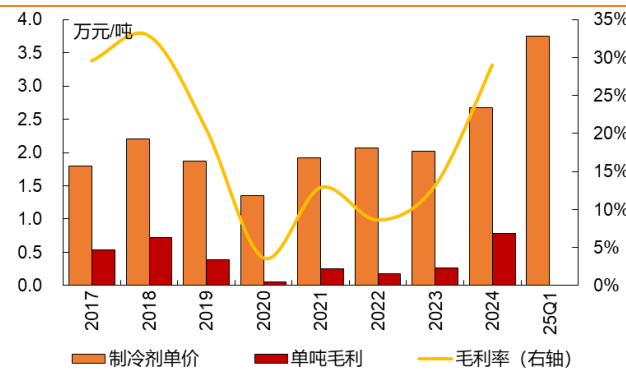
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 45：2017-25Q1 公司制冷剂产销量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 46：2017-25Q1 年公司制冷剂单价与单吨毛利



资料来源：公司公告，天风证券研究所；备注：单价来自公司经营数据，毛利率为公司年报数据，单吨毛利=单价*毛利率

对制冷剂相关上市公司收入与利润弹性进行测算：假设 R22 与三代制冷剂价格上涨 1000 元/吨（税后），巨化股份/三美股份/中化蓝天/东岳集团/永和股份/东阳光收入弹性为 3.1/1.3/0.9/1.0/0.6/0.5 亿元，利润弹性为 2.4/1.0/0.6/0.6/0.4/0.4 亿元。

表 7：制冷剂相关上市公司弹性测算

公司名称	股票代码	三代配额	R22 配额	总计	费用率	所得税率	税后涨价 1000 元/吨 收入弹性	税后涨价 1000 元/吨 利润弹性
巨化股份	600160.SH	27.1	3.9	31.0	9.7%	13.9%	3.1	2.4
三美股份	603379.SH	12.1	0.8	12.9	5.4%	20.4%	1.3	1.0
中化蓝天	600378.SH	8.5		8.5	16.2%	18.6%	0.9	0.6
东岳集团	0189.HK	6.3	3.2	9.6	8.1%	30.6%	1.0	0.6
永和股份	605020.SH	5.7	0.3	6.0	11.1%	18.4%	0.6	0.4
东阳光	600673.SH	5.3		5.3	11.8%	6.7%	0.5	0.4

资料来源：同花顺、生态环境部、wind、卓创资讯，天风证券研究所；

备注：东岳集团期间费用率与所得税率取 2024 年年报数据，其他公司数据来自 2025 年一季度

单位：万吨、亿元

● 自有技术布局第四代氟致冷剂产业化

第四代制冷剂是理想的三代制冷剂替代品，价格限制下国内应用较少。第四代氟制冷剂氢氟烯烃（HFOs）ODP 为零，GWP 低，且大气停留时间短，化学性能稳定，目前被认为理想的 HFCs 替代品。目前海外已开始使用 R1234yf 替代 R134a，据 RefrigerantHQ 数据，2019 年美国销量最高的 50 种汽车中，仅有 15 种使用 R134a，从使用量的角度，根据 EPA 数据，2022 年美国新车中 1234yf 占比已经达到 97%。但国内汽车空调制冷剂中 R134a 占比为 98%，R1234yf 占比极低，主要应用于高端车型如蔚来与沃尔沃的部分车型。

自有技术布局第四代氟致冷剂产业化。公司拥有第四代含氟制冷剂产业化生产技术自主知识产权，产能和技术处于国内领先地位；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。公司自主研发、生产了 JXL-01、JXL-02、JXL-03 多款新一代专用含氟制冷剂。2023 年，JXL-02 在西南地区某脐带血造血干细胞库

得到应用。

● 制冷剂产业链配套完善

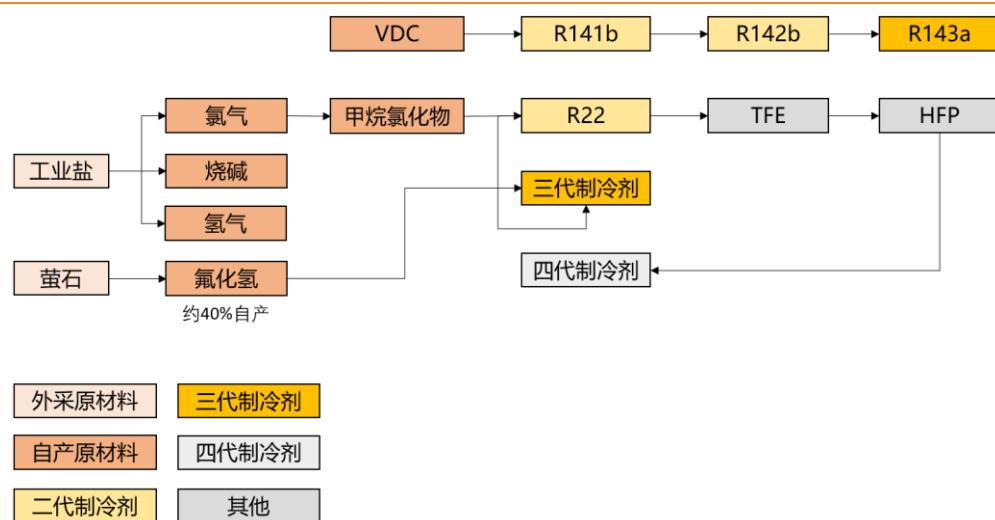
预计制冷剂原料自给为公司带来年化 2 亿元以上的超额利润。制冷剂的原材料为各类氯化物与无水氢氟酸，根据 2023 年年报，公司氯化物均为自产，60%左右的氢氟酸需求需外购解决。我们对氯化物与部分氢氟酸自产带来的主要二代三代制冷剂超额利润进行测算，R22/R32/R125/R134a 单吨超额价差分别为 892/1680/2216/2703 元/吨，若年内上述制冷剂满产，假设氯化物、AHF 其他成本为 1000 元/吨，公司年化超额利润为 2.6 亿元。

表 8：原料配套为公司主要制冷剂品类带来的超额利润（价差为 2024 年平均数据）

品种	生产配额 (万吨)	所需 氯化物	单耗	氯化物价差 (元/吨)	单吨超额价差 (元/吨)	AHF 单耗	AHF 价差 (元/吨)	40%AHF 自给带来的 单吨超额价差	总计 (元/吨)
R22	3.9	三氯甲烷	1.5	472	708	0.5	868	184	892
R32	11.4	二氯甲烷	1.8	779	1402	0.8		278	1680
R125	5.7	三氯乙烯	1.3	1459	1897	0.9		320	2216
R134a	6.9	四氯乙烯	1.6	1547	2397	0.9		306	2703

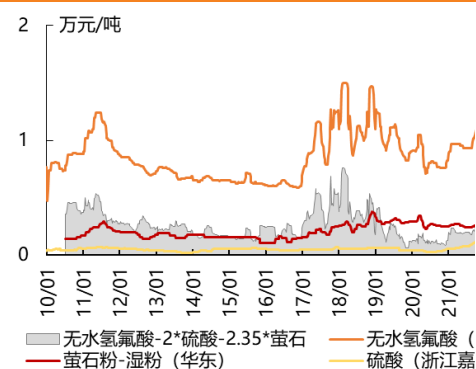
资料来源：百川盈孚、卓创资讯、公司公告，天风证券研究所；

图 47：公司制冷剂业务产业链图



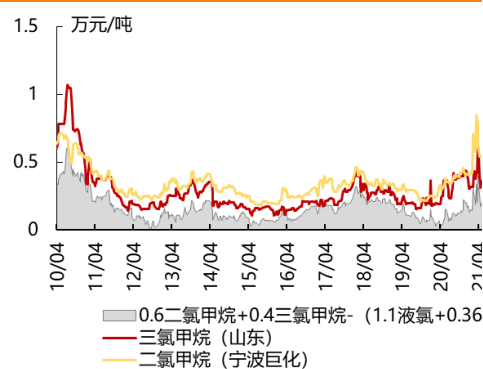
资料来源：公司 2023 年年报、天风证券研究所

图 48：无水氢氟酸价格与价差



资料来源：百川盈孚、卓创资讯，天风证券研究所

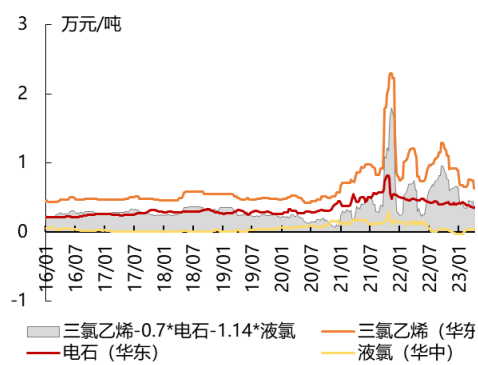
图 49：二氯甲烷三氯甲烷联产价格与价差



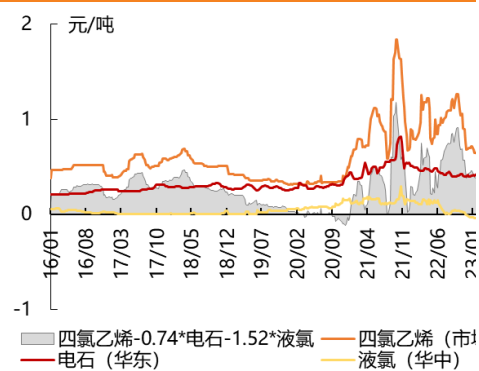
资料来源：百川盈孚、卓创资讯，天风证券研究所

图 50：三氯乙烯价格与价差

图 51：四氯乙烯价格与价差



资料来源：百川盈孚、卓创资讯，天风证券研究所



资料来源：百川盈孚、卓创资讯，天风证券研究所

2.2. 持续丰富含氟材料产品布局

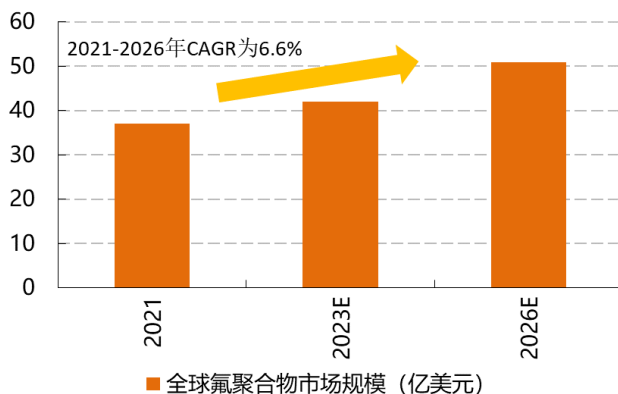
2.2.1. 氟聚合物：我国市场规模约为 149 亿元，公司多产品产能均居国内前三

氟聚合物种类繁多，大类产品主要有氟树脂、氟橡胶、氟材料：大部分含氟聚合物单品市场均较小；按市场规模，全球约 90%的氟聚合物市场被 PTFE（聚四氟乙烯）系列、PVDF（聚偏二氟乙烯）系列、FEP（全氟乙烯丙烯共聚物）系列、FKM（氟橡胶）系列所占据；其中，PTFE 系列是最重要的氟聚合物，占据全部含氟聚合物的一半以上。

氟聚合物性能优异，应用领域广泛：氟聚合物具有优异的耐化学品性、耐候性、耐久性、耐溶性、电绝缘性、高透光、低折射率、低表面能、阻隔性、抗高温性、自润滑性、电性能、自阻燃、自洁净以及超强的抗氧化性等独特性能，广泛应用于国防、航天原子能等尖端工业部门和电子信息、电气、环保、新能源、化工、机械、仪器仪表、交通运输、建筑、纺织、金属表面处理、制药、医疗、纺织、食品、冶金冶炼等各工业部门，并向新能源、航空航天、5G 通讯、国防军工、高端装备制造等高端领域拓展。

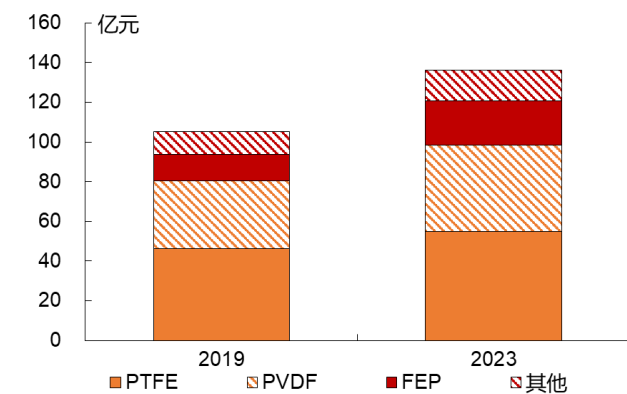
预计 2023 年全球氟聚合物市场规模为 42 亿美元，中国为 149 亿元：根据智研咨询数据，预计 2023 年全球氟聚合物市场规模为 42 亿美元，预期 2026 年将增长至 51 亿美元；预测 2023 年我国氟树脂市场规模为 136 亿元，根据昊华科技 2023 年年报，2023 年我国氟橡胶表观消费量在 1.7 万吨，若按照卓创资讯统计的 2023 年氟橡胶均价 7.5 万元/吨计算，2023 年我国氟橡胶市场规模约为 12.8 亿元，即 2023 年我国氟聚合物市场规模约为 149 亿元，约占全球市场规模的 50.6%。

图 52：全球氟聚合物市场规模



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 53：我国氟树脂市场规模



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

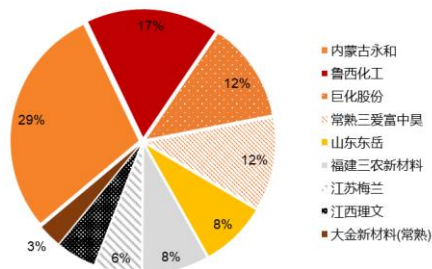
公司 PTFE、HFP、FKM、FEP、PVDF 产能规模均居行业领先地位，其中 FKM、PVDF 产能国内第一。此外，公司研发团队成功制备了全氟醚橡胶，现已进行百公斤级订单的批量生产；公司 PVDF 产品销量同比稳定增长，成为某头部车企及锂电头部企业合格供应商，行业内地位稳步提升。

表 9：2024 年公司含氟聚合物现有及在建产能（单位：万吨/年）

板块	细分产品	我国产能	CR4	公司产能	在建产能	市占率	产能排名
含氟聚合物	PTFE	18.266	64%	2.5	0.7	14%	2
	PVDF	22.5	46%	3.35		15%	1
	HFP	12.06	70%	1.5	0.5	12%	3
	FEP	5.58	-	1		18%	-
	氟橡胶	4.26	62%	1		23%	1
	其他产品包括 TFE、全氟醚橡胶、八氟戊醇、可熔聚四氟乙烯、乙烯-四氟乙烯树脂			10.65	1 万吨 PFA	-	-
总计				20	2.2	-	-

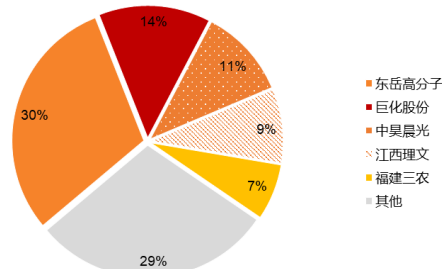
资料来源：公司公告，卓创资讯，百川盈孚，天风证券研究所

图 54：2024 年国内 HFP 各生产企业市占率



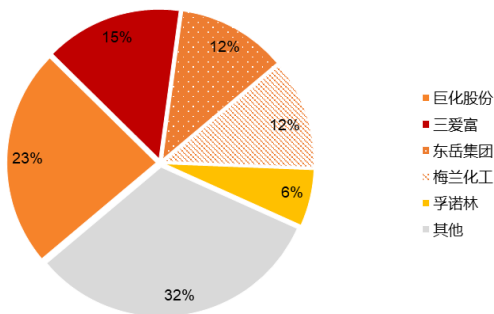
资料来源：百川盈孚、天风证券研究所

图 55：2024 年国内 PTFE 各生产企业市占率



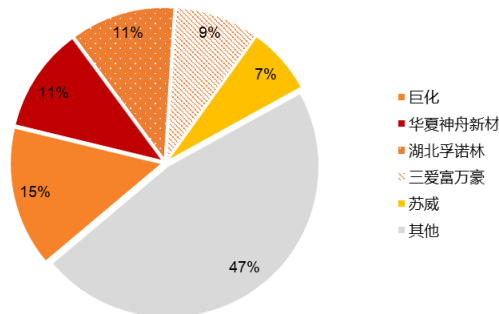
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 56：2024 年国内氟橡胶各生产企业市占率



资料来源：氟务在线、昊华科技公告、天风证券研究所

图 57：2024 年国内 PVDF 各生产企业市占率



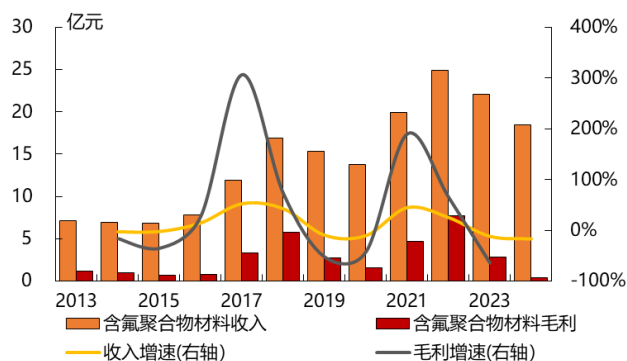
资料来源：氟务在线、卓创资讯、天风证券研究所

含氟聚合物收入占比相对稳定，盈利能力波动较大。2013-2023 年含氟聚合物收入稳步增长，复合增速为 11.9%，收入占比在 7-12%之间。2013-2023 年含氟聚合物毛利复合增速为 9.3%，但毛利波动大，2022 年含氟聚合物毛利占比为 19%，为历史最高值，主要原因为经历 2019 年、2020 年较大幅度的调整后，在经济回升、新能源高增长以及上游原材料上涨的影响下，产品价格连续 2 年恢复性上涨。

2023-2024 年含氟聚合物存在供需压力，价格大幅下行。2023 年含氟聚合物收入为 22.1 亿元，同比-11.5%，收入占比为 11%；毛利为 2.8 亿元，同比-63.7%，毛利占比为 10%；板块毛利率为 12.7%，同比减少 18.3 个百分点。2023 年含氟聚合物产销量分别为 12.81/4.4 万吨，同比有所增长（为经营数据），单价与单吨毛利分别为 4.7 万元/吨、0.6 万元/吨，同比分别下滑 30%、71%。根据卓创资讯数据，2023 年 PTFE 单价为 4.4 万元/吨，同比下滑 13.0%；锂电级 PVDF 单价为 10.4 万元/吨，同比-77%，PTFE 与 PVDF 是氟聚合物的代表品种，价格下滑表征通用含氟聚合物产品承受了产能释放、需求增长缓慢的压力。2024 年含氟聚合物产量同比+3%，外销量同比+7%，但价格持续弱势，板块均价为 3.9 万元/吨，同比-17%。25Q1 量增价减趋势持续，氟聚合物单价-6.3%，外销量+10%。

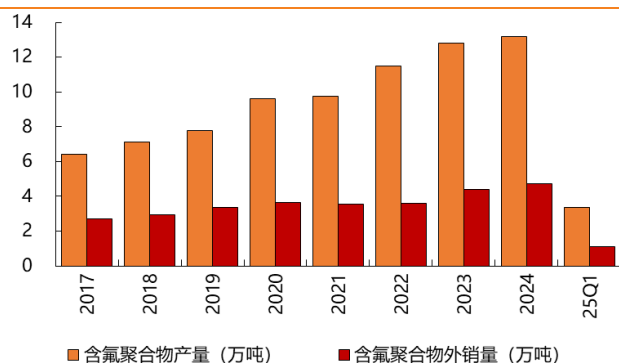
图 58：2013-2024 含氟聚合物材料收入与毛利

图 59：2013-2024 含氟聚合物材料收入与毛利占比

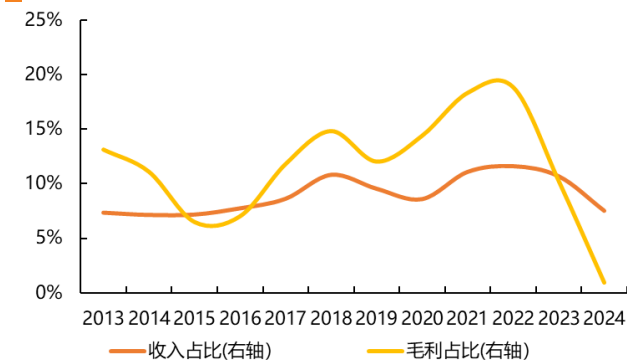


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 60: 2017-25Q1 含氟聚合物材料产销量

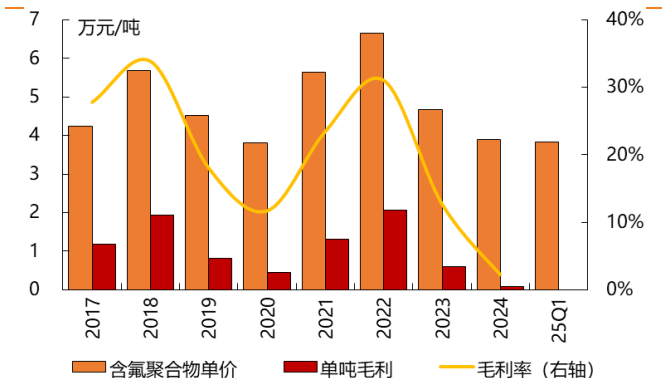


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



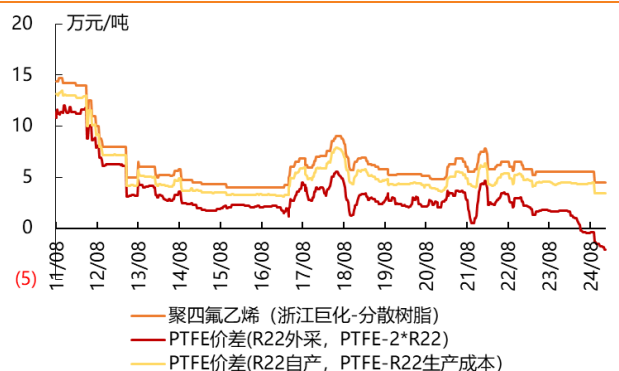
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 61: 2017-25Q1 含氟聚合物材料单价与毛利



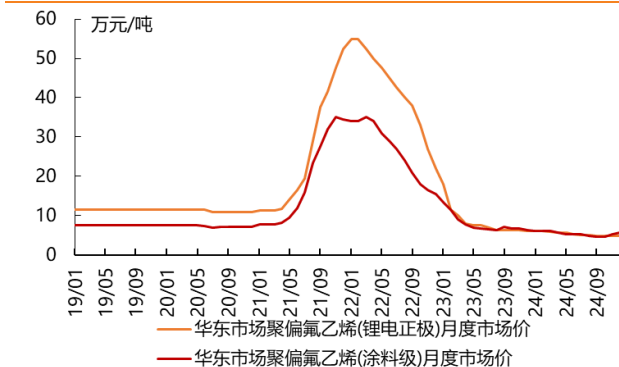
资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

图 62: PTFE 价格与价差



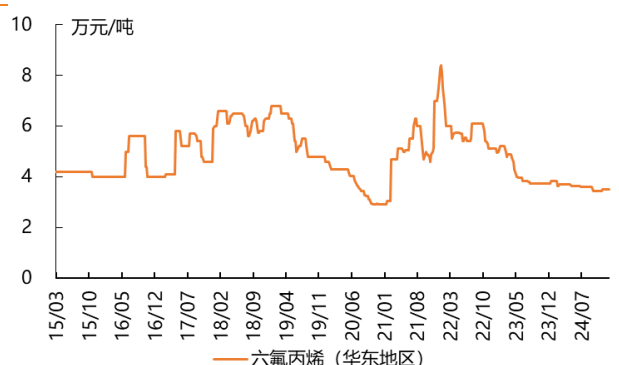
资料来源: 百川盈孚, 天风证券研究所

图 63: 锂电级/涂料级 PVDF 价格



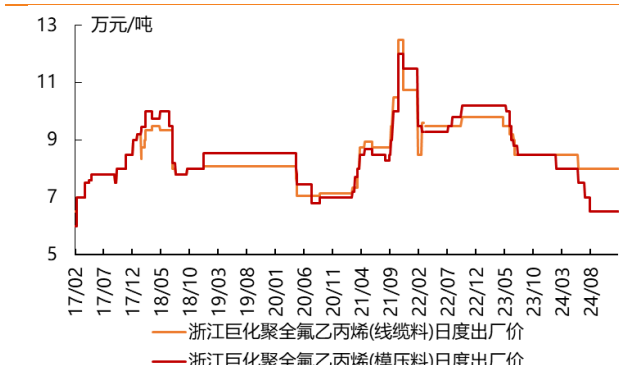
资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

图 64: HFP 价格



资料来源: 百川盈孚, 天风证券研究所

图 65: 线缆料/模压料 FEP 价格



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

2.2.2. 含氟精细化学品：公司经多年积累开发出系列电子氟化液产品

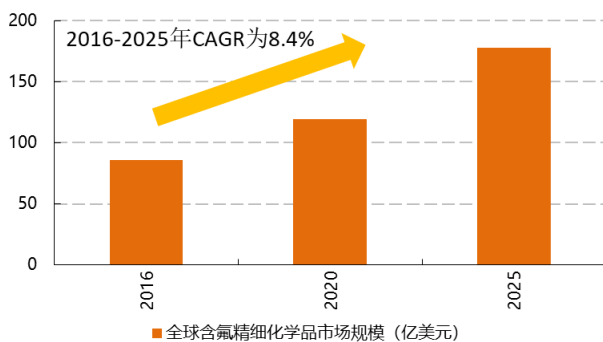
2025 年全球/中国含氟精细化学品市场规模分别为 178 亿美元/246 亿元，中国复合增速高于全球。

含氟精细化学品主要包括含氟医药、含氟农药、含氟染料、表面活性剂、织物整理剂、液晶材料等，产品附加值高、种类丰富、用途广泛，具有较大的发展空间。虽单品规模较小，但品种多，技术含量和附加价值高，性能独特、不可或缺，国内空白品种较多，将随产品研发和应用拓展具有良好成长空间。

根据浙江省氟化学工业协会发布的《关于浙江省“十四五”期间氟化工发展建议》，全球及国内含氟精细化学品市场规模增长迅速，其中全球含氟精细化学品市场规模从 2016 年 86 亿美元增长至 2020 年 119 亿美元，年均复合增长率达 8.46%，据有关方面预测，预计 2025 年含氟精细化学品全球市场规模将达到 178 亿美元，2016-2025 年年均复合增长率将达 8.4%。

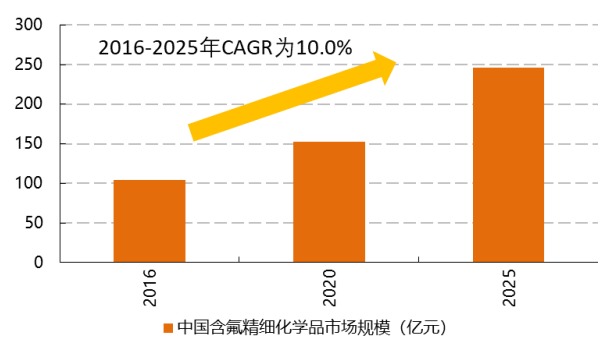
国内含氟精细化学品市场规模从 2016 年 104 亿元增长至 2020 年 153 亿元，年均复合增长率达 10.13%，据有关方面预测，预计 2025 年含氟精细化学品市场规模将达到 246 亿元，2016-2025 年年均复合增长率将达 10.0%。

图 66：2025 年全球含氟精细化学品市场规模为 178 亿美元



资料来源：《关于浙江省“十四五”期间氟化工发展建议》、永创医药公告、天风证券研究所

图 67：2025 年中国含氟精细化学品市场规模为 246 亿元



资料来源：《关于浙江省“十四五”期间氟化工发展建议》、永创医药公告、天风证券研究所

公司含氟精细化学品板块产品主要包括全氟聚醚系列及氢氟醚类化合物，收购飞源化工提升产品种类及规模：随着人工智能、信息化的高速发展，算力中心、数据中心规模持续增长，带来传统氟制冷剂消费增长的同时，亦打开了专用氟化冷却液的市场应用空间，叠加半导体制造清洗、蚀刻以及温控等加工环节对高性能氟化液的需求增长和国产替代需求增长，使氟化液快速成长，正逐步发展为成熟新型冷媒产品。公司开发出电子氟化液氢氟醚 D 系列产品和全氟聚醚 JHT 系列产品，可以为半导体生产、大数据中心、新能源汽车、储能、机器人 AI 等战略新兴产业提供良好的热管理、高精度清洗、恶劣环境润滑解决方案。2024 年，公司完成对飞源化工的收购，增加三氟乙酸、氟化氢铵、三氟乙酰氯等氟精细产品。

表 10：含氟精细化学品板块产品介绍

产品名称	产品介绍
八氟戊醇	主要用于含氟表面活性剂、医药、农药等方面中间体，亦可作特种溶剂。
四氟丙醇	主要用于医药、农药、染料、精细化工中间体、照相颜色补差剂、织物整理剂、含氟树脂、全氟橡胶的加工助剂以及电子产品的清洗剂等领域。
全氟烷基碘化物	具有高表面活性、高耐热稳定性、高化学稳定性，是合成各种氟表面活性剂、氟整理剂和其他氟精细化学品的重要原料。
八氟环丁烷	主要用于食品气雾喷射剂、介质气体。
全氟聚醚热传导液	属于成型型热传导油，拥有良好的导热性、化学稳定性，主要应用于各种温控散热系统，特别适用于半导体生产制备

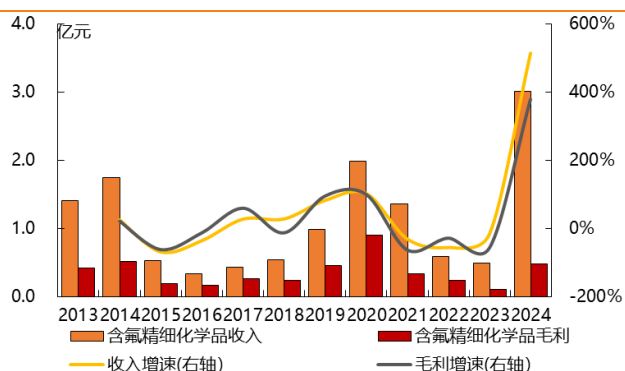
	的各种环节中温控系统、数据中心服务器冷却、风力发电机和发电机组内部散热、高压变压器的冷却散热介质以及相控阵雷达散热。
全氟聚醚浸没式冷却液	拥有优异的导热性、高绝缘性、高稳定性、耐腐蚀性，可作为单相浸没式数据中心冷却液，以替代数据中心传统计算、存储、信息交互场所散热方式。
全氟聚醚润滑油	全氟高分子化合物，具有耐热、耐氧化、耐辐射、耐腐蚀、不燃等特性，主要用于军事、航天和核工业等尖端领域。
氢氟醚	HFEs，主要包括四氟乙基甲基醚（HFE-254）、四氟乙基四氟丙基醚（D2）、四氟乙基三氟丙基醚（D3）、四氟乙基八氟戊基醚（D4）等是第三代氢氟烃替代品之一。在常温下为无色透明液体，具有极好的惰性、高密度、低粘度、低表面张力、低介电常数等优良性能，同时具有不燃、无毒、无腐蚀性、挥发无残留等特性。主要用于制冷剂、发泡剂、导热剂、精密仪器的清洗剂、润滑油稀释剂、聚合溶剂、测漏液和电子行业等领域，也是合成其它含氟产品的重要原料。
三氟乙酸	含氟精细化学品的重要的中间体之一，主要用于合成含氟化合物、杀虫剂和染料，也用于医药、农药中间体、生化试剂、有机合成试剂，是酯化反应和缩合反应的催化剂。
三氟乙醇	无色液体，与水混溶，可混溶于多数有机溶剂，是精细化学品行业中重要的含氟中间体。主要应用于有机合成、溶剂、医药、农药、染料等领域。
三氟乙酰氯	无色气体，主要用于含氟农药、医药、有机中间体和精细化工产品的合成，是合成三氟乙酸，三氟乙酸乙酯，三氟乙酰乙酸乙酯等三氟精细化学品重要中间体。
二氯三氟甲基苯胺	为淡黄色结晶或淡黄色透明液体，易与酸结合生成相应的盐。二氯三氟甲基苯胺是杀虫剂氟虫腈的重要中间体；二氯三氟甲基苯胺的重氮盐可以通过自身缩合或与其他化合物缩合，主要用于染料行业，也是合成锐劲特关键中间体。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

含氟精细化学品在公司收入和毛利中占比较小但成长性良好，2020 年收入与毛利达到历史最高值。2013 含氟精细化学品收入为 1.4 亿元，2023 年为 0.5 亿元，主要原因是板块产品发生变化，2013 年板块主要产品包括电子级氢氟酸、氟化铵、缓冲氧化蚀刻剂。虽然 2020 年含氟精细化学品价格下降 33%，但产量同比+74%，外销量同比+79%，故年内收入、毛利分别为 2.0/0.9 亿元，同比分别+102%/+100%。

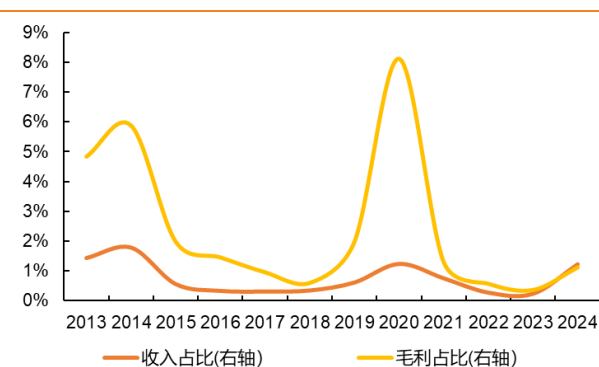
2024 年，含氟精细化学品收入 3 亿元，同比+514%，毛利 0.5 亿元，同比+380%，产量为 5346 吨，同比+149%，外销量为 5054 吨，同比+255%，板块均价为 5.5 万元/吨，同比-44%，收入毛利及产量大幅增加的原因因为年内公司完成收购淄博飞源化工有限公司股权变更登记，含氟精细化学品产能增加，价格下滑系合并后摊薄均价。25Q1 外销量同比略减，单价同比+4.6%。

图 68：2013-2024 年含氟精细化学品收入与毛利



资料来源：公司公告、天风证券研究所

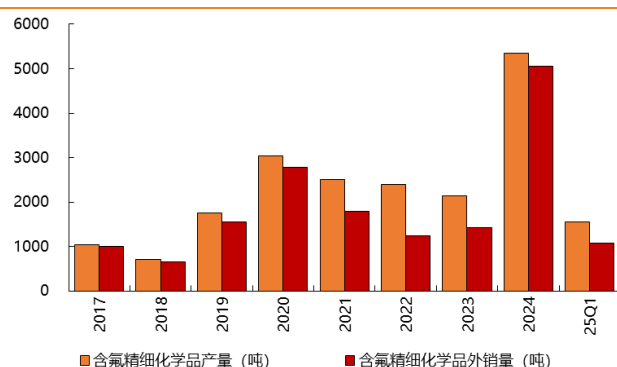
图 69：2013-2024 年含氟精细化学品收入与毛利占比



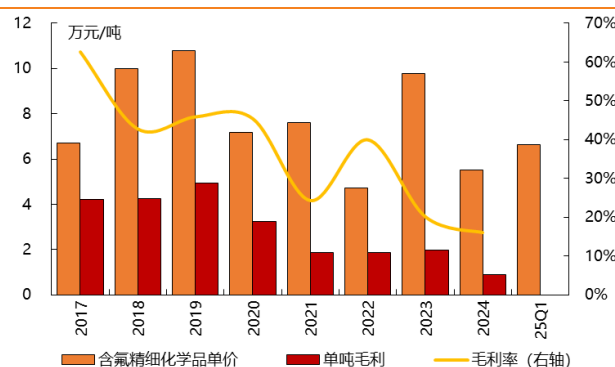
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 70：2017-25Q1 含氟精细化学品产销量

图 71：2017-25Q1 含氟精细化学品单价与单吨毛利



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 布局石化与基础化工产品延链、补链

3.1. 公司布局石化产品实现延链补链，新产能投放带动 2023 年收入增长

公司主要石化产品包括正丙醇、异丙醇、环己酮等，除异丙醇外，其他产品国内市占率相对较低，布局石化产品的主要原因是延长补齐产业链。

表 11：公司石化板块主要产品（单位：万吨）

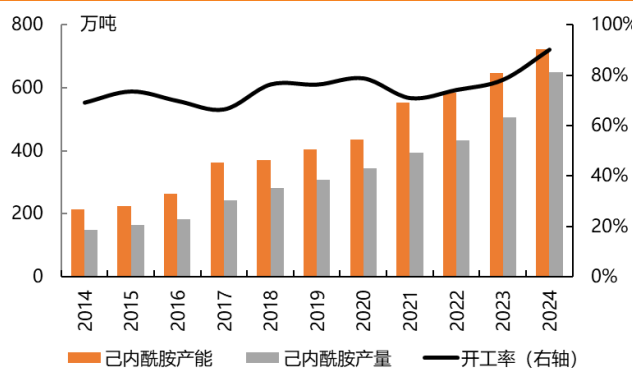
产品	产能	国内市占率	在建产能
有机醇	25.1		
环己酮	11.0	1.3%	
丁酮肟	6.0		
己内酰胺	15.0	2.1%	
总计		总产能为 72.1 万吨	
产品	在建产能		
特种聚酯切片新材料	15.0		
PDO	7.2		
乙醇	1.0		
四氢呋喃	75 吨		
戊二醇	0.4		
配套产品	产能		
硫铵	24.0		
环氧氯丙烷	17.5		

资料来源：公司公告，卓创资讯，天风证券研究所

己内酰胺为公司石化材料最初涉及的产品，根据卓创资讯，2024 年己内酰胺国内产能 722 万吨，公司产能为 15 万吨，市占率为 2%。2024 年我国己内酰胺表观消费量为 628 万吨，同比增长 27%，进出口分别为 15/20 万吨。目前国内己内酰胺和聚合产能出现结构性过剩，在应用领域，中低端产能过剩，高端领域目前仍需依赖进口，存在较大的结构性差异。

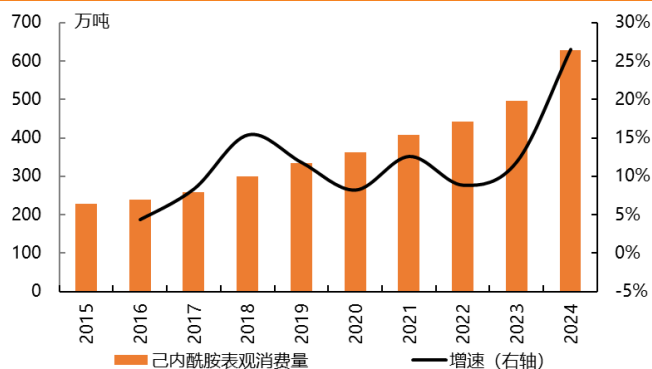
公司拥有二十多年的己内酰胺生产经验，具有部分资源配套优势，通过引进技术消化吸收和创新，品质、成本竞争力得到提高，综合技术水平处于行业领先地位，取得“浙江制造”品牌认证，己内酰胺产品全面进入高速纺市场，在浙江市场(高速纺市场)的占有率较高，产品质量得到巴斯夫、DSM 等高端客户的认可，市场认知度较高。

图 72：2014-2024 年我国己内酰胺产能产量



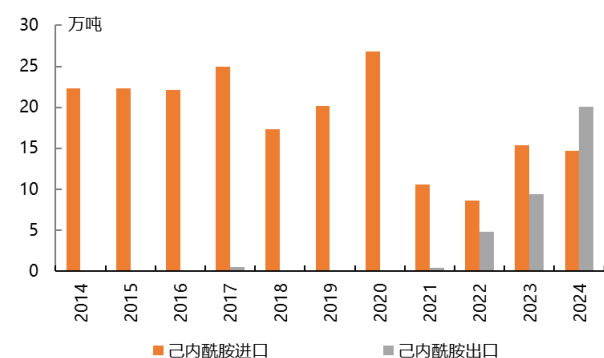
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 73：2015-2024 年我国己内酰胺表观消费量



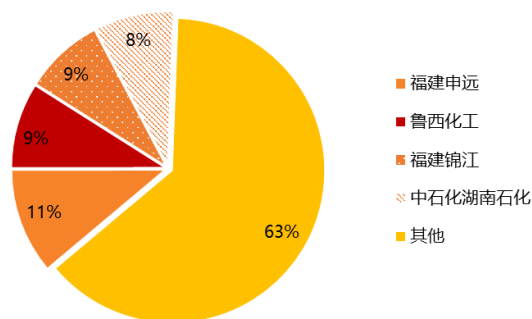
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 74：2014-2024 年我国己内酰胺进出口量



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

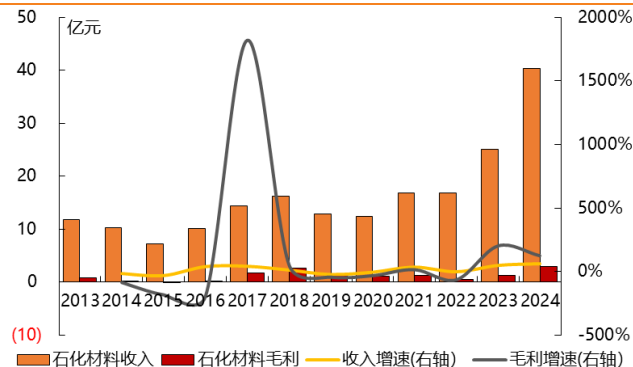
图 75：我国己内酰胺生产企业（截止 2024 年）



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

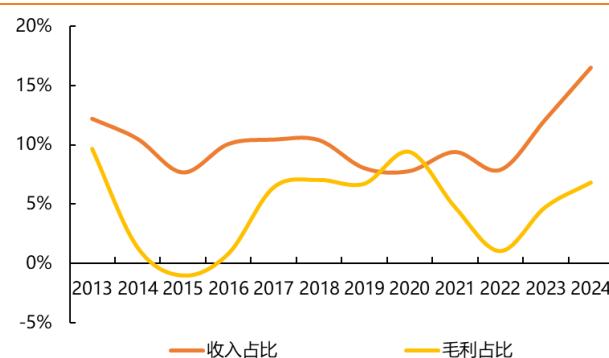
石化材料毛利占比波动较大，2023 年新产能投产带动收入增长。2013 年石化材料收入为 11.9 亿元，2023 年为 25.1 亿元，复合增速为 7.8%。2013 年石化材料毛利为 0.9 亿元，2023 年为 1.3 亿元，10 年间石化材料盈利波动较大。2023 年石化材料收入/毛利分别为 25.1/1.3 亿元，同比分别+48.4%、+202%，收入增长的主要原因为销量增长，2023 年石化材料外销量为 35.8 万吨，较 2022 年增加 15 万吨，同比+71.9%，年内 50kt/a 正丙醇和 5kt/a 异丙醇产能投产，丙醇系列产品在国内市场占有率稳步提升，但石化材料单价同比下滑 4.6%。2024 年，石化材料收入 40 亿元（占比 17%），同比+61%，毛利为 2.9 亿元（占比 7%），同比+125%，产销量创新高，产量为 61 万吨，同比+36%，销量为 52 万吨，同比+46%，单价为 0.8 万元/吨，同比基本持平。25Q1，石化材料单价同比下滑 9.3%，外销量同比+18%。

图 76：2013-2024 年石化材料收入与毛利



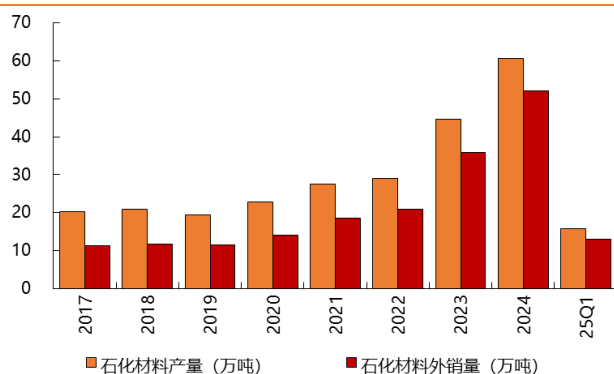
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 77：2013-2024 年石化材料收入与毛利占比



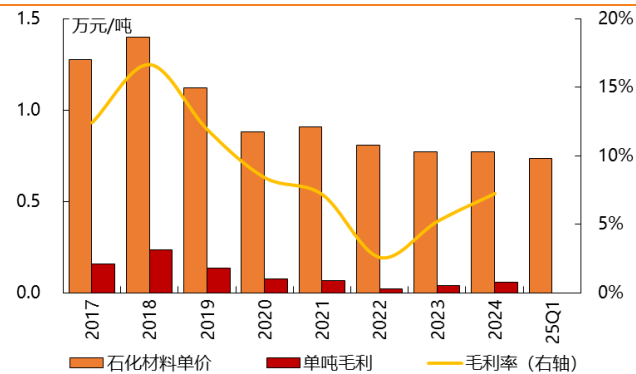
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 78：2017-25Q1 石化材料产销量



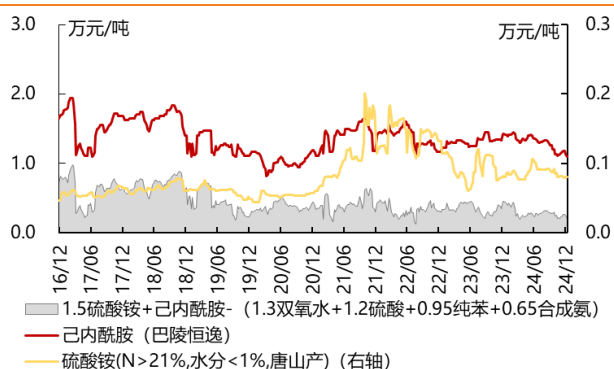
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 79：2017-25Q1 石化材料单价与单吨毛利



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 80：氨脲法己内酰胺价格与价差



资料来源：百川盈孚、卓创资讯、天风证券研究所

图 81：环己酮价格



资料来源：百川盈孚、天风证券研究所

图 82：环氧氯丙烷价格



资料来源：百川盈孚、天风证券研究所

图 83：异丙醇价格



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

3.2. 建设基础化工板块，支撑氟化工业务发展

为配套氟化工板块，公司发展氯碱产品、煤化工产品、硫酸化工产品在的基础化工板块。

1) 硫酸化工：主要产品为硫酸、氯磺酸及中间品 SO₂ 等基本化工原料，其中硫酸为公司氟化工不可或缺的基础原料，中间品 SO₂ 供己内酰胺生产，氯磺酸可消化公司副产 HCL。

2) 氯碱化工：板块自 2010 年后从基础氯碱向氟化工配套及以 PVDC 为主的氯碱新材料转型，先后淘汰了年产 10 万吨隔膜法烧碱、23 万吨 PVC 生产装置及电石法 VCM 等装置，优化提升 56 万吨离子膜法烧碱装置、甲烷氯化物装置，发展壮大甲烷氯化物、PCE、TCE、VDC、PVDC 等特色氯碱产品，形成自我特色的氯碱化工产业，使公司氟化工和氯碱化工两个业务紧密联动。

3) 煤化工：液氨、甲醇等，是支撑公司氟化工产业发展不可或缺的基本原材料。目前公

司已完成“合成氨原料路线及节能减排技术改造”，利用先进洁净煤气化技术改造传统煤化工，打造“煤—甲醇、合成氨”产业链，并逐步转化为“氟化工原料-工业气体”供应商、有机废水处理商。

表 12：公司基础化工板块主要产品（单位：万吨）

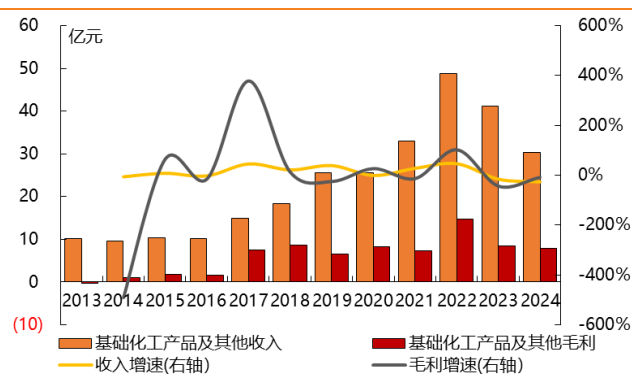
	产品	产能	作用
硫酸化工	工业硫酸	36.0	氟化工基础原料
	氯磺酸及中间品 SO ₂ 等		氯磺酸消化副产 HQ，中间品 SO ₂ 供己内酰胺生产
	总氨	35	为公司及下属子公司生产提供稳定的甲醇、液氨、工业
	甲醇	15	气体等原材料供应
煤化工	二氧化碳	10	
	液氨	1.6	
	水煤浆处理高浓度污水生产装置	35	
氯碱化工	烧碱、液氯	56	烧碱外售，液氯内部消化
产能总计		345.67	

资料来源：公司公告、卓创资讯，天风证券研究所

作为周期产品，基础化工板块盈利波动较大。2013 年基础化工产品收入为 10.1 亿元，2023 年为 41.3 亿元，10 年内收入复合增速为 15.1%。2013 年基础化工产品毛利为负值，2023 年为 8.4 亿元，10 年间基础化工产品盈利波动较大。2022 年基础化工产品收入/毛利均为历史最高值，分别为 48.7 亿元、14.7 亿元，同比分别+48%、+103%，收入与毛利占比分别为 23%/36%，销量同比+4.9%，受供给侧结构性改革持续影响，化工行业供需格局持续改善，在“双碳”、“能源双控”政策下，经济回升、需求改善，产品价格突破前几年高点，2022 年单价同比+41%。

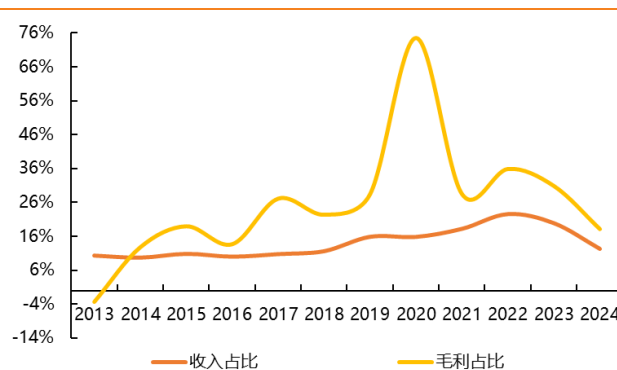
2023 年基础化工产品收入/毛利分别为 41.3/8.4 亿元，同比分别-15%、-43%，年内销量虽然同比增长 7.5%，但价格同比下滑 34%。2024 年前三季度板块单价为 1553 元/吨，同比下滑 13%。进入四季度，公司部分化工产品已经历了近两年的深度下跌，价格下行风险得到较为充分释放，以烧碱为例，单四季度烧碱价格价差出现反弹，环比分别+11%/+18%，全年来看，公司化工品产量为 304 万吨，同比+13%，外销量为 178.5 万吨，同比+12%，单价 1553 元/吨，同比-14.3%。25Q1 产销持续同比增长，板块单价有一定恢复，同比上行 19%至 1613 元/吨。

图 84：2013-2024 年基础化工材料收入与毛利



资料来源：公司公告、天风证券研究所

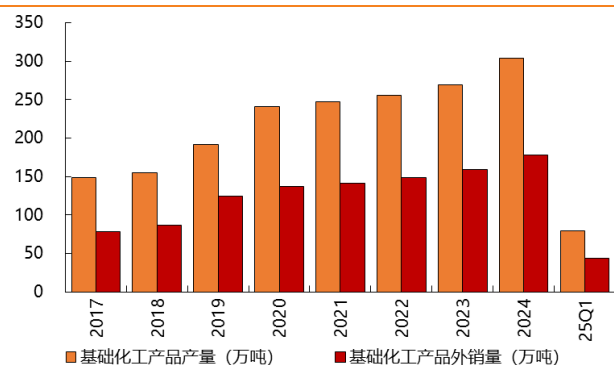
图 85：2013-2024 年基础化工材料收入与毛利占比



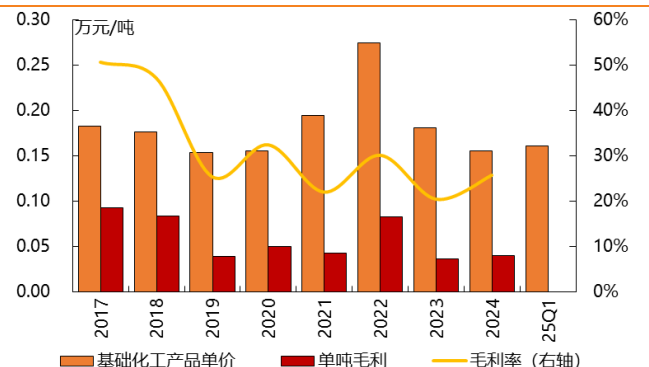
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 86：2017-25Q1 年基础化工材料产销量

图 87：2017-25Q1 基础化工材料单价与毛利

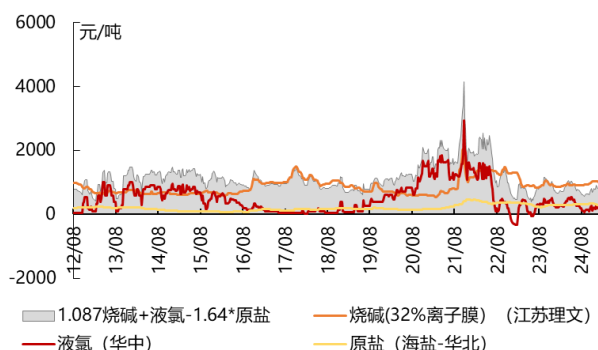


资料来源: 公司公告、天风证券研究所



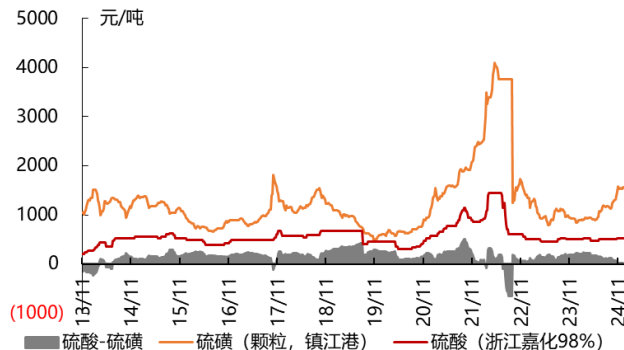
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 88: 烧碱价格及价差



资料来源: 百川盈孚、卓创资讯、wind、天风证券研究所

图 89: 硫酸价格及价差



资料来源: 百川盈孚、天风证券研究所

3.3. 食品包装材料: VDC/PVDC 产能全球首位, 发力 PVDC 系列产品

公司食品包装材料包括 VDC、PVDC 树脂、PVDC 膜、MA 树脂。VDC 是 PVDC 原材料, PVDC 可加工为功能性薄膜与乳液, PVDC 膜广泛应用于家庭和超市对食品阻湿、阻氧、保香、防串味要求高的食品包装 (如火腿肠、奶酪产品) 及药品包装, PVDC 乳液主要用于各种基材的涂层, PVDC-MA 树脂可与 PE、EVA、PA 等其他包装材料复合加工成多层共挤膜, 用于猪牛羊等冷鲜肉制品的包装、造口袋及防护织物的使用。

表 13: 公司食品包装材料板块产品介绍

产品名称	产品介绍	在建产能
VDC	偏二氯乙烯, 替代氟制冷剂 HCFC-141b 和 HCFC-142b 的原料, 还可作为氯偏涂料和阻燃腈氯纶纤维的原料, 以及作为聚偏二氯乙烯合成乳液和树脂的原料, 在特种塑料、涂料、制冷剂、药品等领域广泛应用。	6 万吨/年 VDC, 预期 26 年 10 月投产
PVDC	聚偏二氯乙烯, 具有卓越的阻隔水汽、氧气、气味和香味的能力, 是公认的在阻隔性方面综合性能最好的塑料包装材料, 广泛用于食品、药品、军品等的包装, 也可用于假发、渔网、人工草坪等。	2 万吨/年 PVDC, 预期 25 年 7 月投产
PVDC 膜	通过挤出加工工艺将 PVDC 树脂加工而成的功能性薄膜, 制成的保鲜膜 (袋) 具有阻隔性、密封性、透明性、自粘性、良好的表面光泽度、耐油性、防串味等优势, 广泛应用于家庭和超市对食品阻湿、阻氧、保香、防串味要求高的食品包装及药品包装, 制成的缠绕膜主要用于生产装置上管道、设备保冷方面。	
PVDC 乳液	一种以偏二氯乙烯为主要成分和丙烯酸酯类第二单体共聚的高固含量的高分子水性乳液, 主要用于各种基材的涂层, 常用作纸张、厚纸板面涂以及塑料薄膜涂层, 金属材料 (集装箱、铁路货车等) 的涂装。	9000 吨/年 PVDC 乳液, 预期 25 年 8 月投产
MA 树脂	PVDC-MA 树脂, 以偏二氯乙烯与丙烯酸酯类单体进行共聚而成的树脂, 可与 PE、EVA、PA 等其他包装材料复合加工成阻湿阻氧性能优异、低温热收缩性好、透明度高的多层共挤膜, 用于猪牛羊等冷鲜肉制品的包装、造口袋及防护织物的使用。	1.5 万吨/年多层共挤 PVDC-MA 树脂, 预期 25 年 8 月投产

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

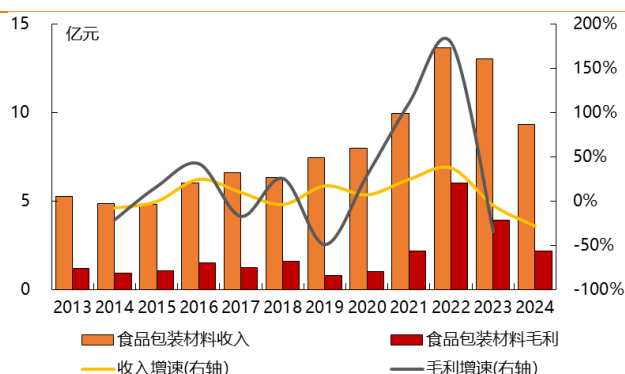
PVDC 树脂是一种阻隔性高、韧性强，低温热封、热收缩性、化学稳定性良好的理想包装材料，被广泛应用于肉制品、奶制品、化妆品、药品、军用品等阻隔要求高的产品包装，是目前公认的在阻隔性方面综合性能最好的塑料包装材料。PVDC 最早由美国陶氏开发，目前主要技术和产能仍集中在陶氏、索尔维、日本吴羽和旭化成等国外企业，国内巨化股份和南通汇羽丰（系日本吴羽与双汇在国内的合资公司）两家企业拥有技术和产能。

2022 年我国 PVDC 产量为 12.96 万吨，同比+13.1%，2017-2022 年 CAGR 为 10.8%；近年来我国 PVDC 表观需求量不断增长，需求量从 2017 年的 8.28 万吨增长 2022 年的 13.26 万吨，2017-2022 年 CAGR 为 9.87%。

公司 VDC、PVDC 产业产能规模为全球首位，发力 PVDC 系列产品多元化。公司在巩固肠衣膜 PVDC 树脂的同时，发展保鲜膜 PVDC 树脂、多层共挤 PVDC 树脂、PVDC 乳液，并拓展药用、发泡、水性涂料等应用领域相关产品，配套发展 VDC 单体。同时，积极与下游合作，拓展 PVDC 乳液工业涂层应用、保鲜膜、生鲜食品包装、药包等应用市场。

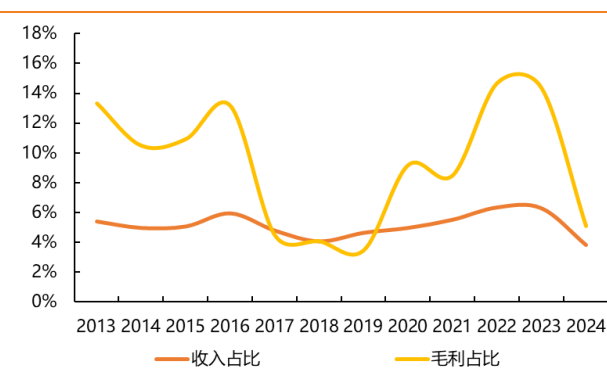
公司食品包装材料产销稳步增长，2023 年受 VDC 市场需求下降影响产销降低。2013 年产品包装材料收入为 5.3 亿元，毛利为 1.2 亿元，2013-2024 年收入与毛利复合增速分别为 5.3%/5.8%。2023 年，公司食品包装材料收入/毛利分别为 13.0/3.9 亿元，同比-4.8%/-34.8%，主要原因是 VDC 市场需求下降，年内公司产销量分别-5.9%/-15.8%。2024 年食品包装材料收入为 9.3 亿元，同比-28.5%，毛利为 2.2 亿元，同比-44%；全年产销量同比分别-8%/-2%，单价为 1.1 万元/吨，同比-14%。

图 90：2013-2024 年食品包装材料收入与毛利



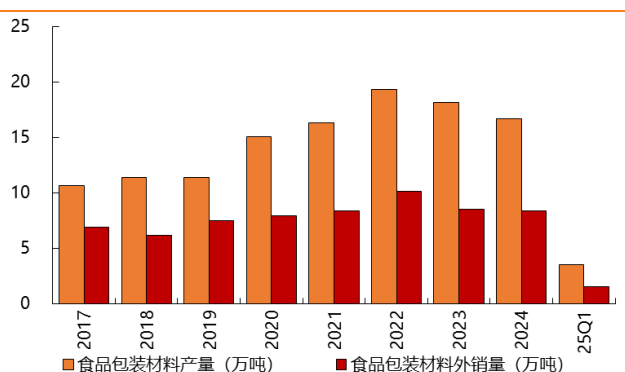
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 91：2013-2024 年食品包装材料收入与毛利占比



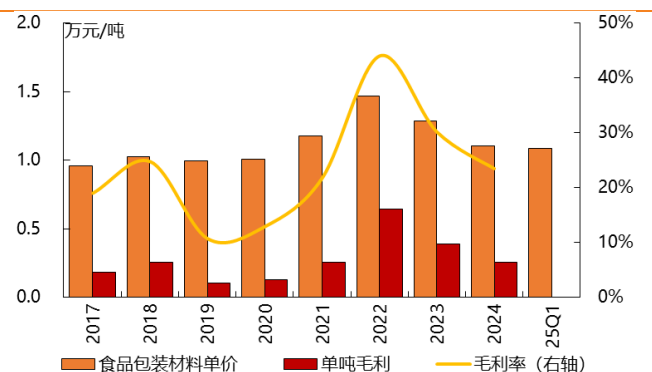
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 92：2017-25Q1 食品包装材料产销量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 93：2017-25Q1 食品包装材料单价与毛利



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.4. 布局 PTT、PDO 项目，向先进特色石化材料转型升级

巨化全资子公司宁化公司投资约 16 亿元建设 PTT、PDO 项目，向先进特色石化材料转型升级。2022 年 7 月，公司发布公告，公司全资子公司宁波巨化化工科技有限公司（简称“宁化公司”）将投资 15.8 亿元建设 15 万吨/年特种聚酯切片新材料项目，项目产品包括 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”）。

项目建成后将带来 21.3 亿元年均收入与 4.0 亿元年均利润总额。项目总用地约为 50 亩地，装置拟建在宁化公司南厂区空地，无需新征土地，项目预期于 2025 年上半年投产。项目正常运营后，预计年均销售收入 21.3 亿元，年均利润总额 4.0 亿元，年均净利润 3.0 亿元，总投资收益率为 24.68%。

PDO 应用广泛，可作为聚合物单体合成 PTT。PDO 是重要的有机化工原料，可用于多种药物、新型聚酯 PTT、医药中间体及新型抗氧化剂的合成，在有机化工行业中最主要的用途是作为聚合物单体合成 PTT，另外在化妆品领域、聚氨酯行业、医用行业有所应用。

PDO 现有与在建装置中，生物法为主流技术。截止 2023 年（部分上市公司工程进度数据来自 2024 年年报），根据不完全统计，全球 PDO 现有产能共计 22.1 万吨，生产厂家均为中国企业（华峰集团已于 2022 年完成对杜邦生物基产品相关业务的收购）。PDO 工业化生产路线主要可分为化工法和生物法两大类，根据下表，化工法装置总产能为 7.9 万吨，生物法装置总产能为 14.25 万吨。全球 PDO 在建产能共计 17 万吨，其中仅有巨化股份 7.2 万吨采用化工法。

表 14：全球 PDO 现有产能及在建产能（万吨）

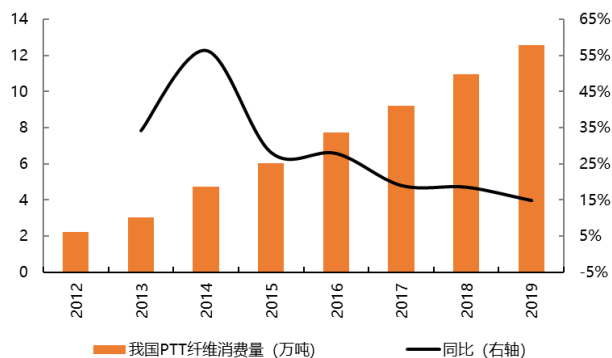
公司名称	产能	工艺	备注
德固萨	5	丙烯醛水合氢化法	关停
Shell	7.26	环氧乙烷	关停
杜邦-德固赛合资	0.91	丙烯醛水合氢化法	关停
恒力石化	7.2	环氧乙烷	7.2 万吨 PDO 装置属于“160 万吨/年高性能树脂及新材料项目”，根据 2024 年年报，该项目全面建成投产
山东铭兴化工	0.65	环氧乙烷	
杜邦	7.5	生物发酵法	已于 2022 年被华峰集团收购
黑龙江辰能生物	0.25	生物发酵法（清华技术）	
河南天冠	0.1	生物发酵法（清华大学）	
美景荣化学	1	生物发酵法（华东理工大学）	
苏震生物	2	生物发酵法（清华大学）	
清大智兴	1.2	生物发酵法甘油路径（清华大学）	
	1.2	生物发酵法糖法路径（清华大学）	
立兴化工	1	生物发酵法	
总计	22.1		
公司名称	在建产能	工艺	备注
杜邦	3.3	生物发酵法	已于 2022 年被华峰集团收购，2024 年宣布扩建
华恒生物	5	生物法	2024 年年报进度为 90%
山东天润和	1.5	生物发酵	工艺为巴氏梭菌发酵制备 PDO
巨化股份	7.2	环氧乙烷	2024 年年报进度为 60%
总计	17		

资料来源：《1,3-丙二醇产业现状与应用研究进展》、巨化股份公告、恒力石化公告、华恒生物公告、化纤信息网、《160 万吨/年高性能树脂及新材料项目环境影响报告书》、《山东天润和生物工程有限公司利用巴氏梭菌(丁酸发酵芽孢杆菌)发酵制备 PDO 及其衍生物一体化绿色低碳技改项目环境影响报告书》等，天风证券研究所

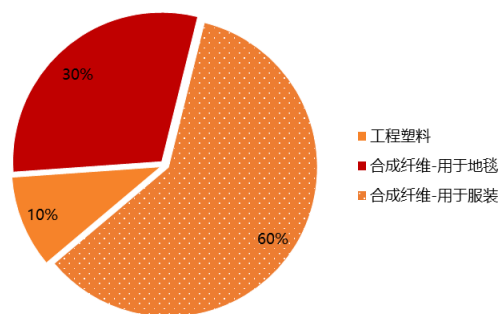
PTT 可应用于合成纤维、工程塑料领域，性能优异，国内需求量在 12-14 万吨。PTT 是一种性能优异的新型聚酯纤维材料和热塑性聚酯材料，国内年消费量大约在 12-14 万吨，其中 90%用于合成纤维，10%用于工程塑料。分领域来看：1）用于生产合成纤维的 PTT 中 1/3 用于地毯行业，2/3 用于服装行业。PTT 纤维可以制成具有拉伸回复强力、轻柔手感的机织或针织弹性面料，可以广泛的用于高档服饰、泳衣、紧身衣等服装领域。PTT 纤维具有较好的弹性、柔软性、蓬松性、抗污性，能够在常温下进行染色，用于地毯领域具有回弹性好、易染、色彩鲜艳、蓬松性好、抗污性好、吸水性低、清洗方便、耐磨等优点，并同时具有锦纶、腈纶、涤纶的优点，是综合性能良好的地毯纤维材料。2）PTT 工程塑料兼具了聚对苯二甲酸乙二醇酯(PET)的强度、韧性、耐热性等物理性能以及聚对苯二甲酸丁二醇酯(PBT)的熔体温度低、结晶快的加工优势，是具有良好的应用潜力的热塑性工程塑料，被应用于电子/电气、汽车、器具和家具市场。根据 2024 年年报，15 万吨/年特种聚酯切片新材料项目工程进度为 60%。

图 94：2012-2019 年我国 PTT 纤维消费量

图 95：PTT 下游应用分布



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所（数据来自 2022 年公司公告，供参考）

4. 核心盈利预测假设

关键假设：

1. 制冷剂板块：

- 1) 产销量：根据生态环境部数据，2025 年公司三代制冷剂权益配额为 27.1 万吨（不包括 R23），假设 2026-2027 年三代制冷剂权益配额与 2025 年一致。
- 2) 价格：假设 2025 年产品价格为市场均价，考虑制冷剂行业在配额制度下有望将保持长期景气，假设 2026 年、2027 年制冷剂价格同比上行。
- 3) 毛利率：假设 2025 年原材料价格为市场均价，假设 2026 年原材料价格同比上行，2027 年价格同比持平。

2. 基础化工品板块：

- 1) 收入：假设 2025-2027 年产销量平稳，假设 25 年板块单价与 24 年基本持平，假设 26-27 年单价同比上行 5%。
- 2) 毛利率：假设 2025-2027 年毛利率与 24 年持平。

3. 石化材料：

- 1) 收入：假设 2025-2027 年收入保持基本平稳。
- 2) 毛利率：假设 2025-2027 年毛利率分别为 3%/3%/4%。

4. 含氟聚合物材料：

- 1) 收入：假设未来含氟聚合物行业格局得到一定改善，25-27 年价格同比上行 5%；假设 25-27 年外销量同比 24 年持平。
- 2) 毛利率：假设 2025-2027 年含氟聚合物盈利能力得到一定改善，毛利率分别为 5%/5%/5%。

5. 食品包装材料：

- 1) 销量：假设原有产品外销量 2025-2027 年与 2024 年保持一致，假设在建项目 60kt/aVDC、15kt/a 多层共挤 PVDC-MA 树脂及 9kt/aPVDC 乳液按照 2024 年年报规划投产，假设 2026-2027 年 60kt/aVDC 开工率为 60%/70%，15kt/a 多层共挤 PVDC-MA 树脂及 9kt/aPVDC 乳液开工率为 70%/80%。
- 2) 成本：假设 2025-2027 年单吨成本与 2024 年持平。

6. 氟化工原料：

1) 收入：假设 2025-2027 年氟化工原料板块单价、外销量与 2024 年保持一致。

2) 毛利率：假设 2025-2027 年氟化工原料板块毛利率为 5%。

7. 氟精细化学品：

1) 销量：假设 2025-2027 年外销量同比增速均为 10%。

2) 毛利率：假设 2025-2027 年毛利率为 7%。

8. 其他版块：假设 2025-2027 年收入、毛利与 2024 年保持一致。

表 15：公司主要业务营业收入和毛利预测（单位：亿元）

项目	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	179.9	214.9	206.6	244.6	258.4	279.5	297.9
制冷剂	54.0	68.4	58.1	94.5	108.6	118.8	130.0
基础化工产品	27.5	40.8	28.9	27.7	27.9	29.3	29.6
石化材料	16.9	16.8	27.6	40.3	37.9	37.9	40.0
含氟聚合物材料	20.1	23.8	20.6	18.4	19.3	20.3	21.3
食品包装材料	9.9	14.9	11.0	9.3	9.7	17.4	20.3
氟化工原料	11.2	13.2	10.5	12.3	12.3	12.3	12.3
含氟精细化学品	1.4	0.6	1.4	2.8	3.4	4.1	4.9
其他	38.9	36.4	48.5	39.4	39.4	39.4	39.4
营业成本	154.4	173.9	179.2	201.8	183.9	192.8	197.2
制冷剂	47.0	62.5	50.4	67.0	48.5	50.4	50.4
基础化工产品	21.5	28.5	23.0	22.3	20.6	21.7	21.9
石化材料	15.7	16.4	26.2	37.4	36.9	36.9	38.6
含氟聚合物材料	15.4	16.4	18.0	18.0	18.3	19.3	20.2
食品包装材料	7.7	8.3	7.7	7.1	7.1	11.5	12.3
氟化工原料	8.6	5.9	8.0	10.2	11.7	11.7	11.7
含氟精细化学品	0.3	0.2	0.3	2.3	3.1	3.8	4.6
其他	-	35.7	45.7	37.5	37.5	37.5	37.5
毛利	25.4	41.0	27.3	42.8	74.6	86.7	100.7
制冷剂	7.0	5.9	7.6	27.5	60.0	68.4	79.6
基础化工产品	6.1	12.3	5.9	5.4	7.2	7.6	7.7
石化材料	1.2	0.4	1.4	2.9	1.0	1.0	1.4
含氟聚合物材料	4.7	7.4	2.6	0.4	1.0	1.0	1.1
食品包装材料	2.1	6.5	3.3	2.2	2.6	5.9	8.1
氟化工原料	2.7	7.3	2.6	2.1	0.6	0.6	0.6
含氟精细化学品	1.0	0.4	1.1	0.4	0.2	0.3	0.3
其他	0.6	0.7	2.7	1.9	1.9	1.9	1.9
毛利率	14.1%	19.1%	13.2%	17.5%	28.9%	31.0%	33.8%
制冷剂	12.9%	8.6%	13.1%	29.1%	55.3%	57.6%	61.3%
基础化工产品	22.0%	30.2%	20.4%	19.5%	26.0%	26.0%	26.0%
石化材料	7.2%	2.5%	5.2%	7.2%	2.7%	2.7%	3.5%
含氟聚合物材料	23.4%	31.0%	12.7%	2.3%	5.0%	5.0%	5.0%
食品包装材料	21.8%	44.1%	30.2%	23.4%	27.1%	33.7%	39.7%
氟化工原料	23.6%	55.5%	24.3%	17.4%	5.0%	5.0%	5.0%
含氟精细化学品	75.8%	60.1%	79.9%	16.0%	7.0%	7.0%	7.0%
其他	1.7%	2.0%	5.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%

资料来源：wind、天风证券研究所预测

5. 首次覆盖，给予“增持”的投资评级

参考可比上市公司（三美股份、昊华科技、永和股份）2025 年平均 PE 为 22.0 倍，考虑公司为氟化工龙头企业，2025 年公司三代制冷剂权益生产配额 27.1 万吨（不包括 R23），市占率 34%（行业第一），且主流三代制冷剂配额市占率领先，给予公司 2025 年 24-25 倍 PE，对应目标价 39.5-41.2 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 16：可比公司估值对比

公司名称	PE2024	PE2025	PE2026	PE2027
三美股份	43.6	15.7	12.8	11.1
昊华科技	36.8	27.1	21.8	17.4
永和股份	58.5	23.1	17.6	14.4
平均	46.3	22.0	17.4	14.3

资料来源：Wind、同花顺、公司公告，天风证券研究所；注：数据更新至 2025/10/15，三美股份、昊华科技、永和股份为 wind 一致预测

6. 风险提示

- 制冷剂下游需求不及预期风险：**制冷剂下游主要应用领域为家用空调、汽车空调等，若地产及汽车行业受到宏观经济波动影响，会对制冷剂需求造成一定抑制。
- 制冷剂供给端非法产能释放风险：**若出现配额外产能，即非法地下工厂产能，会对制冷剂价格造成冲击。
- 制冷剂替代品进展超预期：**若碳氢类制冷剂、四代制冷剂在海内外应用超预期，将对三代制冷剂下游需求造成负面影响。
- 产品价格波动风险：**公司含氟聚合物、基础化工等产品由于近两年产能大量释放，供大于求的问题突出，该矛盾短期难以改变。
- 新项目建设不达预期风险：**公司制冷剂板块、石化板块、氟聚合物板块、氟精细化学品板块均有在建项目，项目为公司未来增长点之一，若建设进度过慢或不及预期将对业绩产生影响。
- 业绩预测风险：**由于公司产品众多且涉及内部消耗，故在进行业绩预测时前提假设较多，可能对业绩预测的准确性带来一定风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,817.70	2,625.01	5,861.91	11,018.21	17,033.12
应收票据及应收账款	1,612.71	1,022.59	1,761.61	1,249.02	1,960.17
预付账款	113.26	205.42	84.93	219.52	91.91
存货	1,764.16	2,283.12	1,292.27	2,456.72	1,378.26
其他	1,104.17	1,798.85	1,400.33	1,480.34	1,537.03
流动资产合计	6,412.00	7,934.99	10,401.04	16,423.82	22,000.50
长期股权投资	2,293.23	2,534.64	2,534.64	2,534.64	2,534.64
固定资产	9,505.73	11,815.23	11,248.61	10,349.89	9,243.91
在建工程	2,810.87	2,614.54	1,688.72	1,253.23	991.94
无形资产	675.91	802.63	763.69	724.65	685.51
其他	1,677.20	2,197.76	2,011.14	2,090.53	2,071.50
非流动资产合计	16,962.94	19,964.80	18,246.81	16,952.94	15,527.50
资产总计	23,383.81	27,913.61	28,647.85	33,376.76	37,527.99
短期借款	605.05	831.64	650.00	700.00	750.00
应付票据及应付账款	2,903.47	2,980.03	2,380.44	3,240.31	2,509.36
其他	762.04	925.22	958.34	861.26	993.46
流动负债合计	4,270.56	4,736.89	3,988.78	4,801.57	4,252.82
长期借款	1,742.52	2,707.56	1,750.00	1,800.00	1,850.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	748.26	1,034.00	797.85	860.04	897.30
非流动负债合计	2,490.78	3,741.55	2,547.85	2,660.04	2,747.30
负债合计	7,007.13	8,723.70	6,536.63	7,461.61	7,000.12
少数股东权益	301.86	1,398.32	1,398.32	1,398.32	1,398.32
股本	2,699.75	2,699.75	2,699.75	2,699.75	2,699.75
资本公积	4,665.64	4,670.75	4,670.75	4,670.75	4,670.75
留存收益	8,569.12	10,231.29	13,342.41	17,146.34	21,759.06
其他	140.32	189.80	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	16,376.68	19,189.91	22,111.22	25,915.15	30,527.88
负债和股东权益总计	23,383.81	27,913.61	28,647.85	33,376.76	37,527.99

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	968.67	2,176.66	4,444.45	5,434.19	6,589.61
折旧摊销	1,044.84	1,548.15	1,733.38	1,775.25	1,808.42
财务费用	8.86	72.50	27.71	(64.79)	(159.19)
投资损失	(92.01)	(138.59)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(137.12)	(1,206.60)	217.16	(120.88)	(104.24)
其它	403.09	312.69	(1.25)	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	2,196.34	2,764.82	6,411.45	7,013.77	8,124.60
资本支出	2,570.50	4,237.69	438.15	339.82	364.74
长期投资	441.49	241.41	0.00	0.00	0.00
其他	(5,730.92)	(6,737.24)	(629.36)	(731.82)	(756.74)
投资活动现金流	(2,718.93)	(2,258.14)	(191.21)	(392.00)	(392.00)
债权融资	1,062.79	1,186.09	(1,460.20)	164.79	259.19
股权融资	94.89	(566.34)	(1,523.14)	(1,630.26)	(1,976.88)
其他	(947.25)	(428.55)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	210.43	191.19	(2,983.33)	(1,465.47)	(1,717.70)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(312.16)	697.87	3,236.90	5,156.30	6,014.91

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,655.22	24,462.37	25,844.52	27,946.41	29,789.62
营业成本	17,924.15	20,181.87	18,387.74	19,280.56	19,722.80
营业税金及附加	90.70	97.84	107.17	115.88	123.53
销售费用	139.16	120.59	163.64	176.95	188.62
管理费用	684.17	826.08	866.21	936.66	998.43
研发费用	1,000.70	1,054.15	1,118.88	1,209.88	1,289.67
财务费用	(21.69)	41.84	27.71	(64.79)	(159.19)
资产/信用减值损失	(29.68)	(71.85)	(83.76)	(61.76)	(72.46)
公允价值变动收益	0.89	(2.38)	(1.25)	0.00	0.00
投资净收益	91.34	138.59	10.00	10.00	10.00
其他	(311.33)	(426.76)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,086.82	2,502.41	5,098.17	6,239.51	7,563.30
营业外收入	13.27	11.99	7.00	10.75	9.92
营业外支出	23.58	17.10	6.00	15.56	12.88
利润总额	1,076.51	2,497.30	5,099.17	6,234.70	7,560.33
所得税	107.83	320.65	654.72	800.52	970.72
净利润	968.67	2,176.66	4,444.45	5,434.19	6,589.61
少数股东损益	25.17	217.12	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	943.51	1,959.53	4,444.45	5,434.19	6,589.61
每股收益（元）	0.35	0.73	1.65	2.01	2.44

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-3.88%	18.43%	5.65%	8.13%	6.60%
营业利润	-60.55%	130.25%	103.73%	22.39%	21.22%
归属于母公司净利润	-60.37%	107.69%	126.81%	22.27%	21.26%
获利能力					
毛利率	13.22%	17.50%	28.85%	31.01%	33.79%
净利率	4.57%	8.01%	17.20%	19.45%	22.12%
ROE	5.87%	11.01%	21.46%	22.17%	22.62%
ROIC	7.25%	14.31%	23.84%	31.32%	40.71%
偿债能力					
资产负债率	29.97%	31.25%	22.82%	22.36%	18.65%
净负债率	4.80%	6.29%	-15.66%	-32.87%	-47.28%
流动比率	1.42	1.60	2.61	3.42	5.17
速动比率	1.03	1.14	2.28	2.91	4.85
营运能力					
应收账款周转率	12.42	18.57	18.57	18.57	18.57
存货周转率	11.83	12.09	14.46	14.91	15.54
总资产周转率	0.90	0.95	0.91	0.90	0.84
每股指标（元）					
每股收益	0.35	0.73	1.65	2.01	2.44
每股经营现金流	0.81	1.02	2.37	2.60	3.01
每股净资产	5.95	6.59	7.67	9.08	10.79
估值比率					
市盈率	106.73	51.39	22.66	18.53	15.28
市净率	6.26	5.66	4.86	4.11	3.46
EV/EBITDA	14.77	13.29	13.82	11.39	9.20
EV/EBIT	22.60	19.11	18.33	14.59	11.40

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com