

# 巨化股份（600160.SH）

## 制冷剂价格持续上涨，2025年上半年业绩高速增长

优于大市

## ◆ 公司研究 · 公司快评

## ◆ 基础化工 · 化学制品

## ◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120002
证券分析师：张歆钰	021-60375408	zhangxinyu4@guosen.com.cn	执证编码：S0980524080004

### 事项：

公司公告：2025年7月8日，公司发布《2025年半年度业绩预增公告》及《2025年上半年主要经营数据公告》。根据公司公告，经财务部门初步测算，预计2025半年度，公司实现归母净利润为19.7亿元到21.3亿元，与上年同期相比增长136%-155%。预计2025半年度，公司扣非后归母净利润为19.5亿元到21.1亿元，与上年同期相比增长146%-166%。其中，2025年第二季度预计实现归母净利润11.61-13.21亿元，预计实现扣非后归母净利润11.61-12.31亿元。

**国信化工观点：**1）制冷剂需求端为刚需消费，供给端为全球“特许经营”生产销售模式，产品价格持续稳步上涨；2）非制冷剂业务总体竞争激烈，含氟聚合物均价环比回升。

**投资建议：**公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著，且财务结构健康。氟制冷剂方面，公司制冷剂配额居国内第一，将直接受益制冷剂长期景气度提升。氟精细化学品及氟材料方面，随着我国人们生活水平不断改善和战略性新兴产业迅猛发展，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。从公司自身内生效益来看，多年来，公司持续加大氟氯先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。2024年以来，公司制冷剂产品价格、毛利率逐季持续上涨，带动公司利润增长，考虑到2025年制冷剂价格持续上涨，我们维持公司盈利预测：预计2025-2027年归母净利润为41.14/48.23/51.70亿元，对应EPS为1.52/1.79/1.92元，对应当前股价对应PE为18.9/16.1/15.0X。维持“优于大市”评级。

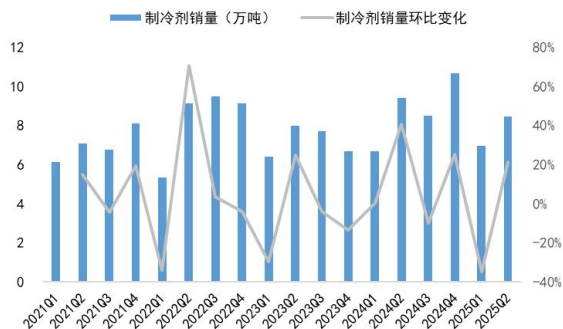
### 评论：

## ◆ 公司2025年上半年归母净利润预计为19.7-21.3亿元，同比提升136%-155%

2025年7月8日，公司发布《2025年半年度业绩预增公告》及《2025年上半年主要经营数据公告》。根据公司公告，经财务部门初步测算，预计2025半年度，公司实现归母净利润为19.7亿元到21.3亿元，与上年同期相比增长136%-155%。预计2025半年度，公司扣非后归母净利润为19.5亿元到21.1亿元，与上年同期相比增长146%-166%。其中，2025年第二季度预计实现归母净利润11.61-13.21亿元，预计实现扣非后归母净利润11.61-12.31亿元。公司业绩大幅增长的主要原因是公司核心产品氟制冷剂价格持续恢复性上涨，以及公司主要产品产销量稳定增长，导致主营业务毛利上升、利润增长。

2025年上半年，公司制冷剂销量达15.46万吨，同比下滑4.19%；制冷剂销售均价逐季提升，2025年二季度制冷剂均价为40911元/吨，同比提升65%，环比提升9%。随着制冷剂产品价格回升，公司制冷剂业务在主营业务结构、盈利结构中的占比大幅提升，由2023年的收入占比36.73%提升至2025年上半年的51.97%，对公司盈利提升起到了正面影响。

图1: 巨化股份制冷剂销量(万吨)及环比变化(右轴)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理测算

图2: 巨化股份制冷剂均价(元/吨)及环比变化(右轴)

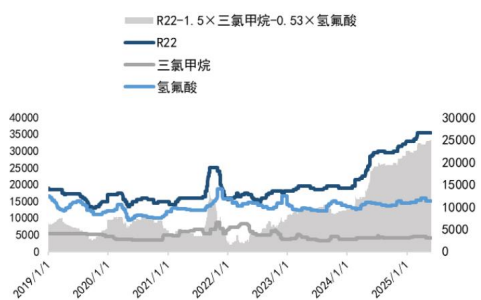


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理测算

### ◆ 制冷剂需求端为刚需消费, 供给端为全球“特许经营”生产销售模式, 产品价格持续稳步上涨

制冷剂作为空调、热泵的刚需品种, 逐步与传统化工原料区别开来。目前, 中国三代制冷剂已根据《蒙特利尔条约》基加利修正案于2024年起实行配额制。基于该全球协议的配额制, 中国的三代制冷剂拥有全球80%以上的配额, 并形成了“全球供给侧结构性改革结果(过剩产能一次性去化, 供给受配额限制)+全球特许经营权(配额许可)+配额集中度高(全球配额集中在中国、中国配额集中在行业头部企业)”特定商业模式。制冷剂产品价格逐渐脱离周期品定价, 呈现超长景气周期的价格上涨态势。

图3: 二代制冷剂 R22 价格及价差(元/吨)



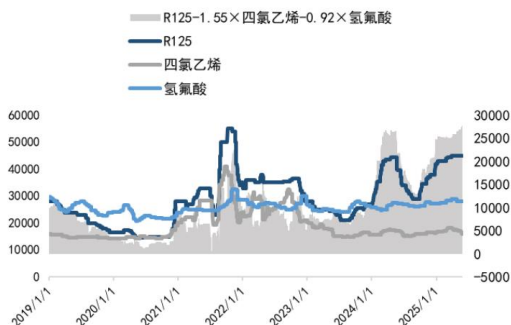
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图4: 三代制冷剂 R32 价格及价差(元/吨)



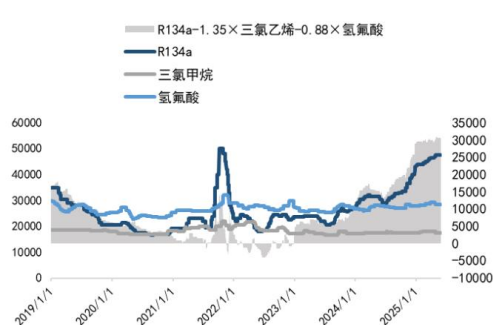
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图5: 三代制冷剂 R125 价格及价差(元/吨)



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图6: 三代制冷剂 R134a 价格及价差(元/吨)



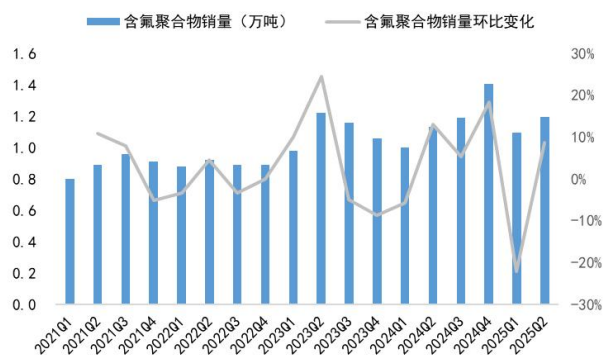
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

◆ 非制冷剂业务总体竞争激烈，含氟聚合物均价环比回升

含氟聚合物四大主要品种 PTFE、PVDF、FEP、FKM，近两年供给端通用化产能持续性增加，需求增速远不及供给增量，而出现失衡状态。而产业发展趋势将由通用化向专用化、特种化、高端化、高质化、高值化升级。2025 年上半年公司实现含氟高分子销售 2.29 万吨，其中 2025 年二季度销售均价为 38446 元/吨，环比+0.41%，同比+0.33%，产品价格逐渐止跌回升。

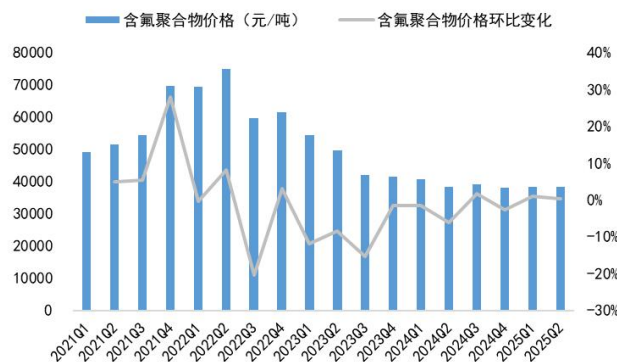
行业方面，PTFE 长期来看供给端政策加速行业转型，高端产品替代成果初现；然而短期内核心需求无增长，以执行合约订单、刚需采购为主；截至 2025 年 7 月 8 日，悬浮中粒报盘价格在 3.8 万-4.2 万元/吨。PVDF 方面，随着原料成本持续回调、需求收缩及产能过剩持续施压影响，企业降价去库意愿略显增强。成本支撑薄弱叠加下游压价，抑制市场回升；截至 2025 年 7 月 8 日，涂料用途 PVDF 价格 5.8 万-6.0 万元/吨。FEP 方面，低端市场延续回调趋势；截止至 2025 年 7 月 8 日，FEP 挤出料市场报盘为 4.35-4.55 万元/吨附近。

图7：巨化股份含氟聚合物销量（万吨）及环比变化（右轴）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理测算

图8：巨化股份含氟聚合物均价（元/吨）及环比变化（右轴）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理测算

◆ 投资建议：维持“优于大市”评级

公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著，且财务结构健康。氟制冷剂方面，公司制冷剂配额居国内第一，将直接受益制冷剂长期景气度提升。氟精细化学品及氟材料方面，随着我国人们生活水平不断改善和战略性新兴产业迅猛发展，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。从公司自身内生效益来看，多年来，公司持续加大氟氯先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。2024 年以来，公司制冷剂产品价格、毛利率逐季持续上涨，带动公司利润增长，考虑到 2025 年制冷剂价格持续上涨，我们维持公司盈利预测：预计 2025-2027 年归母净利润为 41.14/48.23/51.70 亿元，对应 EPS 为 1.52/1.79/1.92 元，对应当前股价对应 PE 为 18.9/16.1/15.0X。维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(2025/7/8) (元)	2024	EPS 2025E	2026E	2024	PE 2025E	2026E	PB
603379	三美股份	优于大市	48.31	1.27	2.62	3.02	33.52	18.44	16.00	4.47
0189.HK	东岳集团	优于大市	10.44	0.46	1.26	1.70	16.07	8.28	6.14	1.38
	平均值			0.87	1.94	2.36	24.80	13.34	11.05	2.82
600160	巨化股份	优于大市	28.79	0.73	1.52	1.79	33.23	18.94	16.08	4.32

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理并预测

## ◆ 风险提示

氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

**相关研究报告：**

- 《巨化股份（600160.SH）-控股股东股份增持实施完毕，三季度制冷剂长协价格落地》——2025-07-01
- 《巨化股份（600160.SH）-2024 年业绩快速增长，制冷剂价格持续提升》——2025-04-25
- 《巨化股份（600160.SH）-制冷剂价格持续提升，一季度业绩大幅增长》——2025-04-08
- 《巨化股份（600160.SH）-增资控股甘肃巨化新材料，夯实国内氟化工龙头地位》——2025-02-19
- 《巨化股份（600160.SH）-制冷剂长协及出口价格提升，公司四季度业绩大幅增长》——2025-01-23

## 财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1818	2625	3786	5505	9127	营业收入	20655	24462	29538	32302	34563
应收款项	1632	1072	2005	2053	2019	营业成本	17924	20182	21555	23143	24782
存货净额	1764	2283	2228	2417	2643	营业税金及附加	91	98	118	129	138
其他流动资产	1204	1968	2013	2228	2507	销售费用	139	121	148	162	173
<b>流动资产合计</b>	<b>6421</b>	<b>7949</b>	<b>10033</b>	<b>12204</b>	<b>16297</b>	管理费用	684	826	980	1066	1155
固定资产	12317	14430	16052	17449	17665	研发费用	1001	1054	1279	1452	1521
无形资产及其他	676	803	772	740	709	财务费用	(22)	42	141	120	88
投资性房地产	1677	2198	2198	2198	2198	投资收益	91	139	90	90	90
长期股权投资	2293	2535	2535	2536	2538	资产减值及公允价值变动	(34)	(88)	0	15	0
<b>资产总计</b>	<b>23384</b>	<b>27914</b>	<b>31589</b>	<b>35127</b>	<b>39406</b>	其他收入	(809)	(742)	(1279)	(1452)	(1521)
短期借款及交易性金融负债	862	1125	500	300	200	营业利润	1087	2502	5407	6336	6796
应付款项	2903	2980	3722	3700	3952	营业外净收支	(10)	(5)	(15)	(15)	(20)
其他流动负债	751	877	1027	1026	1119	<b>利润总额</b>	<b>1077</b>	<b>2497</b>	<b>5392</b>	<b>6321</b>	<b>6776</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4516</b>	<b>4982</b>	<b>5249</b>	<b>5025</b>	<b>5271</b>	所得税费用	108	321	809	948	1016
长期借款及应付债券	1743	2708	2908	2908	2908	少数股东损益	25	217	469	550	589
其他长期负债	748	1034	1034	1035	1037	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>944</b>	<b>1960</b>	<b>4114</b>	<b>4823</b>	<b>5170</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2491</b>	<b>3742</b>	<b>3942</b>	<b>3943</b>	<b>3945</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>7007</b>	<b>8724</b>	<b>9191</b>	<b>8968</b>	<b>9216</b>		2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	302	1398	1726	2111	2524	净利润	944	1960	4114	4823	5170
股东权益	16075	17792	20672	24048	27667	资产减值准备	(115)	51	25	9	4
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>23384</b>	<b>27914</b>	<b>31589</b>	<b>35127</b>	<b>39406</b>	折旧摊销	1031	1514	1384	1642	1813
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	34	88	0	(15)	0
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(22)	42	141	120	88
每股收益	0.35	0.73	1.52	1.79	1.92	营运资本变动	(1205)	(704)	(6)	(466)	(119)
每股红利	0.29	0.16	0.46	0.54	0.57	其它	119	119	303	376	409
每股净资产	5.95	6.59	7.66	8.91	10.25	<b>经营活动现金流</b>	<b>808</b>	<b>3027</b>	<b>5821</b>	<b>6368</b>	<b>7276</b>
ROIC	4.90%	10.21%	22%	24%	24%	资本开支	0	(3552)	(3001)	(3001)	(2001)
ROE	5.87%	11.01%	20%	20%	19%	其它投资现金流	404	2	0	0	0
毛利率	13%	17%	27%	28%	28%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(38)</b>	<b>(3791)</b>	<b>(3001)</b>	<b>(3002)</b>	<b>(2003)</b>
EBIT Margin	4%	9%	18%	20%	20%	权益性融资	14	73	0	0	0
EBITDA Margin	9%	15%	23%	25%	25%	负债净变化	416	965	200	0	0
收入增长	-4%	18%	21%	9%	7%	支付股利、利息	(788)	(427)	(1234)	(1447)	(1551)
净利润增长率	-60%	108%	110%	17%	7%	其它融资现金流	(768)	423	(625)	(200)	(100)
资产负债率	31%	36%	35%	32%	30%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1500)</b>	<b>1571</b>	<b>(1659)</b>	<b>(1647)</b>	<b>(1651)</b>
股息率	1.2%	0.6%	1.8%	2.2%	2.3%	<b>现金净变动</b>	<b>(730)</b>	<b>807</b>	<b>1161</b>	<b>1719</b>	<b>3622</b>
P/E	70.8	34.1	16.2	13.8	12.9	货币资金的期初余额	2547	1818	2625	3786	5505
P/B	4.2	3.8	3.2	2.8	2.4	货币资金的期末余额	1818	2625	3786	5505	9127
EV/EBITDA	39.9	20.4	11.1	9.5	8.8	企业自由现金流	0	(840)	3017	3572	5468
						权益自由现金流	0	548	2472	3270	5293

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032