



制冷剂价格大涨，高附加值产品成长可期

——巨化股份 2025 年半年报点评

买入（维持）

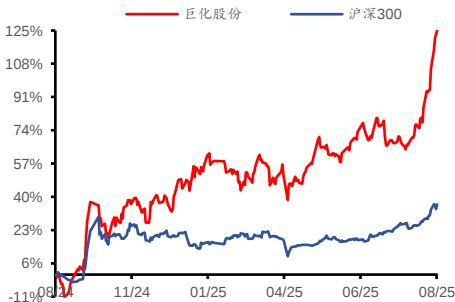
行业： 基础化工
日期： 2025年08月29日

分析师： 于庭泽
SAC 编号： S0870523040001
联系人： 郭吟冬
SAC 编号： S0870123060051

基本数据

最新收盘价（元）	36.20
12mth A 股价格区间（元）	14.42-36.20
总股本（百万股）	2,699.75
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	977.31

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

- 《制冷剂持续景气，25H1 净利同比大增》
——2025 年 07 月 10 日
- 《制冷剂量价齐升，业绩大幅增长》
——2025 年 05 月 01 日
- 《制冷剂行业上行周期已至，氟化工龙头扬帆起航》
——2025 年 03 月 14 日

■ 投资摘要

事件概述

8月27日，公司发布2025年半年度报告。2025H1，公司实现营业收入133.33 亿元，同比+10.36%；归母净利润 20.51 亿元，同比+148.72%；扣非归母净利润20.26亿元，同比+155.23%。2025Q2 营 利环比均实现增长：实现营业收入75.31亿元，同比+13.93%，环比 +29.84%；归母净利润12.42亿元，同比+137.07%，环比+53.57%；扣非归母净利润12.37亿元，同比+144.57%，环比+56.83%。

制冷剂价格大幅上涨，成为业绩增量主力。2025H1，公司制冷剂产品 均价39372.45元/吨，同比+61.88%，据公司增减利因素分析，氟制冷 剂产品价格上升贡献增利21.29亿元，在增利因素中贡献达73.49%。 制冷剂产品中，第二代氟制冷剂（HCFCs）2025年生产配额进一步削 减；第三代氟制冷剂（HFCs）自2024年起实行生产配额制，行业生 态、竞争秩序持续改善，产品价格持续恢复性上涨，毛利大幅上升。 据钢联数据，截至8月28日，R22/R32/R125/R134a 华东市场价分别 为 33500/61000/45000/52500元/吨，本年涨幅分别达到-2%/40%/ 14%/28%。我们认为，制冷剂行业已进入长景气周期，公司HFCs 主 流品种的产能和生产配额全球龙头地位凸显，盈利能力有望持续提升。

非制冷剂业务产品总体竞争激烈。分业务来看，2025H1，公司氟化工 原料、含氟精细化学品、基础化工产品均价分别同比上涨10.24%、 20.87%和6.55%，其他窄幅下跌，含氟聚合物材料、食品包装材料、 石化材料均价分别同比下降2.80%、2.55%和8.66%。

高附加值产品布局领先，液冷等新兴应用领域打开成长空间。

（1）含氟聚合物：品种、产能国内领先，推动氟化工业务高端化升 级。含氟聚合物属于有机氟行业中发展最快、最有前景的产业之一， 产品附加值高，广泛应用于航空航天、5G通讯等战略新兴产业和未来 产业。公司含氟聚合物品种齐全，TFE、HFP、VDF、PTFE、FEP、 FKM、PVDF、ETFE 总产能位居行业领先地位；依托研发优势，持续 加大高性能氟聚合物自主研发。公司规划本埠1万吨/年高品质可熔氟 树脂、500 吨/年全氟磺酸树脂一期250 吨/年项目、1 万吨/年FEP 等 扩建项目和甘肃巨化高性能氟氟化工新材料一体化项目，有望保持氟 聚合物国内龙头地位。

（2）含氟精细化学品：依托全产业链布局优势，液冷市场需求放量可 期。公司具有完整氟化工产业链和齐全的氟聚合物单体以及较强产品 研发能力，为公司氟化工产业高端化、精细化、专用化发展提供良好 支撑。公司子公司飞源化工R113a、三氟乙酸、三氟乙酰氯、三氟乙 醇、硫酰氯等三氟系列精细材料产能位列行业前三。氟化液方面，AI 飞速发展打开服务器液冷市场空间，高性能氟化液作为新型散热介 质，需求有望快速增长。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，可为半导体生产、大数据中心等产业提供热管理解决方案。公司巨芯冷却液项目规划产能为5000吨/年，产品包括JHT电子流体系列、JHLO润滑油系列以及JX浸没式冷却液等，目前已建成一期1000吨/年产能。

(3) 四代制冷剂：前瞻布局HFCs替代品，品种及产能国内领先。
 HFCs将以确定的时间表逐步削减，第四代氟制冷剂HFOs因极低的GWP值，目前正逐步推广商业化应用。公司加快第四代制冷剂技术提升和绿色低碳制冷剂新产品创新培育，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，有望持续巩固和提升行业龙头地位。

■ 投资建议

我们认为，三代制冷剂生产配额制落地，行业开启景气上行通道，公司作为行业龙头充分受益；多种高附加值产品布局领先，公司未来盈利能力有望进一步提升。我们预计2025/2026/2027年公司营业收入分别为269.90/300.45/342.05亿元，增速分别为10.3%/11.3%/13.8%；归母净利润分别为44.11/50.94/58.32亿元，增速分别为125.1%/15.5%/14.5%。维持“买入”评级。

■ 风险提示

制冷剂行业政策发生变化；下游需求不及预期；原材料价格大幅波动；在建项目进展不及预期。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24462	26990	30045	34205
年增长率	18.4%	10.3%	11.3%	13.8%
归母净利润	1960	4411	5094	5832
年增长率	107.7%	125.1%	15.5%	14.5%
每股收益（元）	0.73	1.63	1.89	2.16
市盈率（X）	49.87	22.16	19.19	16.76
市净率（X）	5.49	4.69	4.02	3.45

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025年08月28日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2625	5096	8195	12366
应收票据及应收账款	1023	1618	1528	1895
存货	2283	2037	2340	2620
其他流动资产	2018	1656	2107	2204
流动资产合计	7949	10407	14170	19086
长期股权投资	2535	2835	3135	3435
投资性房地产	54	54	54	54
固定资产	11815	12942	13721	14161
在建工程	2615	2173	1776	1418
无形资产	803	778	753	726
其他非流动资产	2144	2480	2462	2444
非流动资产合计	19965	21262	21900	22237
资产总计	27914	31669	36070	41323
短期借款	832	832	832	832
应付票据及应付账款	2980	2982	3233	3726
合同负债	245	296	315	367
其他流动负债	925	1107	1193	1272
流动负债合计	4982	5216	5573	6196
长期借款	2708	2708	2708	2708
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1034	1018	1018	1018
非流动负债合计	3742	3726	3726	3726
负债合计	8724	8942	9299	9922
股本	2700	2700	2700	2700
资本公积	4671	4671	4671	4671
留存收益	10231	13254	16733	20718
归属母公司股东权益	17792	20840	24319	28303
少数股东权益	1398	1887	2451	3098
股东权益合计	19190	22727	26771	31401
负债和股东权益合计	27914	31669	36070	41323

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	2765	7127	7849	9122
净利润	2177	4900	5658	6478
折旧摊销	1564	2177	2482	2783
营运资金变动	-991	33	-307	-121
其他	15	17	16	-18
投资活动现金流量	-2258	-3289	-2930	-2896
资本支出	-1910	-2771	-2790	-2773
投资变动	-684	-300	-300	-300
其他	335	-217	161	178
筹资活动现金流量	191	-1378	-1820	-2054
债权融资	922	214	0	0
股权融资	73	0	0	0
其他	-804	-1592	-1820	-2054
现金净流量	748	2471	3099	4172

利润表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24462	26990	30045	34205
营业成本	20182	19260	21379	24348
营业税金及附加	98	113	123	142
销售费用	121	157	162	192
管理费用	826	903	1010	1147
研发费用	1054	1235	1335	1543
财务费用	42	128	53	-40
资产减值损失	-86	0	0	0
投资收益	139	136	161	178
公允价值变动损益	-2	0	0	0
营业利润	2502	5617	6487	7428
营业外收支净额	-5	5	5	5
利润总额	2497	5622	6492	7433
所得税	321	722	834	954
净利润	2177	4900	5658	6478
少数股东损益	217	489	564	646
归属母公司股东净利润	1960	4411	5094	5832

主要指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	17.5%	28.6%	28.8%	28.8%
净利率	8.0%	16.3%	17.0%	17.1%
净资产收益率	11.0%	21.2%	20.9%	20.6%
资产回报率	8.5%	16.4%	16.7%	16.7%
投资回报率	9.0%	18.6%	18.4%	18.1%
成长能力指标				
营业收入增长率	18.4%	10.3%	11.3%	13.8%
EBIT 增长率	165.5%	138.7%	13.8%	13.0%
归母净利润增长率	107.7%	125.1%	15.5%	14.5%
每股指标 (元)				
每股收益	0.73	1.63	1.89	2.16
每股净资产	6.59	7.72	9.01	10.48
每股经营现金流	1.02	2.64	2.91	3.38
每股股利	0.23	0.52	0.60	0.68
营运能力指标				
总资产周转率	0.95	0.91	0.89	0.88
应收账款周转率	28.18	28.91	28.11	28.86
存货周转率	9.97	8.92	9.77	9.82
偿债能力指标				
资产负债率	31.3%	28.2%	25.8%	24.0%
流动比率	1.60	2.00	2.54	3.08
速动比率	1.05	1.53	2.05	2.58
估值指标				
P/E	49.87	22.16	19.19	16.76
P/B	5.49	4.69	4.02	3.45
EV/EBITDA	16.74	12.22	10.39	8.80

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断