

2025 年 08 月 27 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

巨化股份（600160）

2025 年中报点评：制冷剂迎来黄金期

业绩概要：2025 年上半年公司实现营业收入 133.31 亿元（+10.36%），实现归母净利润 20.51 亿元（+146.97%），对应 EPS 为 0.76 元，扣非归母净利润为 20.26 亿元（+155.23%）。公司 Q2 实现营业收入 75.31 亿元（同比+13.93%，环比+29.84%），实现归母净利润 12.42 亿元（同比+137.07%，环比+53.57%），实现扣非净利润 12.37 亿元（同比+144.57%，环比+56.8%）；

化工行业结构性矛盾突出，制冷剂保持强劲增长：站在当前时间点看，化工行业产能利用率仍处于环比下滑的阶段，供需结构性矛盾依然尖锐，“低端过剩，中高端依赖进口”的现象仍较为突出。而制冷剂板块在供给侧政策钳制的背景下，行业和市场对于配额制驱动市场的认知度进一步提升，叠加上半年对灰色产能的打击力度加大，海外库存见底后的补库需求旺盛，供需格局持续优化，价格因此持续走高，内外价差快速拉平甚至部分品种反超，截至 8 月底，以 R32 为代表的制冷剂价格已达到接近 6 万元/吨，稀缺性进一步凸显；

公司业绩保持强势：2025 年上半年营收同比稳健增长，但毛利率同比大幅提升 28.72%（+11.99pcts），分板块来看，非制冷剂的氟化工产业进一步分化，氟化工原料/含氟精细化学品/基础化工产品分别实现营收 6.81 亿元（+23.16%）/1.86 亿元（+26.22%）/15.02 亿元（+14.59%），毛利率分别为 4.19%（+4.79pcts）/6.90%（+1.94pcts）/27.01%（+9.71pcts），主要系这些板块产品量价齐升，盈利能力改善所致；其他板块（石化）表现平平，主要系产品价格仍处于下跌趋势中；制冷剂板块实现收入 60.87 亿元（+55.09%），大幅增长的原因主要是产品价格同比大幅提升所致，与此同时，制冷剂主要原材料萤石的价格同比增长 4.49%，公司盈利性大幅提升与制冷剂板块毛利率大幅提升 50.35%（+22.54%）有关；

财务数据：报告期内，财务费用增加较多主要系贷款及利息支出增加，汇兑损益减少所致；经营现金流变动较大，主要系主营业务尤其制冷剂业务营收占比提升，资金回笼加快；合同负债增加较多，主要系下游支付的预付货款增加所致；在建工程增加较多，主要系公司投建的项目增多所致；

投资评级

买入

维持评级

2025 年 08 月 27 日

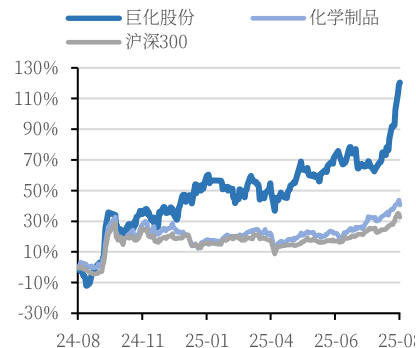
收盘价(元):

35.84

公司基本数据

总股本(百万股)	2,699.75
总市值(百万)	96,758.90
流通股本(百万股)	2,699.75
流通市值(百万)	96,758.90
12 月最高/最低价(元)	36.95/14.25
资产负债率(%)	33.56
每股净资产(元)	7.13
市盈率(TTM)	30.43
市净率(PB)	5.03
净资产收益率(%)	10.66

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC 执业证书: S0640521070001
邮箱: dengke@avicsec.com
王勇杰 分析师
SAC 执业证书: S0640524090001
邮箱: wangyjsh@avicsec.com

相关研究报告

2024&2025Q1 业绩点评：制冷剂红利期已至，龙头充分受益 —2025-05-05
制冷剂价格持续上涨，长期逻辑向好 —2025-01-26

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

制冷剂业务供需持续改善：随着配额制的深入，产业链上下游对供需格局的逆转根本性进一步理解，内卷式竞争的思维惯性进一步破除，制冷剂下游成本占比低、需求刚性、销售渠道多元等优势使其价格弹性和想象空间进一步打开。随着去年囤货的去化，国内外价差在 2024 年四季度快速修复，部分品种甚至领先国内价格。在国内配额占全球 HFCs 配额超过 80% 的背景下，更应该重视制冷剂行业的战略定位和国际化属性；

人工智能、高端半导体产业带动氟化液需求：制冷剂在传统的家用、商用空调以外，在更多的温控领域发挥作用，在高端半导体领域，制造工艺中的清洗、蚀刻以及温控等环节对高性能电子级氟化液需求增加较多，公司子公司中巨芯正加速国产化替代；在人工智能领域，高性能专用氟化液正成为新型散热介质，公司参股巨冷科技，构建了“含氟冷却液+液冷热控设备+浸没式液冷服务器”的完整产业链，目前在上海临港 AI 中心、阿里巴巴数据中心实现规模化应用；

投资建议：2025 年是制冷剂价格大幅攀升的一年，公司作为行业巨头，充分受益于配额制下制冷剂价格上涨的红利，未来随着制冷剂配额交易的推进，公司或将进一步提升自身在产业链中的话语权。与此同时，半导体、人工智能等行业对高端氟化液的需求日益提升，公司在氟化工方面的长远布局将有望获益。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 304.76 亿元、346.56 亿元、396.61 亿元，同比增长 24.58%、13.72%、14.44%，实现归母净利润 50.33 亿元、66.09 亿元、78.42 亿元，同比增长 156.83%、31.31%、18.67%，对应 PE 为 19X、15X、12X，维持“买入”评级。

风险提示：制冷剂价格不及预期、政策变动风险、下游客户价格接受风险等

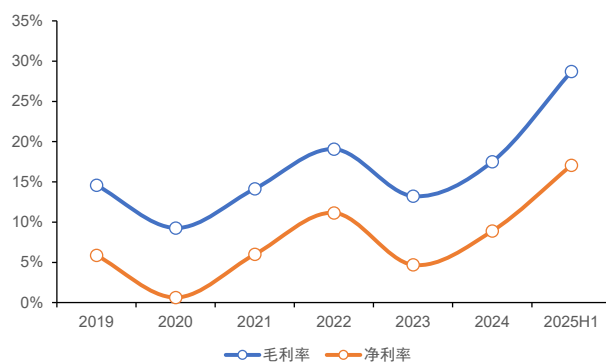
盈利预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20,655	24,462	30,476	34,656	39,661
增速（%）	-3.88%	18.43%	24.58%	13.72%	14.44%
归母净利润（百万元）	944	1,960	5,033	6,609	7,842
增速（%）	-60.37%	107.69%	156.83%	31.31%	18.67%
每股收益（元）	0.35	0.73	1.86	2.45	2.90
市盈率（倍）	110.71	53.31	20.75	15.81	13.32

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入、归母净利润及其同比增速


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率和净利率


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 分季度数据

	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3
营业收入(百万元)	7531	5800	6556	5826	6610	5470	4643	5917
营业成本(百万元)	5351	4152	5310	4813	5395	4663	3973	5289
销售费用率	0.6%	0.5%	0.0%	0.5%	0.6%	1.0%	-0.3%	0.8%
管理费用率	3.1%	4.1%	3.2%	3.6%	3.2%	3.6%	3.3%	2.8%
财务费用率	0.5%	0.2%	-0.3%	0.6%	0.6%	-0.2%	-0.2%	0.1%
研发费用率	4.3%	4.8%	3.1%	5.3%	4.9%	3.9%	5.6%	4.1%
资产减值损失(百万元)	13.54	31.82	36.17	11.42	21.05	17.09	33.65	-35.23
利润总额(百万元)	1564	1043	932	512	682	372	222	294
所得税费用(百万元)	186	145	145	45	88	42	11	28
归母净利润(百万元)	1242	809	702	423	524	310	197	257
扣非归母净利(百万元)	1237	789	719	390	506	288	134	233
EPS(元)	0.46	0.30	0.26	0.16	0.19	0.11	0.07	0.10
毛利率	29.0%	28.4%	19.0%	17.4%	18.4%	14.7%	14.4%	10.6%
期间费用率	8.5%	9.7%	6.0%	10.0%	9.3%	8.2%	8.5%	7.7%
所得税率	11.9%	13.9%	15.6%	8.8%	12.9%	11.2%	5.1%	9.5%
净利润率	16.5%	13.9%	10.7%	7.3%	7.9%	5.7%	4.2%	4.3%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 财务报表预测及比率分析（百万元）

资产负债表							利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2547.27	1817.70	2625.01	5231.82	10300.45	16442.91	营业收入	21489.12	20655.22	24462.37	30475.60	34655.52	39660.55
应收票据及账款	2580.72	2203.74	2568.78	2755.33	3313.64	3889.99	营业成本	17393.22	17924.15	20181.87	22166.45	24384.44	27669.17
预付账款	76.82	113.26	205.42	250.48	265.85	293.38	税金及附加	87.01	90.70	97.84	134.09	152.48	174.51
其他应收款	23.14	19.60	49.02	58.45	62.66	70.63	销售费用	157.48	139.16	120.59	137.14	149.02	158.64
存货	1727.64	1764.16	2283.12	2429.20	2538.65	2729.01	管理费用	723.23	684.17	826.08	1005.69	1178.29	1328.63
其他流动资产	874.12	502.40	217.46	243.80	316.90	386.78	研发费用	823.84	1000.70	1054.15	1371.40	1472.86	1705.40
流动资产总计	7829.72	6420.87	7948.81	10969.08	16798.16	23812.70	财务费用	-107.52	-21.69	41.84	82.25	-30.12	-152.97
长期股权投资	1851.74	2293.23	2534.64	2634.64	2774.64	2904.64	资产减值损失	-150.00	-35.21	-85.73	-60.95	-69.31	-79.32
固定资产	6696.95	9678.86	11988.00	10688.20	9491.80	8148.80	信用减值损失	0.26	5.52	13.88	0.00	0.00	0.00
在建工程	4553.20	2810.87	2614.54	2453.78	2018.03	1582.27	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	687.29	675.91	802.63	918.86	1026.76	1159.65	投资收益	374.39	91.34	138.59	91.00	132.00	116.00
长期待摊费用	34.46	54.07	60.58	30.29	0.00	0.00	公允价值变动损益	4.13	0.89	-2.38	0.60	0.60	0.60
其他非流动资产	973.33	1450.00	1964.40	2573.35	2385.28	2202.07	资产处置收益	6.15	66.26	0.55	6.00	1.00	2.00
非流动资产合计	14796.97	16962.94	19964.80	19299.13	17696.51	15997.43	其他收益	107.81	119.99	297.50	120.00	121.00	125.00
资产总计	22626.69	23383.81	27913.61	30268.21	34494.67	39810.13	营业利润	2754.61	1086.82	2502.41	5735.22	7533.84	8941.44
短期借款	181.85	605.05	831.64	0.00	0.00	0.00	营业外收入	10.78	13.27	11.99	28.00	30.00	31.00
应付票据及账款	3666.12	2903.47	2980.03	3461.61	3707.77	4093.52	营业外支出	40.05	23.58	17.10	22.00	25.00	26.00
其他流动负债	1056.01	1007.83	1170.48	1318.84	1463.93	1686.46	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4903.98	4516.35	4982.15	4780.45	5171.70	5779.98	利润总额	2725.33	1076.51	2497.30	5741.22	7538.84	8946.44
长期借款	1507.48	1918.76	2884.79	2190.91	1370.89	592.29	所得税	329.02	107.83	320.65	574.12	753.88	894.64
其他非流动负债	430.79	572.02	856.77	500.00	485.00	507.00	净利润	2396.31	968.67	2176.66	5167.10	6784.96	8051.80
非流动负债合计	1938.27	2490.78	3741.55	2690.91	1855.89	1099.29	少数股东损益	15.58	25.17	217.12	134.34	176.41	209.35
负债合计	6842.26	7007.13	8723.70	7471.36	7027.59	6879.27	归属母公司股东净	2380.73	943.51	1959.53	5032.75	6608.55	7842.45
股本	2699.75	2699.75	2699.75	2699.75	2699.75	2699.75	EBITDA	3491.55	2099.66	4087.29	8033.52	9930.35	11413.06
资本公积	4289.87	4665.64	4670.75	4670.75	4670.75	4670.75	NOPLAT	2320.76	898.02	2220.06	5229.78	6751.91	7907.29
留存收益	8478.77	8709.44	10421.09	13893.69	18387.51	23641.95	EPS (元)	0.88	0.35	0.73	1.86	2.45	2.90
归属母公司权益	15468.39	16074.82	17791.59	21264.19	25758.00	31012.45	主要财务比率						
少数股东权益	316.05	301.86	1398.32	1532.66	1709.07	1918.42	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	15784.44	16376.68	19189.91	22796.85	27467.07	32930.86	成长能力						
负债和股东权益合计	22626.69	23383.81	27913.61	30268.21	34494.67	39810.13	营收增长率	19.48%	-3.88%	18.43%	24.58%	13.72%	14.44%
现金流量表							营业利润增长率	147.25%	-60.55%	130.25%	129.19%	31.36%	18.68%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	136.94%	-59.71%	140.72%	129.35%	28.94%	17.11%
税后经营利润	2396.31	968.67	2176.66	4965.86	6551.32	7828.06	EBITDA增长率	77.87%	-39.86%	94.66%	96.55%	23.61%	14.93%
折旧与摊销	873.74	1044.84	1548.15	2210.05	2421.63	2619.58	归母净利润增长率	114.66%	-60.37%	107.69%	156.83%	31.31%	18.67%
财务费用	-107.52	-21.69	41.84	82.25	-30.12	-152.97	经营现金流增长率	167.93%	-33.97%	26.07%	175.97%	14.57%	16.80%
投资损失	-374.39	-91.34	-138.59	-91.00	-132.00	-116.00	盈利能力						
营运资金变动	327.72	217.42	-1011.03	217.43	-364.09	-258.70	毛利率	19.06%	13.22%	17.50%	27.26%	29.64%	30.24%
其他经营现金流	186.19	62.42	131.73	201.05	244.00	230.50	净利率	11.15%	4.69%	8.90%	16.95%	19.58%	20.30%
经营性现金净流量	3302.05	2180.32	2748.75	7585.64	8690.73	10150.47	营业利润率	12.82%	5.26%	10.23%	18.82%	21.74%	22.54%
资本支出	3400.44	2850.79	1652.42	1806.77	665.00	728.00	ROE	15.39%	5.87%	11.01%	23.67%	25.66%	25.29%
长期投资	-153.48	-90.33	-686.75	-5.00	-5.00	-5.00	ROA	10.52%	4.03%	7.02%	16.63%	19.16%	19.70%
其他投资现金流	-7.86	222.19	81.03	6.48	-52.46	-66.36	ROIC	17.50%	5.61%	12.24%	24.05%	30.97%	37.75%
投资性现金净流量	-3561.78	-2718.93	-2258.14	-1805.29	-722.46	-799.36	估值倍数						
短期借款	-87.40	423.19	226.59	-831.64	0.00	0.00	P/E	43.87	110.71	53.31	20.75	15.81	13.32
长期借款	1141.78	411.28	966.03	-693.88	-820.02	-778.61	P/S	4.86	5.06	4.27	3.43	3.01	2.63
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	6.75	6.50	5.87	4.91	4.06	3.37
资本公积增加	3.41	375.76	5.12	0.00	0.00	0.00	股息率	0.70%	0.28%	0.59%	1.49%	2.02%	2.48%
其他筹资现金流	-348.77	-999.80	-1006.54	-1648.03	-2079.62	-2430.04	EV/EBIT	16.20	44.16	27.20	18.03	13.27	10.62
筹资性现金净流量	709.02	210.43	191.19	-3173.54	-2899.64	-3208.65	EV/EBITDA	12.15	22.19	16.90	13.07	10.03	8.18
现金流量净额	569.92	-314.31	731.46	2606.81	5068.64	6142.46	EV/NOPLAT	18.28	51.87	31.11	20.08	14.76	11.81

资料来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637