

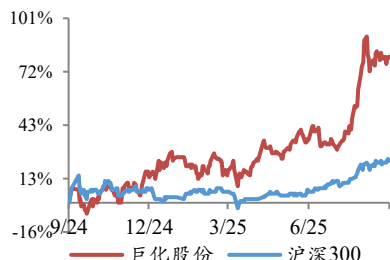
25H1 归母净利高增，看好制冷剂业务长期格局

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-27

收盘价（元）	36.67
近 12 个月最高/最低（元）	40.10/19.10
总股本（百万股）	2,700
流通股本（百万股）	2,700
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	990
流通市值（亿元）	990

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：刘天其

执业证书号：S0010524080003

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1. 巨化股份：制冷剂板块量价齐升，全年业绩同比大幅增长 2025-01-25
2. 巨化股份：制冷剂板块业绩逐步释放，长景气周期有望延续 2024-10-25

主要观点：

● 事件描述

2025 年 8 月 27 日，公司发布 2025 年半年度报告，2025 年上半年公司实现营业收入 133.31 亿元，同比增长 10.36%；实现归母净利润 20.51 亿元，同比增长 146.97%；实现扣非归母净利润 20.26 亿元，同比增长 155.23%；经营活动现金流 26.66 亿元，同比+340.52%。其中，2025 年二季度公司实现营业收入 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+53.56%；实现扣非归母净利润 12.37 亿元，同比增长 144.57%/环比增长 56.83%；经营活动现金流 21.78 亿元，同比+1,452%，环比+346%。

● 25H1 业绩持续增长，制冷剂业务表现突出

公司上半年业绩表现强劲，现金流显著改善，制冷剂业务为核心增长动力。公司 2025H1 公司制冷剂、石化材料、基础化工产品、含氟聚合物材料、氟化工原料、食品包装材料、含氟精细化学品分别实现营收 61.32、20.18、14.51、8.78、8.57、3.53、1.86 亿元，毛利率分别为 50.35%、0.36%、27.01%、4.40%、4.19%、30.97%、6.90%，同比分别变化 22.54pct、-8.71pct、9.71pct、-1.74pct、4.79pct、5.10pct、1.94pct。上半年，巨化股份制冷剂业务成为业绩增长的绝对主力。2025 年，公司第二代氟制冷剂生产配额进一步削减，第三代氟制冷剂自 2024 年起实行生产配额制，经过一年的运行，厂库和渠道库存消化较为充分，且下游需求旺盛，叠加行业生态、竞争秩序持续改善，第三代氟制冷剂作为功能性制剂、“刚需消费品”属性与全球“特许经营”商业模式的“基因”的逐步形成，产品价格持续恢复性上涨，毛利大幅上升。25H1 公司制冷剂实现收入 61.32 亿元，同比+41.97%；产量 285057.83 吨，同比-5.12%；销量 154588.31 吨，同比-4.19%，均价 3.94 万元/吨，同比+61.88%。公司在配额分配方面优势显著，公司在 25 年获得 HCFC-22 生产配额 3.89 万吨，占全国总配额的 26.10%（内用配额占比 31.28%）；HFCs 生产配额 29.78 万吨，占全国同类品种合计份额的 39.33%。此外，经营活动产生的现金流量净额同比上升 340.52%，主要得益于营收规模扩大及回款速度加快。三费（销售、管理、财务费用）合计为 5.98 亿元，较上年同期增长 3.19%。其中，财务费用同比上升 92.21%，主要由于贷款及利息支出增加、汇兑收益减少。

● 产业链布局持续深化，未来增长基础坚实

公司重大项目建设按计划稳步推进，持续拓展产业边界，为长期发展奠定坚实基础。公司上半年完成固定资产投资 19.9 亿元，在建工程达 125 项，年内新开工 36 项。其中，甘肃巨化高性能氟氯新材料

一体化项目已全面开工，该项目总投资高达 196.25 亿元，将依托西部地区能源资源优势，打造绿色化、一体化的含氟新材料产业链。公司还积极布局第四代制冷剂（HFOs）领域，现运营两套主流 HFOs 生产装置，产能约 8000 吨/年，并计划通过新建+技术改造新增产能近 5 万吨/年。这些布局不仅拓展了公司的发展空间，更使其形成了覆盖氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物、精细化学品的完整产业链体系，产业集群化、基地化优势更加明显。

● 技术创新驱动发展，研发投入持续加大

公司坚持创新驱动战略，研发投入持续增长，技术优势不断巩固。作为国家级高新技术企业，巨化股份 2025 年上半年研发投入达 6.03 亿元，同比增长 11.69%，2023 年、2024 年研发投入均超 10 亿元，重点推进质子膜用全氟磺酸树脂、电子级氟化液等高端产品研发。报告期内，公司及子公司新增专利受理 32 件（其中 PCT 申请 3 件），获得专利授权 25 件。公司的电子氟化液氢氟醚 D 系列产品和全氟聚醚 JHT 系列产品，能够为半导体生产、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等解决方案，展现了技术研发与产业应用的深度融合。

● 投资建议

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 44.24、57.63、66.92 亿元（2025-2026 前值分别为 38.70、54.76 亿元），对应 PE 分别为 22、17、15 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- （1）项目审批与投产进度不及预期的风险；
- （2）产品价格波动的风险；
- （3）制冷剂行业政策变动的风险；
- （4）原材料及能源成本大幅波动的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24462	28660	31589	34743
收入同比 (%)	18.4%	17.2%	10.2%	10.0%
归属母公司净利润	1960	4424	5763	6692
净利润同比 (%)	107.7%	125.8%	30.3%	16.1%
毛利率 (%)	17.5%	26.0%	29.0%	29.8%
ROE (%)	11.0%	19.9%	20.6%	19.3%
每股收益 (元)	0.73	1.64	2.13	2.48
P/E	33.04	22.38	17.18	14.79
P/B	3.66	4.45	3.53	2.85
EV/EBITDA	16.74	16.03	12.29	10.22

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	7949	11743	16398	22258					
现金	2625	6049	10243	15531					
应收账款	816	1329	1471	1623					
其他应收款	49	29	32	35					
预付账款	205	125	135	146					
存货	2283	2118	2245	2441					
其他流动资产	1971	2093	2273	2482					
非流动资产	19965	21941	23430	24887					
长期投资	2535	2957	3379	3800					
固定资产	11815	13287	14785	16104					
无形资产	803	786	770	754					
其他非流动资产	4812	4911	4495	4230					
资产总计	27914	33685	39828	47145					
流动负债	4982	6219	6476	6984					
短期借款	832	852	872	892					
应付账款	2282	2286	2400	2622					
其他流动负债	1869	3082	3204	3470					
非流动负债	3742	3749	3764	3764					
长期借款	2708	2728	2748	2748					
其他非流动负债	1034	1021	1016	1016					
负债合计	8724	9968	10239	10748					
少数股东权益	1398	1465	1555	1652					
股本	2700	2700	2700	2700					
资本公积	4671	4672	4672	4672					
留存收益	10421	14880	20663	27375					
归属母公司股东权益	17792	22251	28034	34746					
负债和股东权益	27914	33685	39828	47145					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	2765	5850	6385	7515					
净利润	2177	4491	5852	6789					
折旧摊销	1564	897	946	1017					
财务费用	72	115	117	118					
投资损失	-139	-143	-158	-174					
营运资金变动	-991	643	-215	-83					
其他经营现金流	3248	3696	5910	6720					
投资活动现金流	-2258	-2590	-2130	-2149					
资本支出	-1910	-1947	-1855	-1902					
长期投资	-684	-433	-432	-421					
其他投资现金流	335	-210	158	174					
筹资活动现金流	191	155	-82	-98					
短期借款	227	20	20	20					
长期借款	965	20	20	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	5	1	0	0					
其他筹资现金流	-1006	114	-122	-118					
现金净增加额	748	3424	4194	5288					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	24462	28660	31589	34743					
营业成本	20182	21206	22440	24374					
营业税金及附加	98	120	132	145					
销售费用	121	200	220	242					
管理费用	826	967	1067	1175					
财务费用	42	36	-65	-190					
资产减值损失	-86	120	126	117					
公允价值变动收益	-2	0	0	0					
投资净收益	139	143	158	174					
营业利润	2502	5132	6688	7759					
营业外收入	12	0	0	0					
营业外支出	17	0	0	0					
利润总额	2497	5132	6688	7759					
所得税	321	642	836	970					
净利润	2177	4491	5852	6789					
少数股东损益	217	67	89	97					
归属母公司净利润	1960	4424	5763	6692					
EBITDA	3972	6066	7570	8587					
EPS (元)	0.73	1.64	2.13	2.48					

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2025E	2027E
成长能力				
营业收入	18.4%	17.2%	10.2%	10.0%
营业利润	130.3%	105.1%	30.3%	16.0%
归属于母公司净利润	107.7%	125.8%	30.3%	16.1%
获利能力				
毛利率 (%)	17.5%	26.0%	29.0%	29.8%
净利率 (%)	8.0%	15.4%	18.2%	19.3%
ROE (%)	11.0%	19.9%	20.6%	19.3%
ROIC (%)	9.0%	16.2%	17.1%	16.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	31.3%	29.6%	25.7%	22.8%
净负债比率 (%)	45.5%	42.0%	34.6%	29.5%
流动比率	1.60	1.89	2.53	3.19
速动比率	1.05	1.49	2.13	2.78
营运能力				
总资产周转率	0.95	0.93	0.86	0.80
应收账款周转率	28.18	26.72	22.56	22.46
应付账款周转率	9.89	9.29	9.58	9.71
每股指标 (元)				
每股收益	0.73	1.64	2.13	2.48
每股经营现金流 (摊薄)	1.02	2.17	2.37	2.78
每股净资产	6.59	8.24	10.38	12.87
估值比率				
P/E	33.04	22.38	17.18	14.79
P/B	3.66	4.45	3.53	2.85
EV/EBITDA	16.74	16.03	12.29	10.22

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。