

配额制下制冷剂龙头有望充分受益

华泰研究

2026年4月23日 | 中国内地

年报点评

化学原料

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

42.18

巨化股份于4月22日发布2025年报:全年实现营收270亿元,同比+10%,归母净利润37.8亿元,同比+94%,扣非净利润37.5亿元,同比+97%;其中Q4实现归母净利润5.4亿元,同比-23%/环比-55%,扣非净利润5.5亿元,同比-23%/环比-53%。公司25年归母净利润低于我们前次报告的预期(47亿元),原因系制冷剂25Q4销售均价不及预期,以及年末多计提4亿元左右资产减值损失。公司计划25年末分红10.3亿元,结合前三季度分红4.9亿元,全年合计派息15.1亿元,占25年归母净利润40%。受益于制冷剂景气提升,公司业绩有望进入上行周期,我们维持“买入”评级。

25年制冷剂盈利同比改善, Q4单季度制冷剂均价环比有所下滑

25全年制冷剂销量同比-3%至34万吨,均价同比+48%至3.95万元/吨,受益于制冷剂价格上行,板块营收同比+43%至135亿元,毛利率同比+22pct至51%;其中Q4制冷剂均价同比+27%/环比-13%至3.73万元/吨,均价环比下滑系R22跌价等因素,销量同比+5%/环比+48%至11.2万吨。25年含氟精细品销量同比+31%至0.66万吨,受益于巨芯冷却液项目一期1000吨/年逐步放量,营收同比+42%至3.9亿元,均价同比+8%至5.93万元/吨,受产能利用率偏低影响毛利率同比-12pct至3.8%。氟化工原料销量同比+1%至35万吨,营收同比-1%至12亿元,均价同比-2%至0.35万元/吨,毛利率同比-1.2pct至7.7%。含氟聚合物销量同比+4%至4.9万吨,营收同比+1%至18.6亿元,均价同比-3%至3.78万元/吨,毛利率同比-4.3pct至-2.0%。因年内行业供给端延续扩产,氟聚合物、氟化工原料等板块盈利整体仍偏弱。

基础化工品、石化材料、食品包装材料景气偏弱

基础化工品方面,25年销量同比+3%至184万吨,营收同比-1%至27亿元,均价同比-4%至0.15万元/吨,毛利率同比-1.9pct至24%;25年石化材料、食品包装材料销量分别同比+3%/-20%至54/6.7万吨,营收同比-7%/-21%至37/7.3亿元,均价同比-10%/-2%至0.69/1.09万元/吨,毛利率同比-10/-0.4pct至-3.1%/24%,年内公司关停15万吨/年内己内酰胺装置导致石化材料板块毛利率下跌。25全年公司综合毛利率同比+11pct至28.2%,期间费用率同比-0.5pct至8.1%,其中Q4综合毛利率同比+7.3pct/环比-2.8pct至26.3%,期间费用率同比+1.1pct/环比-0.24pct至7.1%。

三代制冷剂景气向好,氟化工一体化和规模化优势持续巩固

据百川盈孚,4月22日R22/R32/R134a/R125价格为2.0/6.35/6.15/5.5万元/吨,较年初+25%/+1%/+6%/+15%,26年三代制冷剂配额延续偏紧,供应约束下主流制冷剂产品价格有望延续高位。我们认为家用空调、汽车空调保有量规模较大或支撑HFCs维修需求空间,且制冷剂外贸价格亦逐步上行,公司有望充分受益。同时,伴随公司巨芯冷却液/甘肃基地四代制冷剂等新项目逐步释放,亦有望贡献增量业绩。

盈利预测与估值

考虑三代制冷剂仍处于景气高位,我们基本维持此前盈利预测,预计公司26-28年归母净利润为60/67/71亿元(前值为61/68亿元,基本维持),对应EPS为2.22/2.47/2.63元。结合可比公司26年Wind一致预期平均19xPE,给予公司26年19xPE,目标价42.18元(前值为42.56元,对应26年19xPE vs 可比公司19xPE),维持“买入”评级。

风险提示:制冷剂政策变化;需求不及预期;新项目进度不及预期。

庄汀洲

SAC No. S0570519040002
SFC No. BQZ933

研究员

zhuangtingzhou@htsc.com
+(86) 10 5679 3939

张雄

SAC No. S0570523100003
SFC No. BVN325

研究员

zhangxiong@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

张宸*

SAC No. S0570124080036

联系人

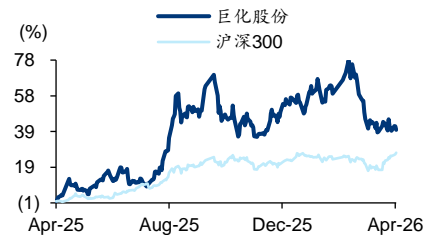
zhangchen024211@htsc.com

+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(人民币 截至4月22日)	33.93
市值(人民币百万)	91,602
6个月平均日均成交额(人民币百万)	963.15
52周价格范围(人民币)	24.74-43.30

股价走势图



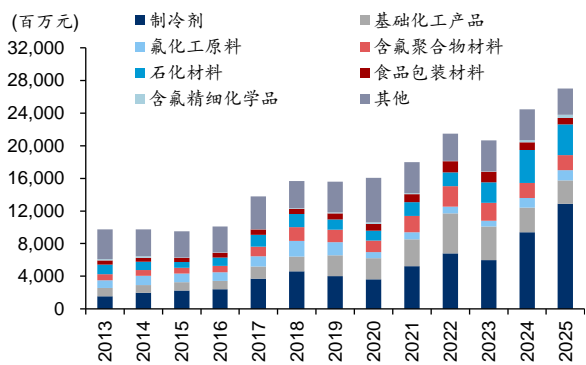
资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	26,991	32,392	35,198	35,832
+/-%	10.34	20.01	8.66	1.80
归属母公司净利润(百万)	3,783	6,004	6,672	7,087
+/-%	93.07	58.71	11.13	6.22
EPS(最新摊薄)	1.40	2.22	2.47	2.63
ROE(%)	18.40	22.95	21.93	20.04
PE(倍)	24.21	15.26	13.73	12.93
PB(倍)	4.48	3.68	3.10	2.67
EV EBITDA(倍)	14.42	10.79	8.76	7.97
股息率(%)	1.65	2.25	2.57	2.83

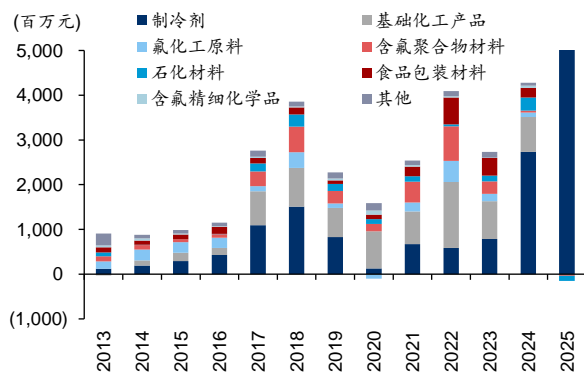
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：公司分板块营收情况



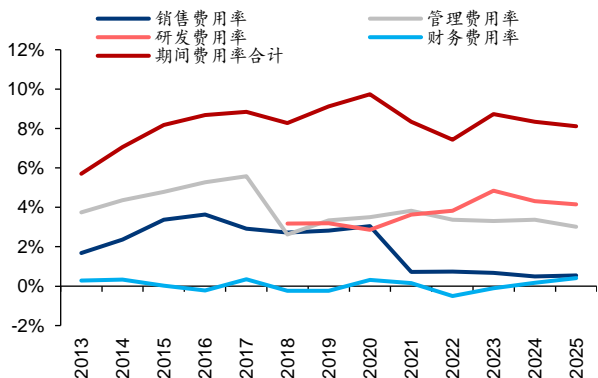
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：公司分板块毛利情况



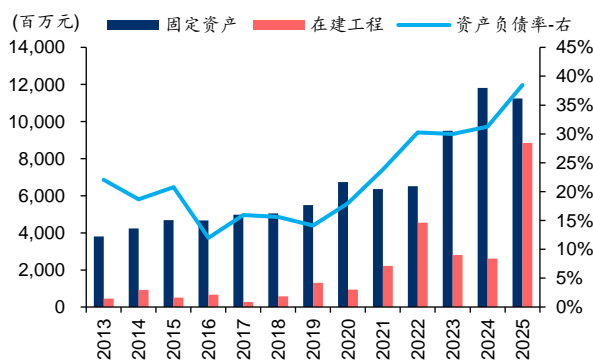
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：公司期间费用率变化



资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：公司资产负债情况



资料来源：公司公告，华泰研究

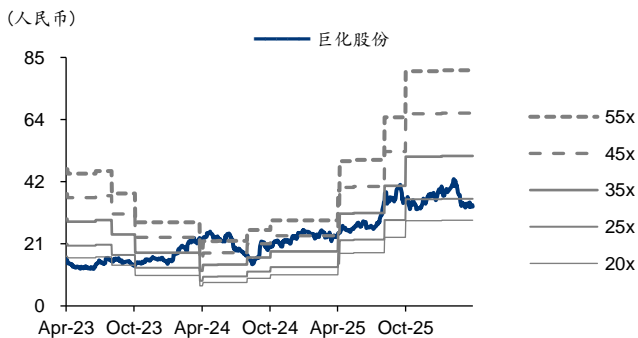
图表5：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		EPS (元)			P/E (x)		
		4月22日	4月22日	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
三美股份	603379 CH	61.90	378	3.51	4.44	5.12	18	14	12
昊华科技	600378 CH	34.97	451	1.11	1.78	2.18	32	20	16
新宙邦	300037 CH	62.71	471	1.57	2.61	3.02	40	24	21
平均							30	19	16

注：可比公司盈利均采用 Wind 一致预期

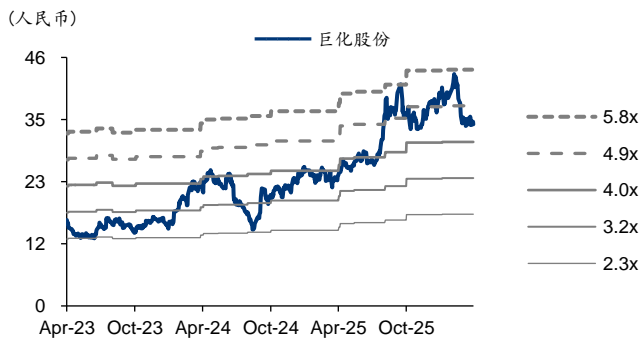
资料来源：Wind，华泰研究

图表6：巨化股份 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

图表7：巨化股份 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	7,949	11,376	14,105	20,998	24,477
现金	2,625	5,327	7,013	14,345	17,301
应收账款	815.73	943.80	1,168	1,127	1,209
其他应收账款	49.02	46.77	68.19	56.73	70.44
预付账款	205.42	144.09	275.36	180.43	283.57
存货	2,283	2,471	3,017	2,804	3,040
其他流动资产	1,971	2,444	2,563	2,485	2,573
非流动资产	19,965	26,832	27,041	26,846	26,506
长期投资	2,535	2,652	3,024	3,347	3,651
固定投资	11,815	11,239	11,998	12,354	12,375
无形资产	802.63	1,261	1,315	1,389	1,489
其他非流动资产	4,812	11,680	10,704	9,756	8,991
资产总计	27,914	38,208	41,146	47,844	50,982
流动负债	4,982	9,169	7,975	10,247	8,786
短期借款	831.64	881.25	881.25	881.25	881.25
应付账款	2,282	3,941	3,243	4,377	3,272
其他流动负债	1,869	4,346	3,851	4,989	4,633
非流动负债	3,742	5,533	4,625	3,677	2,725
长期借款	2,708	4,459	3,551	2,603	1,651
其他非流动负债	1,034	1,074	1,074	1,074	1,074
负债合计	8,724	14,702	12,599	13,924	11,512
少数股东权益	1,398	3,074	3,621	4,386	5,208
股本	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
资本公积	4,671	4,668	4,668	4,668	4,668
留存公积	10,231	12,895	17,195	22,004	27,021
归属母公司股东权益	17,792	20,433	24,925	29,534	34,263
负债和股东权益	27,914	38,208	41,146	47,844	50,982

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	2,765	6,261	5,123	11,378	7,210
净利润	2,177	4,324	6,552	7,437	7,909
折旧摊销	1,564	1,535	1,290	1,471	1,629
财务费用	41.84	110.25	(31.73)	(128.87)	(237.51)
投资损失	(138.59)	(127.57)	(119.17)	(128.44)	(125.06)
营运资金变动	(1,011)	(89.21)	(2,552)	2,445	(2,251)
其他经营现金	131.73	508.02	(16.86)	281.48	285.91
投资活动现金	(2,258)	(6,583)	(1,363)	(1,147)	(1,163)
资本支出	(1,937)	(5,616)	(1,109)	(934.98)	(966.00)
长期投资	(219.06)	(152.78)	(372.53)	(323.01)	(304.33)
其他投资现金	(101.91)	(814.31)	118.98	111.03	107.61
筹资活动现金	191.19	1,979	(2,074)	(2,898)	(3,092)
短期借款	226.59	49.61	0.00	0.00	0.00
长期借款	965.03	1,751	(908.04)	(948.04)	(951.41)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	5.12	(2.74)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,006)	180.69	(1,166)	(1,950)	(2,140)
现金净增加额	747.52	1,614	1,686	7,332	2,955

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	24,462	26,991	32,392	35,198	35,832
营业成本	20,182	19,371	22,362	23,719	23,811
营业税金及附加	97.84	199.40	170.36	195.31	217.33
营业费用	120.59	145.43	184.14	187.75	195.96
管理费用	826.08	814.43	1,048	1,130	1,130
财务费用	41.84	110.25	(31.73)	(128.87)	(237.51)
资产减值损失	(85.73)	(450.08)	(64.78)	(70.40)	(71.66)
公允价值变动收益	(2.38)	1.25	(0.08)	(0.40)	0.26
投资净收益	138.59	127.57	119.17	128.44	125.06
营业利润	2,502	5,080	7,499	8,593	9,156
营业外收入	11.99	7.64	10.97	10.20	9.60
营业外支出	17.10	13.10	17.92	16.04	15.69
利润总额	2,497	5,074	7,492	8,587	9,150
所得税	320.65	749.79	939.84	1,149	1,242
净利润	2,177	4,324	6,552	7,437	7,909
少数股东损益	217.12	541.18	547.94	764.85	821.47
归属母公司净利润	1,960	3,783	6,004	6,672	7,087
EBITDA	4,130	6,669	8,753	9,921	10,517
EPS (人民币, 基本)	0.73	1.40	2.22	2.47	2.63

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	18.43	10.34	20.01	8.66	1.80
营业利润	130.25	102.99	47.63	14.58	6.56
归属母公司净利润	107.69	93.07	58.71	11.13	6.22
获利能力 (%)					
毛利率	17.50	28.23	30.96	32.61	33.55
净利率	8.90	16.02	20.23	21.13	22.07
ROE	11.34	18.40	22.95	21.93	20.04
ROIC	13.22	23.81	32.29	45.17	46.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.25	38.48	30.62	29.10	22.58
净负债比率 (%)	10.56	6.29	(2.80)	(26.82)	(32.99)
流动比率	1.60	1.24	1.77	2.05	2.79
速动比率	1.05	0.86	1.25	1.67	2.31
营运能力					
总资产周转率	0.95	0.82	0.82	0.79	0.73
应收账款周转率	28.18	30.68	30.68	30.68	30.68
应付账款周转率	9.89	6.23	6.23	6.23	6.23
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	1.40	2.22	2.47	2.63
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	2.32	1.90	4.21	2.67
每股净资产(最新摊薄)	6.59	7.57	9.23	10.94	12.69
估值比率					
PE (倍)	46.75	24.21	15.26	13.73	12.93
PB (倍)	5.15	4.48	3.68	3.10	2.67
EV EBITDA (倍)	23.01	14.42	10.79	8.76	7.97

免责声明

分析师声明

本人, 庄汀洲、张雄, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰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。华泰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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲、张雄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司