

## 公司研究

## 25年业绩高增，看好制冷剂高景气延续

## ——巨化股份（600160.SH）2025年年报点评

## 要点

**事件：**公司发布2025年年度报告，2025年公司实现营业收入270亿元，同比+10%，实现归母净利润38亿元，同比+93%；其中Q4单季度实现营业收入66亿元，同比+1%，环比-7%，实现归母净利润5亿元，同比-24%，环比-55%。

## 点评：

**2025年制冷剂高景气延续，公司业绩同比高增：**随着二代制冷剂（HCFCs）配额进一步削减，三代制冷剂（HFCs）自2024年起实施生产配额制，制冷剂供给端持续收紧，叠加下游需求旺盛，制冷剂行业价格合理性回归上行，公司制冷剂相关产品盈利能力显著提升。2025年，公司制冷剂均价39490元/吨，同比+48%，销量34万吨，同比-3%；氟化工原料均价3483元/吨，同比-2%，销量35万吨，同比+1%；含氟聚合物材料均价37830元/吨，同比-3%，销量5万吨，同比+4%；含氟精细化学品均价59307元/吨，同比+8%，销量0.7万吨，同比+31%。制冷剂行业高景气延续，带动公司盈利能力显著提升，致2025年业绩同比大幅增长。

**展望2026年，供需格局延续不断优化趋势，看好行业景气持续上行：**在环保政策的驱动下，制冷剂已发展有四代产品：第一代制冷剂全球已经淘汰使用；第二代制冷剂发达国家已全面淘汰，发展中国家已于2015年启动相关淘汰进程；第三代制冷剂（HFCs）也已处于淘汰初期。2024年起我国HFCs正式进入配额时代，以不同品种HFCs总产量配额口径计算，2024-2026年我国HFCs生产配额分别为74.85、79.19、79.78万吨，内用生产配额分别为34.23、38.96、39.41万吨，可以看出在碳排放总量确定的前提下，我国HFCs总产量配额保持大致稳定。需求端，2026年国家补贴持续进行，消费提振政策持续性较强，有望持续刺激空调、汽车销量的增长，带动对应的制冷剂消费需求。伴随供需格局的持续优化，进入2026年Q1，产品市场价格延续上涨趋势，我们持续看好制冷剂行业景气度上行。

**盈利预测、估值与评级：**制冷剂景气上行，公司盈利能力持续提升，我们上调公司2026-2027年盈利预测，新增2028年盈利预测，预计2026-2028年公司归母净利润分别为59.49亿元（上调16%）/68.68亿元（上调9%）/75.12亿元，折合EPS分别为2.20/2.54/2.78元。维持公司“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期，技术迭代风险，产品价格大幅波动。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	24,462	26,991	32,040	35,981	37,520
营业收入增长率	18.43%	10.34%	18.71%	12.30%	4.28%
归母净利润（百万元）	1,960	3,783	5,949	6,868	7,512
归母净利润增长率	107.69%	93.07%	57.26%	15.43%	9.39%
EPS（元）	0.73	1.40	2.20	2.54	2.78
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.01%	18.52%	23.46%	22.38%	20.62%
P/E	46	24	15	13	12
P/B	5.1	4.4	3.6	3.0	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2026-04-23

## 买入（维持）

当前价：33.61元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

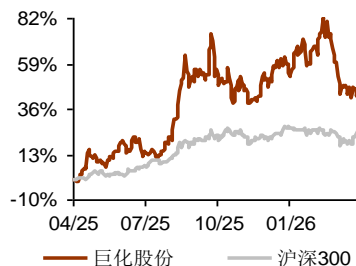
021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	27.00
总市值(亿元)	907.39
一年最低/最高(元)	23.79/43.92
近3月换手率	58.93%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.77	-15.53	11.70
绝对	-1.44	-13.75	38.09

资料来源：Wind

## 相关研报

制冷剂高景气延续，Q2业绩高增长——巨化股份（600160.SH）2025年半年度业绩预告点评（2025-07-10）

制冷剂景气上行，量价齐升驱动业绩增长——巨化股份（600160.SH）2024年年报&2025年一季度报点评（2025-05-01）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	24,462	26,991	32,040	35,981	37,520
营业成本	20,182	19,371	21,933	24,479	25,131
折旧和摊销	1,514	1,491	1,545	1,709	1,859
税金及附加	98	199	237	266	277
销售费用	121	145	173	194	202
管理费用	826	814	967	1,086	1,132
研发费用	1,054	1,120	1,330	1,493	1,557
财务费用	42	110	130	143	156
投资收益	139	128	128	128	128
营业利润	2,502	5,080	7,621	8,699	9,455
利润总额	2,497	5,074	7,616	8,693	9,450
所得税	321	750	1,125	1,285	1,396
净利润	2,177	4,324	6,491	7,409	8,053
少数股东损益	217	541	541	541	541
归属母公司净利润	1,960	3,783	5,949	6,868	7,512
EPS(元)	0.73	1.40	2.20	2.54	2.78

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,765	6,261	6,648	9,218	9,936
净利润	1,960	3,783	5,949	6,868	7,512
折旧摊销	1,514	1,491	1,545	1,709	1,859
净营运资金增加	1,276	-2,632	2,399	703	311
其他	-1,985	3,619	-3,245	-62	254
投资活动产生现金流	-2,258	-6,583	-1,936	-1,891	-1,891
净资本支出	-1,910	-5,490	-2,020	-2,020	-2,020
长期投资变化	2,535	2,652	0	0	0
其他资产变化	-2,883	-3,744	84	129	129
融资活动现金流	191	1,979	-2,186	-1,644	-1,898
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,228	2,081	-1,080	0	0
无息负债变化	489	3,897	-1,024	708	200
净现金流	748	1,614	2,526	5,683	6,147

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	17.5%	28.2%	31.5%	32.0%	33.0%
EBITDA 率	16.8%	27.8%	28.7%	29.0%	30.3%
EBIT 率	10.5%	22.2%	23.8%	24.3%	25.3%
税前净利润率	10.2%	18.8%	23.8%	24.2%	25.2%
归母净利润率	8.0%	14.0%	18.6%	19.1%	20.0%
ROA	7.8%	11.3%	15.6%	15.4%	14.7%
ROE (摊薄)	11.0%	18.5%	23.5%	22.4%	20.6%
经营性 ROIC	10.3%	19.9%	22.8%	25.2%	27.0%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	31%	38%	30%	28%	25%
流动比率	1.60	1.24	2.03	2.67	3.41
速动比率	1.14	0.97	1.68	2.32	3.06
归母权益/有息债务	4.64	3.46	5.25	6.35	7.54
有形资产/有息债务	6.88	6.12	8.19	9.56	10.91

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	27,914	38,208	41,568	48,146	54,642
货币资金	2,625	5,327	7,853	13,536	19,683
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	816	944	1,120	1,258	1,312
应收票据	207	163	194	217	227
其他应收款 (合计)	49	47	41	46	48
存货	2,283	2,471	2,413	2,693	2,764
其他流动资产	1,749	2,260	2,412	2,530	2,576
流动资产合计	7,949	11,376	14,216	20,483	26,818
其他权益工具	981	1,056	1,056	1,056	1,056
长期股权投资	2,535	2,652	2,652	2,652	2,652
固定资产	11,815	11,239	12,719	13,743	14,399
在建工程	2,549	8,811	7,658	6,794	6,145
无形资产	803	1,261	1,218	1,176	1,137
商誉	544	544	544	544	544
其他非流动资产	242	796	846	846	846
非流动资产合计	19,965	26,832	27,352	27,663	27,824
总负债	8,724	14,702	12,597	13,306	13,506
短期借款	832	881	0	0	0
应付账款	2,282	3,941	2,413	2,693	2,764
应付票据	698	2,113	2,393	2,671	2,742
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	25	41	92	131	146
流动负债合计	4,982	9,169	7,014	7,683	7,868
长期借款	2,708	4,459	4,459	4,459	4,459
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	713	808	858	898	913
非流动负债合计	3,742	5,533	5,583	5,623	5,638
股东权益	19,190	23,506	28,971	34,840	41,136
股本	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
公积金	5,691	5,948	6,018	6,018	6,018
未分配利润	9,211	11,615	16,469	21,797	27,551
归属母公司权益	17,792	20,433	25,356	30,684	36,438
少数股东权益	1,398	3,074	3,615	4,156	4,697

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.49%	0.54%	0.54%	0.54%	0.54%
管理费用率	3.38%	3.02%	3.02%	3.02%	3.02%
财务费用率	0.17%	0.41%	0.41%	0.40%	0.41%
研发费用率	4.31%	4.15%	4.15%	4.15%	4.15%
所得税率	13%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.23	0.38	0.57	0.65	0.71
每股经营现金流	1.02	2.32	2.46	3.41	3.68
每股净资产	6.59	7.57	9.39	11.37	13.50
每股销售收入	9.06	10.00	11.87	13.33	13.90

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	46	24	15	13	12
PB	5.1	4.4	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA	23.8	13.4	10.7	9.1	7.9
股息率	0.7%	1.1%	1.7%	1.9%	2.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼