

基础化工

2026年04月24日

巨化股份 (600160)

—— 制冷剂价格和盈利保持景气上行，石化、基化及含氟聚合物业务盈利承压

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2026年04月23日

收盘价 (元)	33.61
一年内最高/最低 (元)	43.92/24.10
市净率	4.4
股息率% (分红/股价)	1.22
流通A股市值 (百万元)	90,738
上证指数/深证成指	4,093.25/15,043.45

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年12月31日

每股净资产 (元)	7.57
资产负债率%	38.48
总股本/流通A股 (百万)	2,700/2,700
流通B股/H股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

王瑞健 A0230526020001
wangrj@swsresearch.com

联系人

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2025 年年报，业绩符合预期。**25 年公司实现营业收入 269.91 亿元 (YoY+10%)，归母净利润 37.83 亿元 (YoY+94%)，扣非后归母净利润 37.54 亿元 (YoY+97%)，实现毛利率 28.23% (YoY+10.73pct)，净利率 16.02% (YoY+7.12pct)，业绩符合预期。其中 25Q4 公司实现营业收入为 65.97 亿元 (YoY+1%，QoQ-7%)，归母净利润为 5.35 亿元 (yoy-23%，QoQ-55%)，扣非后归母净利润为 5.55 亿元 (YoY-23%，QoQ-53%)，实现毛利率 26.30% (YoY+7.30pct，QoQ-2.82pct)，净利率 10.63% (YoY-1.36pct，QoQ-8.45pct)。2025 年公司业绩同比增长的主要原因为：制冷剂价格与盈利保持景气上行。其中 25Q4 单季度归母净利润同环比下滑的主要原因为：1.计提资产减值损失 4.02 亿元，主要为全资子公司衢州巨化锦纶有限责任公司的环己酮、己内酰胺和丁酮肟生产装置的减值；2. R22 价格、盈利环比下滑；3.石化材料和基础化工产品价格盈利和销量同环比下滑。公司拟向全体股东按每股派发现金红利 0.38 元 (含税)，叠加 25 年前三季度现金分红 4.86 亿元，25 年合计派发现金分红 15.12 亿元，占当期归母净利润的 39.96%。
- **25 年整体制冷剂价格及盈利保持上行，4Q25 年二代制冷剂 R22 价格和盈利环比下滑，进入 26 年三代制冷剂产品价格继续上行，长周期景气逻辑继续。**25 年公司制冷剂外销量 34.30 万吨 (YoY-3%)，销售均价 39490 元/吨 (YoY+48%)，毛利润 65.40 亿元 (YoY+139%)，毛利率 50.81% (YoY+21.74pct)，其中 25Q4 制冷剂销量 11.24 万吨 (YoY+5.4%，QoQ+47.8%)，销售均价 37307 元/吨 (YoY+27%，QoQ-13%)，季度均价环比下行主要是 R22 价格下跌拖累整体均价，根据百川盈孚数据，R22 市场均价自 25Q3 的 35879 元/吨下滑至 25Q4 的 18608 元/吨。2025 年子公司衢化氟化学实现净利润 34.56 亿元 (YoY+147%)，淄博飞源化工净利润 10.93 亿元 (YoY+134%)。在全球配额制的约束下，三代制冷剂价格上涨趋势持续。据氟务在线，二季度空调企业长协价继续上调，R32 价格上调 1000 元/吨，成交价格 62700-63000 元/吨，R410a 价格上调 1600 元/吨，价格区间 56700-58000 元/吨。现货价继续上涨，根据卓创资讯，截止 4 月 22 日，浙江主流大厂 R32/R125/R134a 报价分别为 6.55/6.00/6.20 万元/吨 (内外贸同价)，较 26Q1 均价分别提升 3144/5267/4700 元/吨。
- **受行业低端产能释放影响，含氟精细化学品及含氟聚合物业务承压，公司未来重点布局高端含氟聚合物及含氟精细化学品。**25 年公司含氟精细化学品实现销量 0.66 万吨 (YoY+31%)，销售均价 59307 元/吨 (YoY+8%)，毛利润 0.15 亿元 (YoY -69%)，毛利率 3.81% (YoY-12.16pct)；含氟聚合物实现销量 4.92 万吨 (YoY+4%)，销售均价 37830 元/吨 (YoY-3%)，毛利润-0.38 亿元 (同比转亏)，毛利率-2.03% (YoY-4.28pct)。当前我国氟聚合物仍处于大而不对的局面，高端产品仍受制于国外，公司本埠高品质可熔氟树脂、全氟磺酸树脂等项目和甘肃巨化高性能氟氯新材料一体化项目的建设，将助推公司氟化工业务整体高端化升级进阶。公司的 5000 吨/年巨芯冷却液项目一期 1000 吨/年运行状况良好，全氟聚醚 JHT 系列产品，可以为半导体生产、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、高精度清洗、恶劣环境润滑解决方案。JX 浸没式冷却液，为单相浸没式数据中心冷却液，替代数据中心作为计算、存储、信息交互场所传统的散热方式，或充分受益液冷浪潮。
- **受需求疲软影响，基础化工、石化材料、包装材料业务价格下滑、盈利承压。**25 年公司石化材料实现销量 53.95 万吨 (YoY+3%)，销售均价 6944 元/吨 (YoY-10%)，毛利润-1.16 亿元 (同比转亏)，毛利率-3.10% (YoY-10.32pct)；基础化工产品实现销量 183.92 万吨 (YoY+)，销售均价 元/吨 (YoY-%)，毛利润 . 亿元 (YoY-%)，毛利

率 23.89% (YoY-1.85pct)；氟化工原料实现销量 35.00 万吨 (YoY+1%)，销售均价 3483 元/吨 (YoY-2%)，毛利润 0.94 亿元 (YoY-9%)，毛利率 7.66% (YoY-1.20pct)；食品包装材料实现销量 6.73 万吨 (YoY-20%)，销售均价 10850 元/吨 (YoY-2%)，毛利润 1.88 亿元 (YoY-14%)，毛利率 23.86% (YoY+0.44pct)。此外，由于国内己内酰胺行业产能严重过剩、下游需求持续低迷，公司调整石化板块产业，退出环己酮-己内酰胺产业。

- **投资分析意见：**在全球供给严格约束下，行业格局优化叠加下游需求的增长将带来制冷剂价格价格的持续向上，制冷剂作为功能性制剂、“刚需消费品”属性与“特许经营”商业模式的“基因”正在逐步形成，公司涨价弹性大，考虑到制冷剂价格的持续上行，我们维持公司 2026-2027 年归母净利润预测分别为 58.23、75.68 亿元，新增 2028 年预测为 90.82 亿元，对应 EPS 分别为 2.16、2.80、3.36 元，当前市值对应 PE 为 16、12、10 倍，维持增持评级。
- **风险提示：**1.下游空调、汽车产量大幅下滑；2.制冷剂价格下跌；3.原料价格大涨；4.新项目进展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	24,463	26,991	33,532	36,005	38,209
同比增长率 (%)	18.4	10.3	24.2	7.4	6.1
归母净利润 (百万元)	1,947	3,783	5,823	7,568	9,082
同比增长率 (%)	107.7	94.3	53.9	30.0	20.0
每股收益 (元/股)	0.73	1.40	2.16	2.80	3.36
毛利率 (%)	17.5	28.2	31.8	35.8	39.2
ROE (%)	11.0	18.5	23.6	25.3	25.3
市盈率	47	24	16	12	10

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	24,463	26,991	33,532	36,005	38,209
其中：营业收入	24,463	26,991	33,532	36,005	38,209
减：营业成本	20,182	19,371	22,870	23,126	23,240
减：税金及附加	106	199	168	180	191
主营业务利润	4,175	7,421	10,494	12,699	14,778
减：销售费用	121	145	168	180	191
减：管理费用	831	814	1,107	1,080	1,146
减：研发费用	1,054	1,120	1,509	1,548	1,528
减：财务费用	46	110	88	42	25
经营性利润	2,123	5,232	7,622	9,849	11,888
加：信用减值损失 (损失以“-”填列)	14	-13	0	0	0
加：资产减值损失 (损失以“-”填列)	-86	-450	-75	-75	-75
加：投资收益及其他	436	328	334	517	545
营业利润	2,485	5,080	7,881	10,290	12,358
加：营业外净收入	-5	-5	-5	-5	-5
利润总额	2,480	5,074	7,876	10,285	12,353
减：所得税	321	750	1,162	1,500	1,803
净利润	2,159	4,324	6,714	8,785	10,550
少数股东损益	212	541	891	1,217	1,467
归属于母公司所有者的净利润	1,947	3,783	5,823	7,568	9,082

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysec.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysec.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysec.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysec.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。