

公司研究 | 点评报告 | 巨化股份 (600160.SH)

制冷剂板块稳步向上，非制冷剂业务有所下滑

报告要点

巨化股份发布 2025 年报，全年实现收入 269.9 亿元（同比+10.3%），实现归属净利润 37.8 亿元（同比+94.3%），实现归属扣非净利润 37.5 亿元（同比+97.2%）。其中 Q4 单季度实现收入 66.0 亿元（同比+0.6%，环比-6.6%），实现归属净利润 5.4 亿元（同比-23.8%，环比-55.3%），实现归属扣非净利润 5.5 亿元（同比-22.8%，环比-52.7%）。

分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002

SFC: BUT911



王呈

SAC: S0490525040004

制冷剂板块稳步向上，非制冷剂业务有所下滑

事件描述

巨化股份发布 2025 年报，全年实现收入 269.9 亿元（同比+10.3%），实现归属净利润 37.8 亿元（同比+94.3%），实现归属扣非净利润 37.5 亿元（同比+97.2%）。其中 Q4 单季度实现收入 66.0 亿元（同比+0.6%，环比-6.6%），实现归属净利润 5.4 亿元（同比-23.8%，环比-55.3%），实现归属扣非净利润 5.5 亿元（同比-22.8%，环比-52.7%）。

事件评论

- **2025 年制冷剂板块持续向上，非制冷剂业务产品延续“供强需弱”供需格局，市场竞争激烈。制冷剂板块实现收入 128.7 亿元（同比+36.9%），毛利率 50.8pct（同比+21.7pct），根据百川盈孚，2025 年制冷剂 R22、R32、R134a、R125 均价同比 2024 年分别上涨 11.4%、63.0%、50.7%、22.5%至 3.07、5.38、4.97、4.51 万元/吨，国家统计局显示 2025 年空调、汽车产同比分别增长 0.7%、9.8%，汽车产量为需求较为稳定，配额制下面三代制冷剂产品价格稳步向上。氟化工原料收入 12.3 亿元（同比-5.8%），毛利率 7.7%（同比-1.2pct）；石化材料收入 37.5 亿元（同比-7.1%），毛利率-3.1%（同比-10.3pct），基础化工品收入 28.9 亿元（同比-4.5%），毛利率 23.9%（同比-1.9pct）；含氟聚合物收入 18.6 亿元（同比+1.1%），毛利率-2.0%（同比-4.3pct）；食品包装材料收入 7.9 亿元（同比-15.4%），毛利率 23.9%（同比+0.4pct），含氟精细化学品实现收入 3.9 亿元（同比+31.0%），毛利率 3.8%（同比-12.2pct），非氟制冷剂业务产品价格已经历近几年的深度下跌，市场风险释放较为充分，其盈利水平和盈利比重处于低位，集中资源和力量投入甘肃巨化氟氯一体化项目建设，提高产业竞争优势。从利润总额的角度，公司制冷剂等主要产品价格上涨增利 38.8 亿元，石化材料等主要产品价格下跌减利 7.6 亿元，合计增利 31.3 亿元。**
- **2025Q4 计提减值，非制冷剂业务进一步触底，轻装上阵。**本年度公司对全资子公司巨化锦纶的环己酮、己内酰胺和丁酮生产装置，进行减值测试并计提资产减值准备合计 3.21 亿元。公司 2025Q4 制冷剂销量 11.2 万吨（环比增加 47.8%），均价 3.73 万元/吨（环比下滑 13.1%）。根据百川盈孚，25Q4R22、R32、R134a、R125 内销价格为 17295、62934、55267、45861 元/吨，环比变化-50.7%、9.1%、8.8%、0.8%，R22 价格阶段性下滑，三代结构差异性变化影响 Q4 均价。非制冷剂板块进一步承压，石化材料板块、基础化工板块均价分别为 6435、1341 元/吨，环比变化-7.5%、-7.9%，价格进一步下行。
- **展望后市，压力测试下制冷剂维持上涨，短期由于战争导致的物流原因有望恢复。**截至 2026 年 4 月 27 日，R22、R32、R134a、R125 现价分别为 2.05、6.35、6.15、5.50 万元/吨，较年初上涨 28%、0.8%、6.0%、14.6%。从一季度市场出口量来看，2026 年 1-3 月，R32、R134a、R125 (>40%) 总出口为 0.4、1.3、0.8 万吨，同比下滑 56%、15%、13%。3 月以来美以伊战事持续发酵，霍尔木兹海峡等核心航运通道受阻，海外客户因物流成本上涨纷纷取消或推迟订单，多家企业暂停中东出口业务，导致出口规模下滑。2026 年为印度等国家基线年最后一年，预计出口量将在战争形势缓和之后快速提升。
- 制冷剂行业右侧持续启动，公司作为行业龙头企业，有望充分受益行业景气度提升，预计 2026-2028 年业绩为 57.3、72.4、88.8 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

- 1、行业技术突破；
- 2、政策调整的风险。

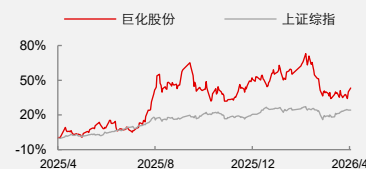
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	35.88
总股本(万股)	269,975
流通A股/B股(万股)	269,975/0
每股净资产(元)	7.57
近12月最高/最低价(元)	43.92/25.16

注：股价为 2026 年 4 月 27 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《业绩同比实现大幅增长，制冷剂上行趋势持续》2025-10-28
- 《业绩同比大幅增长，制冷剂新业态认知逐步形成》2025-08-28
- 《业绩同比实现大幅增长，制冷剂价值进一步凸显》2025-07-11



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、**行业技术突破**：三代制冷剂的替代品为四代制冷剂，目前的四代制冷剂在替代三代上面有较大难度，但也存在技术突破下，研发出新的替代品的风险。
- 2、**政策调整的风险**：制冷剂行业受制于配额管控，存在政策调整配使得供给端发生变化的风险。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	26991	26873	29132	31609	货币资金	5327	2661	8239	9269
营业成本	19371	16948	17023	17116	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	7620	9924	12109	14493	应收账款	944	808	1091	970
%营业收入	28%	37%	42%	46%	存货	2471	1689	2489	1711
营业税金及附加	199	199	215	234	预付账款	144	126	127	127
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	2490	2533	2643	2827
销售费用	145	145	157	170	流动资产合计	11376	7818	14589	14905
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	2652	2768	2885	3002
管理费用	814	811	879	954	投资性房地产	51	48	45	42
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	11245	10561	9841	9085
研发费用	1120	1115	1209	1312	无形资产	1261	1720	2178	2637
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	544	544	544	544
财务费用	110	0	0	0	递延所得税资产	150	150	150	150
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	10929	16828	22726	28624
加: 资产减值损失	-450	-276	-276	-276	资产总计	38208	40437	52959	58990
信用减值损失	-13	0	0	0	短期贷款	881	881	881	881
公允价值变动收益	1	0	0	0	应付款项	3941	1535	3966	1565
投资收益	128	127	138	149	预收账款	0	0	0	0
营业利润	5080	7689	9708	11912	应付职工薪酬	75	66	66	67
%营业收入	19%	29%	33%	38%	应交税费	423	422	457	496
营业外收支	-5	0	0	0	其他流动负债	3847	1941	3722	1964
利润总额	5074	7689	9708	11912	流动负债合计	9169	4845	9093	4973
%营业收入	19%	29%	33%	38%	长期借款	4459	4459	4459	4459
所得税费用	750	1136	1435	1760	应付债券	0	0	0	0
净利润	4324	6553	8274	10152	递延所得税负债	27	27	27	27
归属于母公司所有者的净利润	3783	5733	7238	8881	其他非流动负债	1047	1047	1047	1047
少数股东损益	541	820	1035	1270	负债合计	14702	10377	14626	10506
EPS (元)	1.40	2.12	2.68	3.29	归属于母公司所有者权益	20433	26166	33404	42285
					少数股东权益	3074	3894	4929	6199
现金流量表 (百万元)					股东权益	23506	30059	38333	48485
	2025A	2026E	2027E	2028E	负债及股东权益	38208	40437	52959	58990
经营活动现金流净额	6261	4539	12773	8216					
取得投资收益收回现金	51	127	138	149	基本指标				
长期股权投资	-117	-117	-117	-117		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-5490	-7189	-7191	-7192	每股收益	1.40	2.12	2.68	3.29
其他	-1027	-26	-26	-26	每股经营现金流	2.32	1.68	4.73	3.04
投资活动现金流净额	-6583	-7205	-7196	-7185	市盈率	25.63	16.90	13.38	10.91
债券融资	0	0	0	0	市净率	4.74	3.70	2.90	2.29
股权融资	1281	0	0	0	EV/EBITDA	13.77	11.01	8.49	7.00
银行贷款增加(减少)	3780	0	0	0	总资产收益率	9.9%	14.2%	13.7%	15.1%
筹资成本	-948	0	0	0	净资产收益率	18.5%	21.9%	21.7%	21.0%
其他	-2133	0	0	0	净利率	14.0%	21.3%	24.8%	28.1%
筹资活动现金流净额	1979	0	0	0	资产负债率	38.5%	25.7%	27.6%	17.8%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	1614	-2666	5578	1030	总资产周转率	0.81	0.68	0.62	0.56

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。