

巨化股份（600160）

证券研究报告
2026年05月27日

制冷剂景气助力盈利上行，甘肃项目持续推进

事件

公司发布25年年报，2025年公司实现收入270亿元，同比+10%；实现归母净利润38亿元，同比+94%（预增公告中归母净利润数据为35.4-39.4亿元，中值为37.4亿元）。25年公司毛利率/净利率分别为28%/16%，同比增加10.7/7.1个百分点；25年公司毛利为76亿元，同比+78%。

公司毛利主要来源为制冷剂、化工品板块

1) 公司毛利的主要来源为制冷剂板块（毛利占比86%）、基础化工品板块（毛利占比9%）。25年制冷剂板块毛利为65.4亿元，同比+139%；基础化工品板块毛利为6.9亿元，同比-11%。2) 公司非氟制冷剂业务产品延续“供需弱”供需格局，市场竞争激烈，25年公司石化材料/含氟聚合物材料板块毛利为负值，分别为-1.2亿元/-0.4亿元，24年上述板块毛利分别为2.9亿元/0.4亿元，但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。

制冷剂板块持续受益于行业景气上行

公司核心产品第三代氟制冷剂在生产配额的约束下，过剩产能去化，下游需求良好，且经过2024年配额制运行，历史“囤货”去化，行业供需格局、竞争格局、市场格局、竞争秩序和行业生态持续改善，产品价格延续从“内卷式”竞争的底位回升趋势，持续恢复性上涨。制冷剂景气上行在公司报表中得到充分反应，25年制冷剂收入129亿元，同比+37%，收入占公司总收入的48%。2025年，公司制冷剂单价为3.95万元/吨，较24年上行1.27万元/吨；公司制冷剂单吨毛利为1.91万元/吨，同比增加1.13万元/吨。

26年持续推进资本开支计划，25年分红比例40%。

1) 25年公司经营现金流净额为63亿元（24年为27.65亿元），资本开支为56亿元（24年为19亿元）。26年公司计划固定资产投资费用为93亿元，26年公司拟融资90亿元（短期15+长期75亿元）以满足经营、项目建设及对外投资需求。2025年，公司重点在建项目甘肃巨化新材料有限公司高性能氟氯新材料一体化提升项目环评获批，在建2万吨H-R1234yf、拟建1.5万吨T-R1234yf装置，截至25年该项目工程进度为23%。2) 25年公司现金分红15.1亿元（含税），股利支付率40%（24年股利支付率为32%）。

盈利预测：考虑到制冷剂价格持续上升，其他板块后续或有盈利修复空间，预计公司2026-2028年归母净利润分别为59.1、68.5、77.3亿元（26-27年前值为54.3、65.9亿元），维持“增持”的投资评级。

风险提示：制冷剂需求不及预期、产品价格波动风险、新项目建设不达预期风险、业绩预测风险。

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,462.37	26,990.87	31,003.44	32,957.31	35,064.33
增长率(%)	18.43	10.34	14.87	6.30	6.39
EBITDA(百万元)	4,971.78	8,530.48	9,523.77	10,728.36	11,857.87
归属母公司净利润(百万元)	1,959.53	3,783.23	5,909.13	6,845.52	7,730.25
增长率(%)	107.69	93.07	56.19	15.85	12.92
EPS(元/股)	0.73	1.40	2.19	2.54	2.86
市盈率(P/E)	49.27	25.52	16.34	14.10	12.49
市净率(P/B)	5.43	4.72	3.93	3.29	2.78
市销率(P/S)	3.95	3.58	3.11	2.93	2.75
EV/EBITDA	13.29	12.32	10.89	9.01	7.89

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	35.76元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,699.75
流通A股股本(百万股)	2,699.75
A股总市值(百万元)	96,542.92
流通A股市值(百万元)	96,542.92
每股净资产(元)	8.01
资产负债率(%)	38.41
一年内最高/最低(元)	43.92/25.50

作者

邢颜凝 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070006
xingyanning@tfzq.com

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《巨化股份-季报点评:三季度净利润同比高增长，制冷剂行业景气持续》2025-11-06
- 《巨化股份-首次覆盖报告:制冷剂景气上行与多板块布局助力氟化工龙头成长》2025-10-16
- 《巨化股份-首次覆盖报告:制冷剂持续景气，氟化工龙头业绩反转》2017-05-08

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,625.01	5,327.27	8,997.76	6,090.07	9,890.64
应收票据及应收账款	1,022.59	1,106.91	1,339.17	1,261.06	1,505.40
预付账款	205.42	144.09	224.96	154.52	239.26
存货	2,283.12	2,470.52	1,506.46	2,582.91	1,660.62
其他	1,812.67	2,327.18	1,747.07	1,985.97	2,015.58
流动资产合计	7,948.81	11,375.97	13,815.42	12,074.54	15,311.51
长期股权投资	2,534.64	2,651.52	2,651.52	2,651.52	2,651.52
固定资产	11,815.23	11,244.65	9,828.88	8,413.11	6,997.33
在建工程	2,614.54	8,847.63	18,147.63	19,647.63	21,147.63
无形资产	802.63	1,261.22	1,213.74	1,166.26	1,118.78
其他	2,197.76	2,827.01	2,382.79	2,421.68	2,508.36
非流动资产合计	19,964.80	26,832.04	34,224.57	34,300.20	34,423.63
资产总计	27,913.61	38,208.01	48,039.99	46,374.74	49,735.14
短期借款	831.64	881.25	2,381.25	770.00	770.00
应付票据及应付账款	2,980.03	6,054.58	3,484.90	6,324.17	3,854.69
其他	1,170.48	2,232.98	1,031.64	1,573.20	1,227.30
流动负债合计	4,982.15	9,168.81	6,897.79	8,667.37	5,851.99
长期借款	2,707.56	4,458.86	11,958.86	2,970.00	2,970.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,034.00	1,074.04	952.10	1,020.05	1,015.40
非流动负债合计	3,741.55	5,532.91	12,910.96	3,990.05	3,985.40
负债合计	8,723.70	14,701.71	19,808.76	12,657.42	9,837.38
少数股东权益	1,398.32	3,073.55	3,665.25	4,350.70	5,124.75
股本	2,699.75	2,699.75	2,699.75	2,699.75	2,699.75
资本公积	4,670.75	4,668.02	4,668.02	4,668.02	4,668.02
留存收益	10,231.29	12,895.19	17,031.58	21,823.45	27,234.62
其他	189.80	169.80	166.64	175.41	170.62
股东权益合计	19,189.91	23,506.30	28,231.23	33,717.33	39,897.76
负债和股东权益总计	27,913.61	38,208.01	48,039.99	46,374.74	49,735.14

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	2,176.66	4,324.41	5,909.13	6,845.52	7,730.25
折旧摊销	1,548.15	1,518.39	1,463.26	1,463.26	1,463.26
财务费用	72.50	140.79	150.72	127.76	98.78
投资损失	(138.59)	(127.57)	(127.57)	(127.57)	(127.57)
营运资金变动	(1,206.60)	(973.97)	(1,645.94)	2,243.07	(2,343.12)
其它	312.69	1,378.54	845.28	979.23	1,105.78
经营活动现金流	2,764.82	6,260.59	6,594.88	11,531.26	7,927.39
资本支出	4,237.69	7,688.49	9,421.94	1,432.05	1,504.65
长期投资	241.41	116.88	0.00	0.00	0.00
其他	(6,737.24)	(14,388.14)	(18,592.61)	(2,804.48)	(2,877.08)
投资活动现金流	(2,258.14)	(6,582.77)	(9,170.67)	(1,372.43)	(1,372.43)
债权融资	1,186.09	1,970.89	8,275.77	(10,727.87)	(98.78)
股权融资	(566.34)	(508.69)	(2,029.48)	(2,338.65)	(2,655.61)
其他	(428.55)	516.67	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	191.19	1,978.87	6,246.29	(13,066.52)	(2,754.39)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	697.87	1,656.69	3,670.50	(2,907.69)	3,800.57

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	24,462.37	26,990.87	31,003.44	32,957.31	35,064.33
营业成本	20,181.87	19,370.58	20,453.06	21,031.07	21,823.91
营业税金及附加	97.84	199.40	163.06	173.34	184.42
销售费用	120.59	145.43	176.25	187.36	199.34
管理费用	826.08	814.43	1,003.14	1,066.36	1,134.53
研发费用	1,054.15	1,120.35	1,374.99	1,461.65	1,555.09
财务费用	41.84	110.25	150.72	127.76	98.78
资产/信用减值损失	(71.85)	(463.32)	(97.95)	(99.10)	(103.43)
公允价值变动收益	(2.38)	1.25	0.00	0.00	0.00
投资净收益	138.59	127.57	127.57	127.57	127.57
其他	298.04	183.73	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,502.41	5,079.66	7,711.85	8,938.25	10,092.40
营业外收入	11.99	7.64	7.00	8.88	7.84
营业外支出	17.10	13.10	6.00	12.06	10.39
利润总额	2,497.30	5,074.20	7,712.85	8,935.06	10,089.85
所得税	320.65	749.79	958.43	1,110.31	1,253.81
净利润	2,176.66	4,324.41	6,754.41	7,824.75	8,836.04
少数股东损益	217.12	541.18	845.28	979.23	1,105.78
归属于母公司净利润	1,959.53	3,783.23	5,909.13	6,845.52	7,730.25
每股收益(元)	0.73	1.40	2.19	2.54	2.86

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	18.43%	10.34%	14.87%	6.30%	6.39%
营业利润	130.25%	102.99%	51.82%	15.90%	12.91%
归属于母公司净利润	107.69%	93.07%	56.19%	15.85%	12.92%
获利能力					
毛利率	17.50%	28.23%	34.03%	36.19%	37.76%
净利率	8.01%	14.02%	19.06%	20.77%	22.05%
ROE	11.01%	18.52%	24.05%	23.31%	22.23%
ROIC	14.31%	23.60%	31.57%	25.02%	30.26%
偿债能力					
资产负债率	31.25%	38.48%	41.23%	27.29%	19.78%
净负债率	6.29%	2.49%	18.92%	-6.97%	-15.42%
流动比率	1.60	1.24	2.00	1.39	2.62
速动比率	1.14	0.97	1.78	1.10	2.33
营运能力					
应收账款周转率	18.57	25.35	25.35	25.35	25.35
存货周转率	12.09	11.36	15.59	16.12	16.53
总资产周转率	0.95	0.82	0.72	0.70	0.73
每股指标(元)					
每股收益	0.73	1.40	2.19	2.54	2.86
每股经营现金流	1.02	2.32	2.44	4.27	2.94
每股净资产	6.59	7.57	9.10	10.88	12.88
估值比率					
市盈率	49.27	25.52	16.34	14.10	12.49
市净率	5.43	4.72	3.93	3.29	2.78
EV/EBITDA	13.29	12.32	10.89	9.01	7.89
EV/EBIT	19.11	14.93	12.87	10.43	9.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风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。天风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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com