仅供内部参考，请勿外传！

巨化股份（600160.SH）

出口受阻影响制冷剂销量，三季度业绩阶段性承压

优于大市

核心观点

公司2026年前三季度归母净利润34.22亿元，同比增长5.34%。根据公司公告，2026年前三季度公司实现营业收入190.86亿元，同比-6.41%；实现归母净利润34.22亿元，同比+5.34%；实现扣非后归母净利润33.77亿元，同比+5.55%。单三季度看，公司实现营收57.46亿元，同比-18.64%，环比-21.53%；实现归母净利润7.71亿元，同比-35.58%，环比-47.78%；实现扣非后归母净利润7.49亿元，同比-36.13%，环比-48.81%。公司前三季度累计利润仍保持增长，但三季度单季承压明显，一方面由于地缘冲突持续，对出口业务形成扰动，海外市场拓展承压，影响了公司制冷剂销售量；另一方面受国际油价上涨等因素影响，硫磺、甘油、无水氟化氢、硫酸等原料涨幅明显，公司三季度毛利率下滑。

制冷剂板块仍是公司盈利核心，配额制下“量缩价升”特征延续。随着HFCs配额制运行，其功能性制剂的商品本质特征和特定商业模式的内在价值与认识逐步显现。基于《蒙特利尔条约》基加利修正案这一全球协议，我国HFCs实行生产配额制并拥有全球80%以上的配额，形成了“全球特许经营”的商业模式。公司2026年获批的HFCs生产配额为29.99万吨，占全国同类品种合计份额的39.30%，配额总量绝对领先，各主流品种份额领先，牢固确立公司在市场上的主导权。

含氟聚合物高端化开启第二成长曲线。报告期内，公司含氟聚合物材料业务实现营业收入17.43亿元，同比增长26.61%；外销量3.99万吨，同比增长9.56%。公司在高端含氟聚合物领域取得"里程碑"式突破，1万吨高纯PFA装置已于5月建成投产。PFA作为半导体先进制程中不可或缺的关键材料，长期被海外巨头垄断，公司产品经半导体客户验证，关键金属离子析出量稳定控制在ppt（万亿分之一）级别，总金属离子析出量稳定控制在ppb（十亿分之一）级别，满足SEMI F57标准，实现了高端半导体材料的国产化突破，将为公司开辟了第二成长曲线。

数据中心散热需求快速增长，液冷业务打开成长空间。随着AI技术发展，服务器功率密度大幅提升，浸没式液冷成为未来趋势，带动上游冷却液需求快速增长。公司前瞻性布局了全氟聚醚、氢氟醚等系列氟化液产品，广泛应用于半导体制造、精密清洗及数据中心、新能源领域的热管理。报告期内，公司含氟精细化学品业务实现营业收入2.84亿元，同比增长52.81%，外销量0.42万吨，同比增长41.64%。公司控股子公司创氟高科规划的5000吨/年巨芯冷却液项目中，一期1000吨/年装置运行状况良好，该项目产品主要有JHT电子流体系列、JHLO润滑油系列以及JX浸没式冷却液等产品。作为全氟聚醚新材料，具有优异的电绝缘、无腐蚀、低挥发、热稳定性好等优点，广泛应用于半导体、数据中心、电子、机械、核工业、航空航天等领域。

风险提示：氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

投资建议：公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著，且财务结构健康。氟制冷剂方面，公司制冷剂配额居全球第一，将直接受益制冷剂长期景气度提升。氟精细化学品及氟材料方面，随着我国人们生活水平不断改善和战略性新兴产业迅猛发展，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。从公司自身内生效益来看，多

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林
010-88005379
yanglin6@guosen.com.cn
S0980520120002

证券分析师：张歆钰
021-60375408
zhangxinyu4@guosen.com.cn
S0980524080004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	29.26元
总市值/流通市值	78995/78995百万元
52周最高价/最低价	58.00/27.45元
近3个月日均成交额	1088.74百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《巨化股份（600160.SH）-制冷剂价格持续上行，2026年上半年利润同比高增》——2026-08-26
《巨化股份（600160.SH）-2025年业绩高速增长，制冷剂景气度延续》——2026-04-23
《巨化股份（600160.SH）-三代制冷剂景气周期延续，制冷剂均价逐季持续提升》——2025-10-24
《巨化股份（600160.SH）-制冷剂价格持续提升，液冷业务打开成长空间》——2025-08-28
《巨化股份（600160.SH）-制冷剂价格持续上涨，2025年上半年业绩高速增长》——2025-07-09

仅供内部参考，请勿外传！

年来，公司持续加大氟氯先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。考虑到中东战争对制冷剂出口量的影响，谨慎下调公司盈利预测：预计 2026-2028 年归母净利润为 44.47/61.58/69.96 亿元（前值为 55.43/66.73/73.82 亿元），对应 EPS 为 1.68/2.28/2.59 元，对应当前股价对应 PE 为 17.8/12.8/11.3X。维持“优于大市”评级。

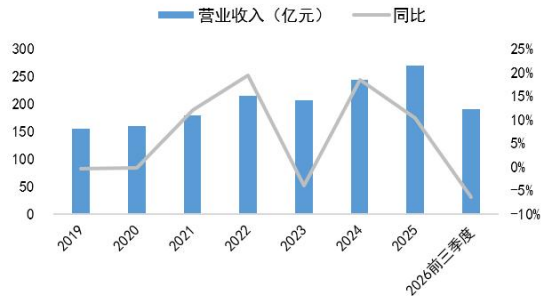
盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,462	26,991	30,368	32,972	32,584
(+/-%)	18.4%	10.3%	12.5%	8.6%	-1.2%
归母净利润(百万元)	1960	3783	4447	6158	6996
(+/-%)	107.7%	93.1%	17.5%	38.5%	13.6%
每股收益（元）	0.73	1.40	1.65	2.28	2.59
EBIT Margin	8.9%	19.8%	21.5%	25.7%	29.1%
净资产收益率（ROE）	11.0%	18.5%	18.9%	22.1%	21.4%
市盈率（PE）	40.3	20.9	17.8	12.8	11.3
EV/EBITDA	23.7	13.7	11.2	8.7	7.8
市净率（PB）	4.44	3.87	3.35	2.84	2.41

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

仅供内部参考，请勿外传！

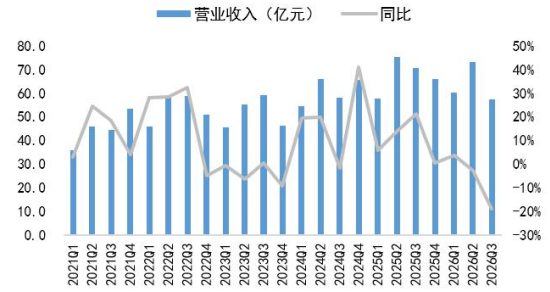
公司 2026 年前三季度归母净利润 34.22 亿元，同比增长 5.34%。根据公司公告，2026 年前三季度公司实现营业收入 190.86 亿元，同比-6.41%；实现归母净利润 34.22 亿元，同比+5.34%；实现扣非后归母净利润 33.77 亿元，同比+5.55%。单三季度看，公司实现营收 57.46 亿元，同比-18.64%，环比-21.53%；实现归母净利润 7.71 亿元，同比-35.58%，环比-47.78%；实现扣非后归母净利润 7.49 亿元，同比-36.13%，环比-48.81%。公司前三季度累计利润仍保持增长，但三季度单季承压明显，一方面由于地缘冲突持续，对出口业务形成扰动，海外市场拓展承压，影响了公司制冷剂销售量；另一方面受国际油价上涨等因素影响，硫磺、甘油、无水氟化氢、硫酸等原料涨幅明显，公司三季度毛利率下滑。

图1：巨化股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



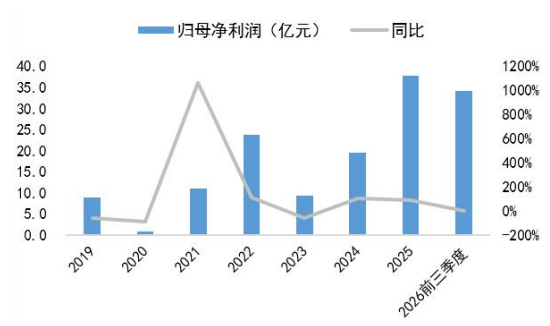
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：巨化股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



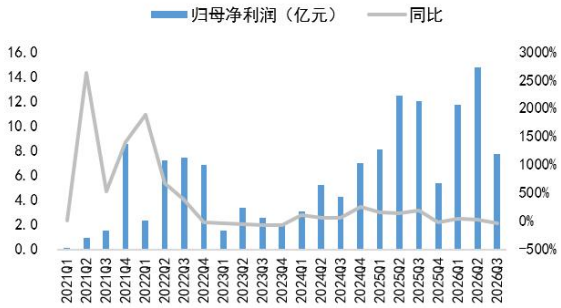
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：巨化股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：巨化股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



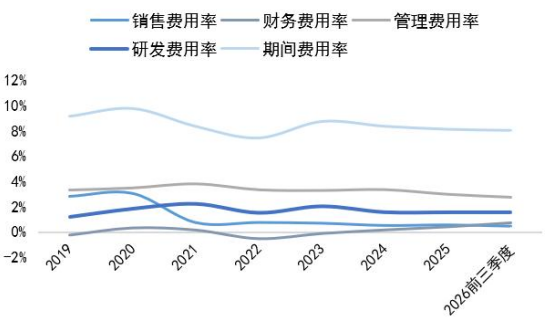
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：巨化股份利润率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理测算

图6：巨化股份期间费用率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理测算

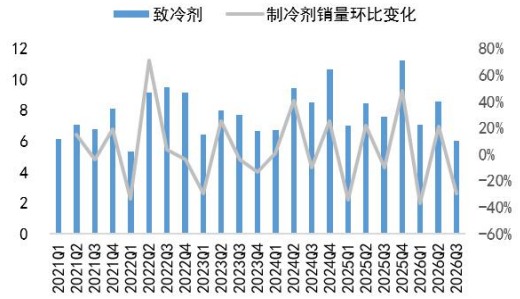
仅供内部参考，请勿外传！

制冷剂板块仍是公司盈利核心，配额制下“量缩价升”特征延续。随着 HFCs 配额制运行，其功能性制剂的商品本质特征和特定商业模式的内在价值与认识逐步显现。基于《蒙特利尔条约》基加利修正案这一全球协议，我国 HFCs 实行生产配额制并拥有全球 80%以上的配额，形成了“全球特许经营”的商业模式。公司 2026 年获批的 HFCs 生产配额为 29.99 万吨，占全国同类品种合计份额的 39.30%，配额总量绝对领先，各主流品种份额领先，牢固确立公司在市场上的主导权。

公司制冷剂量价方面：2026 年前三季度，公司制冷剂销量达 21.61 万吨，同比下降 6.31%，其中第三季度销量达 6.01 万吨，同比下降 21.0%，环比下降 29.7%；第三季度制冷剂均价为 4.41 万元/吨，同比提升 2.8%，环比下降 4.8%。

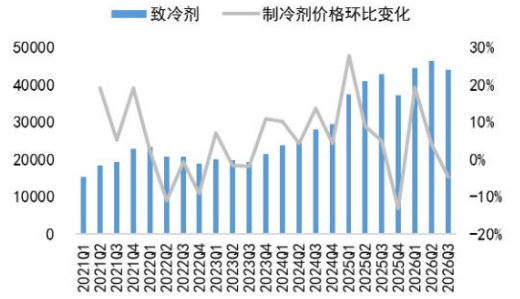
三季度、四季度行业长协价格仍延续上涨，核心品种如 R32 三季度长协价环比上涨 2900 元/吨，四季度上涨 500 元/吨，表明配额约束下龙头议价能力仍然较强。但三季度公司利润下滑，核心是销量端受出口发货节奏、地缘扰动影响，三季度产品产销量下降进一步压制单季盈利。因此，短期制冷剂呈现“价格向上、销量承压”的情况，但中长期供给受限、需求刚性的逻辑未变。

图7：巨化股份制冷剂销量（万吨）及环比变化（右轴）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理测算

图8：巨化股份制冷剂均价（元/吨）及环比变化（右轴）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理测算

制冷剂市场价格方面：R22 价格季节性回落，2026 年 Q3 均价为 2.26 万元/吨；据氟务在线，截至 10 月 24 日，R22 现货报价回落至 1.8-2.0 万元/吨。R32 2026 年 Q3 均价达 6.36 万元/吨，市场报价提升至 6.5-6.6 万元/吨。R134a 2026 年 Q3 均价上涨至 6.37 万元/吨，当前报价上涨至 6.5-7.0 万元/吨。R410a 受 R32 及 R125 提价带动，2026 年 Q3 均价达 5.85 万元/吨，当前报价跟涨至 6.0-6.1 万元/吨。

图9：二代制冷剂 R22 价格及价差（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图10：三代制冷剂 R32 价格及价差（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

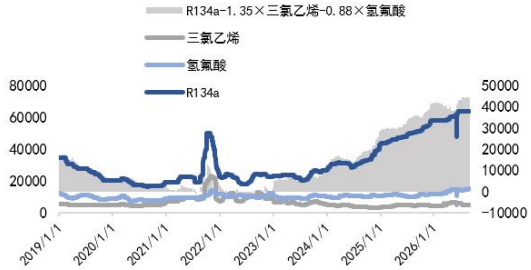
仅供内部参考，请勿外传！

图11：三代制冷剂 R125 价格及价差（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

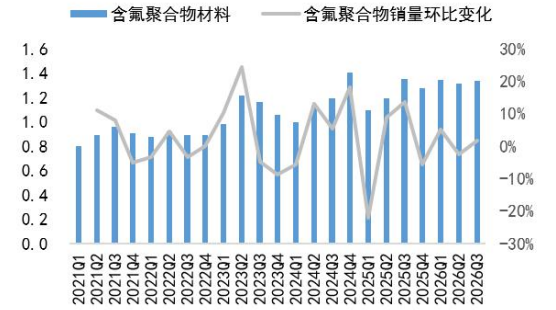
图12：三代制冷剂 R134a 价格及价差（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

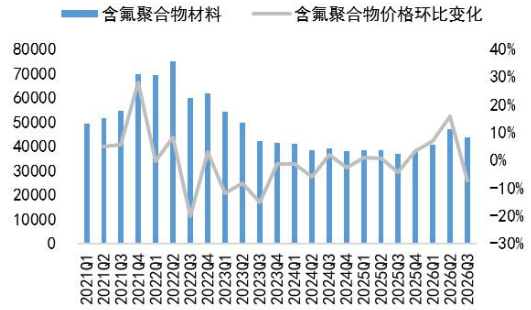
含氟聚合物高端化开启第二成长曲线。报告期内，公司含氟聚合物材料业务实现营业收入 17.43 亿元，同比增长 26.61%；外销量 3.99 万吨，同比增长 9.56%。公司在高端含氟聚合物领域取得"里程碑"式突破，1 万吨高纯 PFA 装置已于 5 月建成投产。PFA 作为半导体先进制程中不可或缺的关键材料，长期被海外巨头垄断，公司产品经半导体客户验证，关键金属离子析出量稳定控制在 ppt（万亿分之一）级别，总金属离子析出量稳定控制在 ppb（十亿分之一）级别，满足 SEMI F57 标准，实现了高端半导体材料的国产化突破，将为公司开辟了第二成长曲线。

图13：巨化股份含氟聚合物销量（万吨）及环比变化（右轴）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理测算

图14：巨化股份含氟聚合物均价（元/吨）及环比变化（右轴）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理测算

数据中心散热需求快速增长，液冷业务打开成长空间。随着 AI 技术发展，服务器功率密度大幅提升，浸没式液冷成为未来趋势，带动上游冷却液需求快速增长。公司前瞻性布局了全氟聚醚、氢氟醚等系列氟化液产品，广泛应用于半导体制造、精密清洗及数据中心、新能源领域的热管理。报告期内，公司含氟精细化学品业务实现营业收入 2.84 亿元，同比增长 52.81%，外销量 0.42 万吨，同比增长 41.64%。公司控股子公司创氟高科规划的 5000 吨/年巨芯冷却液项目中，一期 1000 吨/年装置运行状况良好，该项目产品主要有 JHT 电子流体系列、JHLO 润滑油系列以及 JX 浸没式冷却液等产品。作为全氟聚醚新材料，具有优异的电绝缘、无腐蚀、低挥发、热稳定性好等优点，广泛应用于半导体、数据中心、电子、机械、核工业、航空航天等领域。

投资建议：公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著，且财

仅供内部参考，请勿外传！

务结构健康。氟制冷剂方面，公司制冷剂配额居全球第一，将直接受益制冷剂长期景气度提升。氟精细化学品及氟材料方面，随着我国人们生活水平不断改善和战略性新兴产业迅猛发展，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。从公司自身内生效益来看，多年来，公司持续加大氟氯先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。考虑到中东战争对制冷剂出口量的影响，谨慎下调公司盈利预测：预计 2026-2028 年归母净利润为 44.47/61.58/69.96 亿元（前值为 55.43/66.73/73.82 亿元），对应 EPS 为 1.68/2.28/2.59 元，对应当前股价对应 PE 为 17.8/12.8/11.3X。维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价 (2026/10/23)	EPS			PE			PB
代码	名称	评级	（元）	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	
603379	三美股份	优于大市	43.10	3.38	3.96	4.77	17.98	10.88	9.04	3.10
0189.HK	东岳集团	优于大市	9.51	0.98	1.38	1.58	10.31	6.41	5.59	0.93
600160	巨化股份	优于大市	29.26	1.40	1.65	2.28	27.42	17.76	12.83	3.55
600378	昊华科技	优于大市	35.42	1.12	1.62	1.97	28.54	21.86	17.98	2.45

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理并预测

仅供内部参考，请勿外传！

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2625	5327	4500	8458	14026
应收款项	1072	1142	1672	1551	1568
存货净额	2283	2471	2384	2500	2321
其他流动资产	1968	2435	2318	2714	2703
流动资产合计	**7949**	**11376**	**10875**	**15226**	**20620**
固定资产	14430	20092	21322	22208	22470
无形资产及其他	803	1261	1212	1162	1113
投资性房地产	2198	2827	2827	2827	2827
长期股权投资	2535	2652	2652	2653	2655
资产总计	**27914**	**38208**	**38887**	**44076**	**49685**
短期借款及交易性金融负债	1125	1455	503	300	200
应付款项	2980	6055	4374	4718	4807
其他流动负债	877	1659	1212	1330	1347
流动负债合计	**4982**	**9169**	**6089**	**6348**	**6354**
长期借款及应付债券	2708	4459	4659	4659	4659
其他长期负债	1034	1074	1074	1075	1077
长期负债合计	**3742**	**5533**	**5733**	**5734**	**5736**
负债合计	**8724**	**14702**	**11822**	**12082**	**12090**
少数股东权益	1398	3074	3520	4139	4841
股东权益	17792	20433	23545	27856	32753
负债和股东权益总计	**27914**	**38208**	**38887**	**44076**	**49685**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.73	1.40	1.65	2.28	2.59
每股红利	0.16	0.35	0.49	0.68	0.78
每股净资产	6.59	7.57	8.72	10.32	12.13
ROIC	10.21%	19.01%	19%	23%	26%
ROE	11.01%	18.52%	19%	22%	21%
毛利率	17%	28%	30%	34%	38%
EBIT Margin	9%	20%	22%	26%	29%
EBITDA Margin	15%	25%	27%	32%	36%
收入增长	18%	10%	13%	9%	-1%
净利润增长率	108%	93%	18%	38%	14%
资产负债率	36%	47%	39%	37%	34%
股息率	0.5%	1.2%	1.7%	2.3%	2.7%
P/E	40.3	20.9	17.8	12.8	11.3
P/B	4.4	3.9	3.4	2.8	2.4
EV/EBITDA	23.7	13.7	11.2	8.7	7.8

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**24462**	**26991**	**30368**	**32972**	**32584**
营业成本	20182	19371	21123	21643	20214
营业税金及附加	98	199	182	181	179
销售费用	121	145	152	165	163
管理费用	826	814	1025	1106	1109
研发费用	1054	1120	1347	1417	1434
财务费用	42	110	222	194	142
投资收益	139	128	90	90	90
资产减值及公允价值变动	(88)	(449)	(410)	(57)	0
其他收入	(742)	(950)	(1347)	(1417)	(1434)
营业利润	2502	5080	5997	8299	9432
营业外净收支	(5)	(5)	(15)	(15)	(20)
利润总额	**2497**	**5074**	**5982**	**8284**	**9412**
所得税费用	321	750	897	1243	1412
少数股东损益	217	541	638	883	1004
归属于母公司净利润	**1960**	**3783**	**4447**	**6158**	**6996**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1960	3783	4447	6158	6996
资产减值准备	51	364	333	61	25
折旧摊销	1514	1491	1572	2046	2263
公允价值变动损失	88	449	410	57	0
财务费用	42	110	222	194	142
营运资本变动	(704)	2903	(2116)	131	308
其它	119	41	113	557	678
经营活动现金流	**3027**	**9031**	**4760**	**9010**	**10270**
资本开支	0	(7024)	(3501)	(3001)	(2501)
其它投资现金流	2	(1)	0	0	0
投资活动现金流	**(239)**	**(7142)**	**(3501)**	**(3002)**	**(2503)**
权益性融资	50	1281	0	0	0
负债净变化	965	1751	200	0	0
支付股利、利息	(427)	(948)	(1334)	(1847)	(2099)
其它融资现金流	(3105)	(2073)	(952)	(203)	(100)
融资活动现金流	**(1981)**	**814**	**(2086)**	**(2050)**	**(2199)**
现金净变动	**807**	**2702**	**(827)**	**3958**	**5568**
货币资金的期初余额	1818	2625	5327	4500	8458
货币资金的期末余额	2625	5327	4500	8458	14026
企业自由现金流	0	1920	1513	6367	8131
权益自由现金流	0	1598	573	5999	7911

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

仅供内部参考，请勿外传！

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032