

综合

2025 年 04 月 26 日

# 东阳光 (600673)

——制冷剂景气叠加化成箔成本改善，25Q1 业绩同环比高增，液冷与具身智能共创未来

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (维持)

市场数据：2025 年 04 月 25 日

|                |                   |
|----------------|-------------------|
| 收盘价 (元)        | 9.63              |
| 一年内最高/最低 (元)   | 13.40/6.20        |
| 市净率            | 3.2               |
| 股息率% (分红/股价)   | 3.49              |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 28,905            |
| 上证指数/深证成指      | 3,295.06/9,917.06 |

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 每股净资产 (元)       | 3.02        |
| 资产负债率%          | 65.18       |
| 总股本/流通 A 股 (百万) | 3,014/3,002 |
| 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

李绍程 A0230124070001  
lisc@swsresearch.com

联系人

马昕晔  
(8621)23297818x  
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2025 年一季报，业绩符合预期。**25Q1 公司实现营业收入为 33.47 亿元 (yoy+18%，QoQ+1%)，归母净利润为 2.78 亿元 (yoy+182%，QoQ+345%)，扣非后归母净利润为 2.67 亿元 (yoy+192%，QoQ+606%)，毛利率 20.27% (yoy+6.07 pct，QoQ+4.11 pct)，净利率 8.56% (yoy+5.32 pct，QoQ+6.32 pct)，业绩符合预期。25Q1 业绩同环比增长的主要原因来自制冷剂价格的提升，以及积层箔和化成箔产能释放带来的成本降低。
- **25Q1 制冷剂内外贸景气持续提升，Q2 或更为亮眼。**进入 2025 年，制冷剂产业链库存同比显著降低，行业格局进一步向好。内销方面，根据百川盈孚数据，25Q1 主流制冷剂 R22/R32/R125/R134a 均价环比提升 2312/4514/6598/7143 元/吨至 33981/44144/43489/44567 元/吨；外贸方面，根据氟务在线、卓创资讯及我们统计的数据，R22/R32/R125/R134a 均价环比提升 6580/3369/17635/6310 元/吨至 32689/43239/42944/43244 元/吨。据百川盈孚，二季度 R32 承兑价格 46600 元/吨，R410a 承兑价格 47600 元/吨，环比上涨约 6000 元/吨；4 月 21 日，公司 R32/R125/R134a 报价已上调至 5/4.9/4.8 万元/吨，R32 和 R134a 较此前提升 500 元/吨，主流制冷剂外贸价格基本站上 4.5 万元/吨。三代制冷剂格局向好，价格仍在持续上行；海外库存逐步去化，需求释放下内外贸价格趋同。在国际公约大框架下，制冷剂长期逻辑仍存，政策的制定锚定供需而非价格，行业格局向好趋势不变，看好制冷剂内外贸价格共振上行。根据公司公告，25 年公司三代制冷剂配额 5.27 万吨，且集中于主流品种，结构较好，有望充分受益于三代制冷剂长景气。
- **携手中际旭创，打造一体化液冷解决方案。**2 月 28 日，公司公告与中际旭创合资设立广东深源智冷科技（公司持股 49%），依托公司方案设计和核心材料及组件的供应能力，合资公司未来将聚焦液冷散热整体解决方案的全球市场推广。公司已具备全氟聚醚中试技术以及六氟丙烯低聚体产业化和商业落地基础，并具备铝冷板等液冷核心部件的生产能力，掌握成熟液冷解决方案，是市场上少数实现全面提供核心部件铝冷板、关键材料氟化液冷却液以及冷板式和浸没式液冷解决方案的头部企业。
- **联合智元机器人，切入具身智能赛道，已获取首批订单。**今年 2 月，公司与智元机器人、北武院、灵初智能在武汉市携手设立湖北光谷东智具身智能技术有限公司（四者分别持股 70%、15%、10%、5%），3 月公司与智元机器人在武汉东湖新技术开发区—中国光谷正式签署多项战略合作协议，致力于在东湖高新区打造全国最大最先进、华中首家机器人创新中心，并将在光谷建设人形机器人生产线、发布光谷东智全系列机器人产品和具身智能模型，目前已获得湖北省科技投资集团不超过 7000 万元的具身智能机器人首批订单，为公司新增长曲线打下坚实基础。
- **积层箔电容器引领产业链升级，产能扩张持续成长。**公司乌兰察布积层箔项目已于 2024 年 8 月顺利投产，其中，积层箔已累积目标客户 50 余家、送样规格累积超 200 个，部分客户已实现批量供应；积层箔电容器目标客户已累积超 100 家、送样规格累积超 280 个；此外，公司于 2024 年 9 月启动了乌兰察布 2000 万平方米积层化成箔项目，夯实产业链一体化。积层箔是电容器核心原材料电极箔最新代产品，采取全新的制备工艺，理论核心性能——比容量一次性提升 40%以上，并且性能进一步迭代空间广阔；随着新能源产业持续增长、AI 硬件基础设施建设，未来发电端、并网端、用电端载荷管理需求持续提升，电容器应用市场有望持续增长。公司自 2018 年起参与积层箔产业化项目，拥有全球独家专利和全球仅有的积层箔工厂，此次产业链升级涉及从上游铝粉到终端产品，积层箔上下游深度绑定进场壁垒极高。
- **投资分析意见：**三代制冷剂配额锁定，行业格局清晰，景气长期向上，同时公司一体化布局积层箔电容器产业链引领产业升级，携手行业头部企业切入液冷及机器人赛道，远期成长空间广阔。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 14.15、17.82、21.37 亿元，对应的 EPS 为 0.47、0.59、0.71 元，当前市值对应 PE 为 21X、16X、14X，维持买入评级。
- **风险提示：**部分产品行业盈利快速下降风险，电极箔新增产能爬坡进度不及预期风险。

财务数据及盈利预测

|             | 2024   | 2025Q1 | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 12,199 | 3,347  | 13,854 | 15,405 | 16,965 |
| 同比增长率 (%)   | 12.4   | 18.3   | 13.6   | 11.2   | 10.1   |
| 归母净利润 (百万元) | 375    | 278    | 1,415  | 1,782  | 2,137  |
| 同比增长率 (%)   | -      | 181.5  | 277.2  | 26.0   | 19.9   |
| 每股收益 (元/股)  | 0.13   | 0.10   | 0.47   | 0.59   | 0.71   |
| 毛利率 (%)     | 14.6   | 20.3   | 21.1   | 22.3   | 23.6   |
| ROE (%)     | 4.1    | 3.1    | 13.4   | 14.4   | 14.8   |
| 市盈率         | 77     |        | 21     | 16     | 14     |

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

## 财务摘要

| 百万元, 百万股               | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入                  | 10,854 | 12,199 | 13,854 | 15,405 | 16,965 |
| 其中: 营业收入               | 10,854 | 12,199 | 13,854 | 15,405 | 16,965 |
| 减: 营业成本                | 9,648  | 10,419 | 10,932 | 11,966 | 12,963 |
| 减: 税金及附加               | 80     | 79     | 83     | 108    | 119    |
| 主营业务利润                 | 1,126  | 1,701  | 2,839  | 3,331  | 3,883  |
| 减: 销售费用                | 194    | 193    | 180    | 216    | 238    |
| 减: 管理费用                | 620    | 434    | 485    | 539    | 594    |
| 减: 研发费用                | 429    | 514    | 526    | 585    | 645    |
| 减: 财务费用                | 365    | 339    | 305    | 274    | 256    |
| 经营性利润                  | -482   | 221    | 1,343  | 1,717  | 2,150  |
| 加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列) | 48     | 2      | 0      | 0      | 0      |
| 加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列) | -161   | -43    | 0      | 0      | 0      |
| 加: 投资收益及其他             | 172    | 198    | 271    | 309    | 309    |
| 营业利润                   | -321   | 388    | 1,613  | 2,024  | 2,460  |
| 加: 营业外净收入              | -20    | -20    | 0      | 0      | 0      |
| 利润总额                   | -341   | 368    | 1,613  | 2,024  | 2,460  |
| 减: 所得税                 | -1     | -7     | 146    | 183    | 227    |
| 净利润                    | -339   | 375    | 1,467  | 1,841  | 2,233  |
| 少数股东损益                 | -45    | 0      | 52     | 59     | 96     |
| 归属于母公司所有者的净利润          | -294   | 375    | 1,415  | 1,782  | 2,137  |

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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

|        |     |              |                                                                    |
|--------|-----|--------------|--------------------------------------------------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | <a href="mailto:maojiong@swhy.com">maojiong@swhy.com</a>           |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | <a href="mailto:liqing3@swhy.com">liqing3@swhy.com</a>             |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | <a href="mailto:xiaoxia@swhy.com">xiaoxia@swhy.com</a>             |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | <a href="mailto:zhangxiaozhuo@swhy.com">zhangxiaozhuo@swhy.com</a> |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | <a href="mailto:zhuxiaoyi@swhy.com">zhuxiaoyi@swhy.com</a>         |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | <a href="mailto:panyeming@swhy.com">panyeming@swhy.com</a>         |

### 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，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

## 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。