

证券研究报告
(优于大市)

东岳集团 (189 HK): 含氟高分子材料空间广阔, 受益于制冷剂价格上涨

Dongyue Group: Fluorinated polymer materials have vast space and benefit from the rising prices of third-generation refrigerants

庄怀超 Charles Zhuang
charles.zhuang@gpf.com.hk
2025年7月2日

1. 公司为中国氟化工龙头
2. 受益于制冷剂价格上涨
3. 含氟高分子材料空间广阔
4. 附属公司东岳硅材为我国有机硅龙头
5. 二氯甲烷、PVC及烧碱分部与制冷剂分部互相协同
6. 东岳未来氢能冲刺IPO
7. 盈利预测
8. 风险提示

公司是国内氟化工龙头企业

公司是国内氟化工龙头企业。东岳集团是国内氟化工龙头企业。公司创建于1987年，2007年在香港主板上市。公司成立以来已成长为氟硅材料高新技术企业，主要从事制造、分销及销售制冷剂、高分子材料、有机硅及二氯甲烷、聚氯乙烯及烧碱、其他以及物业开发。公司成长为亚洲规模大的氟硅材料生产基地、中国氟硅行业的龙头企业，是大金、三菱、海尔、海信、格力、美的、长虹等国内外著名企业的优秀供应商。公司坚持科技创新，在新环保、新材料、新能源等领域掌控了大量自主知识产权，在新型环保制冷剂、氟硅材料、氯碱离子膜等方面打破了多项国外技术垄断，实现了国产化替代。

图：东岳集团

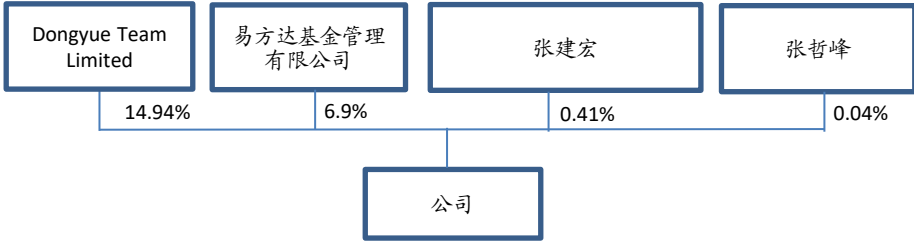


公司无实际控制人。根据东岳硅材2023年公告，自2023年9月1日起，**张建宏先生及其投票意向一致的股东与傅军先生拥有东岳集团表决权的股份比例将较为接近**，其他股东持股比例较为分散，无任何单一股东能控制东岳集团股东大会，任一股东均不能控制股东大会决定东岳集团董事会半数以上成员选任，本公司实际控制人将由傅军先生变更为无实际控制人。自2023年9月1日起，张建宏先生及其投票意向一致的股东有权在东岳集团股东大会上直接或间接行使共计约19.39%的表决权。

图：公司主要股东表决权比例

股东名称	东岳集团主要股东表决权比例			
	2019 年 12 月 31 日	2022 年 12 月 31 日	本公告 日	2023 年 9 月 1 日
傅军先生	29.20%	23.12%	23.12%	23.12%
张建宏先生及其投票意向一致的股东	8.78%	11.81%	11.81%	19.39%
东岳硅材实际控制人	傅军	傅军	傅军	无实际控制人

图：公司股权结构图（截至2024年年报）

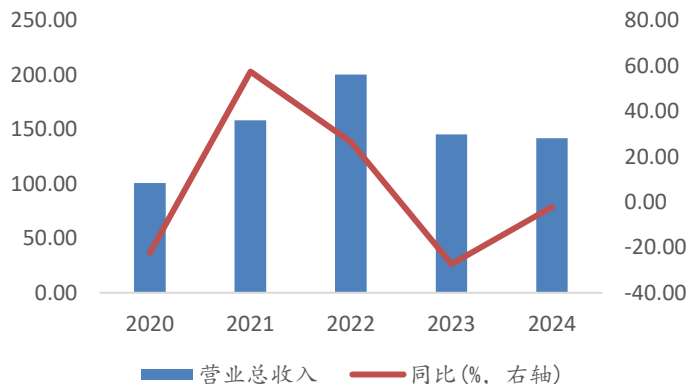


资料来源：wind，山东东岳有机硅材料股份有限公司关于股东签署一致行动协议暨公司拟变更为无实际控制人的提示性公告，环球富盛理财整理

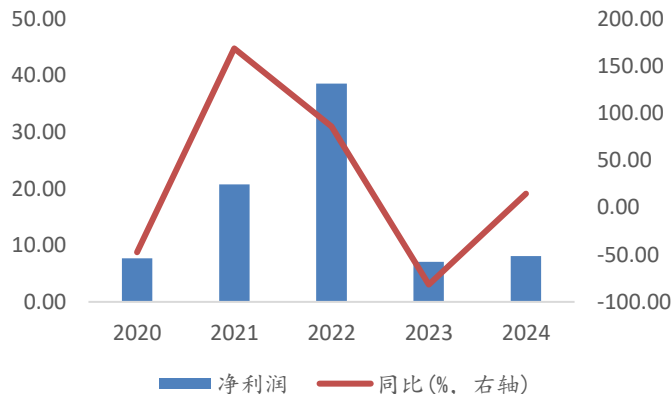
公司2024年归母净利润同比增长14.55%

公司2024年实现营业收入141.81亿元，同比减少2.15%；实现归母净利润8.11亿元，同比增长14.55%；实现扣非净利润7.72亿元，同比增长9.07%。2020-2024年公司收入复合增速为8.6%，归母净利润复合增速为1.2%。

图：2020-2024年营业收入及增长率



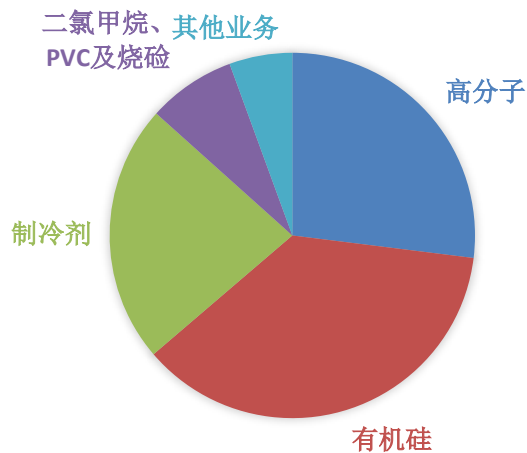
图：2020-2024年净利润及增长率



2024年有机硅占总营收的37%，高分子材料占总营收的27%

2024公司营业收入中，高分子材料、有机硅、制冷剂、二氯甲烷、PVC及烧碱收入分别为38.2、52.1、32.4和11.0亿元，占比分别为27%、37%、23%和8%。

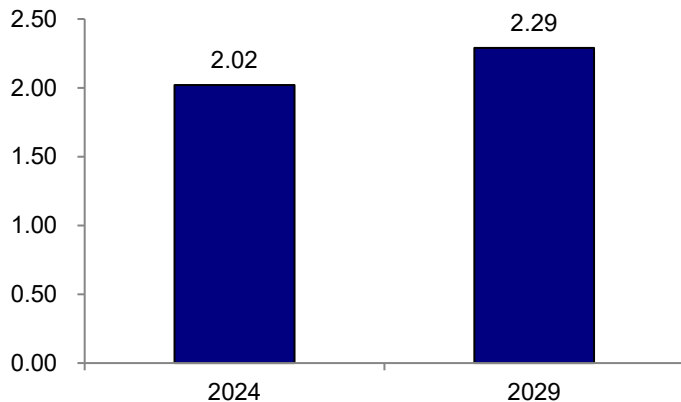
图：2024年公司收入划分



1. 公司为中国氟化工龙头
2. 受益于制冷剂价格上涨
3. 含氟高分子材料空间广阔
4. 附属公司东岳硅材为我国有机硅龙头
5. 二氯甲烷、PVC及烧碱分部与制冷剂分部互相协同
6. 东岳未来氢能冲刺IPO
7. 盈利预测
8. 风险提示

制冷剂又称冷媒、致冷剂、雪种，是各种热机中借以完成能量转化的媒介物质。氟制冷剂因具有良好的热力性能和安全可靠性，广泛应用于冰箱、家用空调、汽车空调、商用空调、商用冷冻冷藏等消费领域，占据了制冷剂市场的主导地位。含氟制冷剂主要消费领域包括：家用空调、冰箱冷柜、工商制冷、汽车空调、发泡剂生产、气雾剂生产、灭火剂生产等七大类，从目前需求结构看，家用空调占据制冷剂需求绝对比例，空调设备的产量很大程度上决定了含氟制冷剂的需求情况。随着我国城镇化进程进入较高水平、居民消费升级、经济进入发展新常态，空调、冰箱、汽车等的产量/消费量将保持稳定增长。根据Modor Intelligence，全球制冷剂市场规模预计将从2024年的202吨提升至2029年的229吨，复合增速为2.5%。

表：全球制冷剂市场规模（百万吨）



ODP（Ozone Depletion Potential，臭氧消耗潜能）：ODP表示大气中氯氟碳化物质对臭氧层破坏的能力与R11对臭氧层破坏的能力之比值，R11的ODP=1.0。ODP值越小，制冷剂的环境特性越好。根据目前的水平，认为ODP值小于或等于0.05的制冷剂是可以接受的。

GWP（Global Warming Potential，全球变暖潜能）：GWP是温室气体排放所产生的气候影响的指标，表示在一定时间内（20年、100年、500年），某种温室气体的温室效应对应于相同效应的CO2的质量，CO2的GWP=1.0。通常基于100年计算GWP，记作GWP100，《蒙特利尔议定书》和《京都议定书》都是采用GWP100。

表：含氟制冷剂主要产品及使用情况

含氟制冷剂	物质类型	代表产品	ODP	GWP	使用情况
第一代	氯氟烃类（CFCs）	R11、R12、R13、R113、R114、R115	R11为1，R12为0.73，R13为1，R113为0.81，R114为0.5，R115为0.26	R11为4660，R12为10800，R13为13900，R113为5820，R114为8590，R115为7670	破坏臭氧层，全球范围已淘汰并禁产
第二代	氢氯氟烃（HCFCs）	HCFC-22、HCFC-141b、HCFC-142b、HCFC-123、HCFC-124	R22为0.034，R142b为0.057，R123为0.01，R124为0.02	R22为1760，R142b为1980，R123为79，R124为527	发达国家已经基本淘汰，我国实行配额制度，逐渐减产
第三代	氢氟烃（HFCs）	HFC-32、HFC-125、HFC-134a、HFC-152a、HFC-143a、R410A、R404A、R507C	皆为0	R32为677，R125为3170，R134a为1300，R152a为138，R152a为138，R143a为4800，	对臭氧层无破坏，在发展中国家逐步替代HCFCs产品，目前欧盟等发达国家已开始削减用量
第四代	碳氢氟类HFOs	HFO-1234yf、HFO-1234ze	皆为0	R1234yf为小于1，R1234ze为小于1	较为环保，因价格高及专利保护尚未规模化使用，目前主要在发达国家使用，并逐步向全球推广

第二代制冷剂生产配额逐渐减少

自2013年至2025年，第二代制冷剂生产配额由42.64万吨，削减至16.36万吨，随之削减的还有内用配额的占比，2024年第二代制冷剂内用占比53%，较2013年减少13%。与此同时，配额向主流产品转移，2025年R22生产配额为22.48万吨，在二代制冷剂中占比为91%，较2013年占比上升19个百分点，生产配额在向出口方面和主流产品转移。

表：中国R22制冷剂配额逐渐减少（单位：吨/年）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
山东东岳化工	80802	78605	66228	66228	66228	53574	53574	43917
浙江衢州氟化学	59090	57483	48432	48432	48432	39176	39176	32114
江苏梅兰化工	56713	55171	46484	46484	46484	37600	37600	30822
阿科玛（常熟）氟化工	16159	15720	13245	13245	13245	10714	10714	8783
浙江三美化工股份	14400	14008	11802	11802	11802	9547	9547	7826
常熟三爱富中昊化工新材料	13006	12652	10660	10660	10660	8622	8622	7068
浙江兰溪巨化氟化学	12506	12166	10250	10250	10250	8291	8291	6796
临海市利民化工	12393	12056	10158	10158	10158	9561	8217	6736
金华永和氟化工	5925	5764	4856	4856	4856	3928	3928	3220
兴国兴氟化工	1258	1224	1031	1031	1031	834	834	1786
浙江鹏友化工	2027	1972	1661	1661	1661	0	0	0
合计	274279	266821	224807	224807	224807	181847	180503	149068

第三代制冷剂配额落地。《蒙特利尔议定书》修正案把18种具有高温室效应潜值（GWP）的HFCs物质纳入管控目录，并规定：发达国家应在其2011年至2013年HFCs使用量平均值基础上，自2019年起削减HFCs的消费和生产，到2036年后将HFCs使用量削减至其基准值15%以内；发展中国家应在其2020年至2022年HFCs使用量平均值的基础上，2024年冻结削减HFCs的消费和生产，自2029年开始削减，到2045年后将HFCs使用量削减至其基准值20%以内。经各方同意部分发达国家可以自2020年开始削减，部分发展中国家如印度、巴基斯坦、伊拉克等可自2028年开始冻结，2032年起开始削减。

表：第三代制冷剂的控制

进度	大部分发达国家	俄罗斯等五个国家	大部分发展中国家（含中国）
基线值	2011-2013年HFCs平均值+HCFCs基线值的15%	2011-2013年HFCs平均值+HCFCs基线值的25%	2020-2022年HFCs平均值+HCFCs基线值的65%
冻结	-	-	2024年
削减进度	2019年削减10%	2020年削减5%	2029年削减10%
	2024年削减40%	2025年削减35%	2035年削减30%
	2029年削减70%	2029年削减70%	2040年削减50%
	2034年削减80%	2034年削减80%	2045年削减80%
	2036年削减85%	2036年削减85%	-

2023年11月，生态环境部组织编制了《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》。根据《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配实施方案（征求意见稿）》，此次分配的配额量为HFCs生产单位、进口单位在基线年实际生产量和进口量，以及针对有进口需求但基线年无海关进口贸易记录的进口单位所设定的进口配额等。对于配额总量中HCFCs生产和使用基线值65%的部分，2024年暂不全部分配到生产单位和使用单位，生态环境部将根据履约工作进展和相关行业需求，及时商有关部门研究分配方案，包括用于增加配额发放量、半导体等行业HFC-23使用量等。

表：中国第三代制冷剂2024年配额（万吨）

HFCs种类	生产配额	内用生产配额	进口配额
HFC-32	24.0	14.2	9.8
HFC-134a	21.6	8.3	13.3
HFC-125	16.6	6.0	10.6
HFC-143a	4.6	1.1	3.4
HFC-152a	3.3	0.8	2.5
HFC-227ea	3.1	2.8	0.4
HFC-245fa	1.4	0.9	0.5

我国 HFCs 生产基线值为 18.53 亿吨二氧化碳当量(t CO₂)、HFCs 使用基线值为 9.05 亿 t CO₂ (含进口基线值 0.05 亿吨二氧化碳当量(t CO₂))。生态环境部组织编制了《2025 年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》。2025 年度 HFCs 生产配额总量为 18.53 亿 tCO₂，内用生产配额总量为 8.95 亿 tCO₂，进口配额总量为 0.1 亿 tCO₂，与 2024 年度相同。品种调节方式严格。同一品种 HFCs 配额可在生产单位间进行等量调整。不同品种 HFCs 配额调整须遵循以下原则：调整不得增加总二氧化碳当量；任一品种 HFCs 的配额调增量不得超过该生产单位根据本方案核定的该品种配额量的 10%；HFC-23 不参与调整。生态环境部发布 2025 年制冷剂配额。2024 年 12 月 17 日，生态环境部核发 2025 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额。2025 年第二代制冷剂生产配额为 16.36 万吨，内用生产配额 8.60 万吨，占比约 53%。2025 年第三代制冷剂生产配额为 79.19 万吨，内用生产配额 38.96 万吨，占比约 49%。

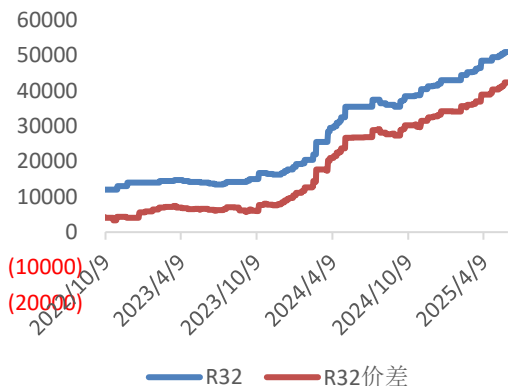
表：2025 制冷剂生产
配额（单位：万吨）

制冷剂类型	HFCs 种类	生产配额	内用生产配额	内用配额占比
第二代	HCFC-22	14.91	8.09	54%
	HCFC-141b	0.92	0.34	37%
	HCFC-142b	0.34	0.12	37%
	HCFC-123	0.17	0.04	25%
	HCFC-124	0.03	0.01	40%
总计		16.36	8.60	53%
第三代	HFC-32	28.03	18.45	66%
	HFC-134a	20.83	8.04	39%
	HFC-125	15.11	5.64	37%
	HFC-143a	4.73	1.14	24%
	HFC-152a	3.37	0.81	24%
	HFC-227ea	3.14	2.75	87%
总计		79.19	38.96	49%

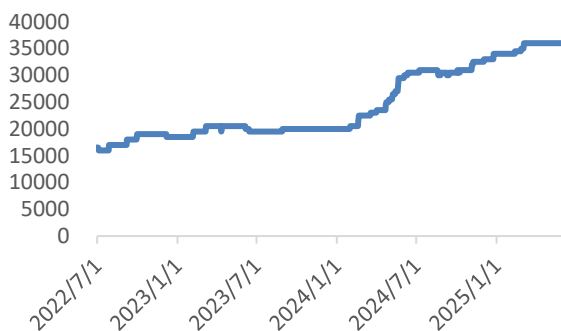
制冷剂价格持续上涨

制冷剂价格持续上涨。根据百川盈孚，截至2025年6月27日，R22的市场价格为3.6万元/吨，R32的市场价格为5.3万元/吨，R125的市场价格为4.55万元/吨，R134a 的市场价格为4.9万元/吨。2024年以来，制冷剂价格持续上涨。

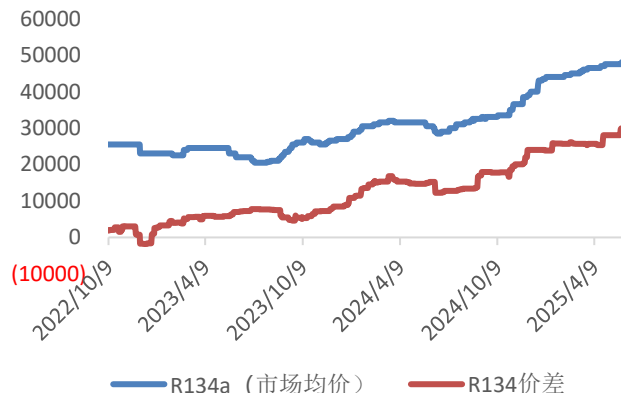
图：R32价格价差走势图（元/吨）



图：R22价格走势图（元/吨）



图：R134a价格价差走势图（元/吨）



第四代氟制冷剂目前主要由科慕、霍尼韦尔、阿科玛、AGC等及其合资公司生产和销售。我国企业纷纷布局第四代制冷剂。

表：第四代制冷剂生产情况（国际）

公司名称	生产模式	生产情况
科慕	授权代工生产	科慕制冷剂即原先杜邦制冷剂业务，已引领制冷行业超过85年。工厂规模：2010年6月年产3000吨四氟丙烯（HFO-1234yf）项目投资建设，2016年3月年产6000吨四氟丙烯（HFO-1234yf）项目（二期）竣工验收，当前总产能6000吨/年。科慕化学表示，此次产能扩张项目将耗资8000万美元（约合人民币5.4亿元），以满足市场需求。当科慕化学于2019年6月开放该工厂时，该公司的HFO-1234yf产能增加了两倍多，使其成为世界上最大的HFO-1234yf生产设施之一。这项投资，加上正在进行的消除瓶颈项目，将进一步使生产能力增加约40%。
阿科玛	/	阿科玛研发出第四代的HFOs产品，即HFO-1233zd(E)(反式-1-氯-3, 3, 3-三氟丙烯)。其用作制冷剂具有极低毒性，低GWP值，零ODP，不可燃等一系列优良特性，还可作为物理发泡剂用于聚氨酯硬泡等用途以提供更好保温性能的保温材料，目前已经在东南亚，日本，欧洲等地区开始批量使用。阿科玛(常熟)氟化工有限公司同样采用以六氟丙烯为原料生产工艺①实现商业化生产四氟丙烯（HFO-1234yf），目前总设计产能约10000吨/年，装置已基本建成。
霍尼韦尔	授权代工生产	在国内，霍尼韦尔公司生产四氟丙烯（HFO-1234yf）主要是通过与巨化集团合作。2016年4月7日，霍尼韦尔宣布与巨化集团达成一份长期供货协议，根据协议，巨化集团将在中国为霍尼韦尔生产Solstice?yf制冷剂，霍尼韦尔则负责将产品推广并销售给美国和欧洲市场的客户。该项目当时计划于2016年年底投产，以期在满足全球市场的需求的同时加速该制冷剂产品在中国市场的普及。据了解，巨化集团负责该产品生产的工厂是巨化子公司浙江衢化氟化学有限公司，装置产能3000吨/年，2017年初建成投产。此外，霍尼韦尔与中化蓝天集团合资建立中化蓝天霍尼韦尔新材料有限公司，该合资工厂于2014年10月竣工投产，目前拥有年产12000吨HFC-245fa装置部分产品被用作原料生产第四代发泡剂1-氯-3,3,3-三氟丙烯（HCFO-1233zd，也可简写为LBA）。目前国内尚未有工厂采用生产工艺②以五氟丙烷(HFC-245cb)为原料脱氟化氢法生产四氟丙烯（HFO-1234yf）。
AGC		公司与东京大学合作，成功开发了一种基于HFO-1123的新型制冷剂，这是一种低GWP制冷剂，有望成为空调的下一代标准制冷剂。由此，AGC有望解决HFO-1123实际应用中面临的安全挑战问题，这也意味着世界上首款GWP低于10的空调制冷剂的开发已进入最后阶段

表：第四代制冷剂生产情况（国内）

公司名称	生产模式	生产情况
常熟三爱富中昊化工新材料有限公司	/	公司成立于2001年10月，是上海三爱富新材料股份有限公司控股的股份制企业。公司位于江苏常熟新材料产业园内。根据氟化工在线援引产业在线数据显示，当前常熟三爱富中昊共有HFO-1234yf产能6千吨/年，2023年扩建完成后，该公司将拥有HFO-1234yf产能7200吨/年、HFO-1234ze(E)产能150吨/年。
环新氟材料	/	根据绿色创新发展研究院，浙江环新氟材料股份有限公司通过自主研发，掌握了以三氟丙烯为原料生产HFO-1234yf技术，并建成了3000吨/年HFO-1234yf生产线，突破专利封锁的工艺路线。
中化蓝天	合资	中化蓝天集团与霍尼韦尔合资建立中化蓝天霍尼韦尔新材料有限公司，该合资工厂于2014年10月竣工投产，目前拥有年产12000吨HFC-245fa装置，部分产品被用作原料生产第四代发泡剂1-氯-3,3,3-三氟丙烯（HCFO-1233zd，也可简写为LBA）。根据中国中化官网，2025年5月，中化蓝天携旗下金冷全系制冷剂及创新解决方案亮相，其中第四代制冷剂HFO-1234yf受到行业广泛关注。
巨化股份	代工	公司已建成运营两套HFOs生产装置，HFOs品种和规模处国内领先地位。霍尼韦尔公司生产四氟丙烯（HFO-1234yf）主要是通过与其巨化集团合作。2016年4月7日，霍尼韦尔宣布与巨化集团达成一份长期供货协议，根据协议，巨化集团将在中国为霍尼韦尔生产制冷剂，霍尼韦尔则负责将产品推广并销售给美国和欧洲市场的客户。该项目当时计划于2016年年底投产，以期在满足全球市场的需求的同时加速该制冷剂产品在中国市场的普及。据了解，巨化集团负责该产品生产的工厂是巨化子公司浙江衢化氟化学有限公司，装置产能3000吨/年，2017年初建成投产。公司2024年9月公告，拟建成年产3.5万吨四氟丙烯（R1234yf，多工艺路线）
华安新材	/	2019年公司攻克了高效催化反应工程技术、分离纯化工艺技术，大型反应器装备等全套工业化制备技术，建设完成了5000吨/年第四代新型环保氟代烃制冷剂四氟丙烯（HFO-1234yf）装置，并投产成功，得到纯度大于99.9%的批量高纯度产品，经第三方检测，完全符合市场要求。
三美股份	/	三美股份及子公司与湖州师范学院、江苏理工学院开展了“合成新型环保制冷剂HFO-1234yf的小试、模式放大及中试产业化”。2024年9月，公司公告拟投资1万吨/年四氟丙烯(HFO-1234yf)。
永和股份	/	根据公司2023年10月公告，公司募投HFO-1234yf 2万吨/年、HFO-1234ze 1.3万吨/年及1万吨/年HCFO-1233zd。
中欣氟材	/	根据2024年6月投资者互动平台，公司的第四代制冷剂目前生产线产量尚在爬坡过程，有部分产品为出口，有出口创汇。
联创股份	/	根据公司2024年5月8日投资者关系活动记录表，公司提前布局了第四代制冷剂，并且已经具备万吨级产能。

公司制冷剂分部主要产品及其用途

制冷剂分部产品包括HCFC22，R22，R32，R410a等超过10种产品。

表：公司制冷剂产品结构

产品简称	描述	用途
HCFC-22	无色有轻微发甜气味的气体，分子式和结构式均为CHClF ₂ ,属于含氢的氟氯代烃。性能稳定，不能燃烧，无腐蚀性。其毒性较低，微溶于水，能溶于乙醚、氯仿等有机溶剂	主要用作制取四氟乙烯的原料和制冷剂、喷雾剂、农药生产原料等。二氟一氯甲烷属于对高空臭氧层有破坏作用（ODP）及温室效应（GWP）的气体。根据蒙特利尔议定书规定在发达国家已停止使用和生产，在发展中国家还可以生产，但其生产和使用截至期限是2030年。
R32	R32是二氟甲烷的简称，是一种拥有零臭氧损耗潜势的冷却剂，在常温下为气体，在自身压力下为无色透明液体，易溶于油，难溶于水。	
R410a	常温常压下，R410A是一种不含氯的氟代烷非共沸混合制冷剂，无色气体，贮存在钢瓶内是被压缩的液化气体。其ODP为0，因此R410A是不破坏大气臭氧层的环保制冷剂。R410A是由50%的R32和50%的R125按质量百分比混合组成的混合制冷剂。	新一代节能减碳环保无毒制冷剂，与R410a相比，R32的能效比高出6%，制热性能高出约3%
R134a	是一种不含氯原子的制冷剂，也是R12最佳的环保替代品。它不破坏臭氧层，也是目前主流的环保制冷剂。它有良好的安全性能（不易燃、不爆炸，无刺激性、无毒、无腐蚀性），它的制冷量与效率接近R12（二氯二氟甲烷，氟利昂），是长期替代制冷剂。缺点是沸点-26.5℃，比较低。应用于热泵中，一旦环境温度降低，热泵制热效率就会下降。因此，这种冷媒应用不如R22广泛，一般用于室内或者热带。	为一种主要取代R22的绿色制冷剂，并已广泛使用于变频空调及其他绿色家用电器
R142b	一氯二氟乙烷CClF ₂ CH ₃ ，HCFC-142b，沸点-9.2℃，临界温度136.45℃，临界压力4.15MPa，在常温下为无色气体，略有芳香味，易溶于油，难溶于水。	广泛使用于汽车空调的制冷及空调系统
R22	单一制冷剂，它的学名是“二氟氯甲烷”，沸点为-41° c。它是无色无味的，但它是氟利昂家族的一员。排放到空气中的废气可能会破坏臭氧层，造成环境问题。	可用作制冷剂、温度控制介质及航空推进剂中间体外，亦可作为生产VDF的主要原材料之一。
R152a	HFC-152a（1，1-二氟乙烷CH ₃ CHF ₂ ），分子量66.1，沸点-24.7℃，临界温度113.5℃，临界压力4.58MPa，在空气中的燃烧极限为5.1-17.1%（V/V），破坏臭氧潜能值（ODP）为0。	是中国最为广泛使用的制冷剂，普遍用于家用电器。此外，R22是生产含氟物高分子（即PTFE、HFP及其他下游氟化化学品）及R125的主要原材料。
		制冷剂产品，并能用作发泡剂、气雾剂及清洁剂

表1: 公司第三代制冷剂2024年配额（吨）

子公司	HFCs种类	生产配额	内用生产配额	外用生产配额
山东东岳绿冷科技有限公司	HFC-32	47255	27999	19256
	HFC-125	11855	4324	7531
	HFC-134a	6904	2665	4239
	HFC-152a	7331	1751	5580
山东东岳高分子材料有限公司	HFC-125	3006	1147	1859

表2: 公司第三代制冷剂2025年配额（吨）

子公司	HFCs种类	生产配额	内用配额	外用配额
山东东岳绿冷科技有限公司	HFC-32	56312	37056	19256
	HFC-134a	6904	2665	4239
	HFC-143a	35	8	27
	HFC-152a	7331	1751	5580
	HFC-23	745	710	35
	HFC-125	14817	5461	9356

1. 公司为中国氟化工龙头
2. 受益于制冷剂价格上涨
3. 含氟高分子材料空间广阔
4. 附属公司东岳硅材为我国有机硅龙头
5. 二氯甲烷、PVC及烧碱分部与制冷剂分部互相协同
6. 东岳未来氢能冲刺IPO
7. 盈利预测
8. 风险提示

含氟高分子材料空间广阔

含氟高分子材料未来空间广阔。含氟高分子材料分部主要产品包括聚四氟乙烯、聚偏氟乙烯、全聚氟乙丙烯、六氟丙烯和氟橡胶。下游应用分布广泛，包括建筑、电气与电子及汽车工业、精细化学品原材料、航天、石油化学等。

表：公司含氟高分子材料分部主要产品及其用途

产品名称	英文简称	描述	用途
聚四氟乙烯	PTFE	一种高度抵抗温度转变、绝缘、耐老化及耐化学品的合成含氟物高分子	用作涂层物料及可进一步加工成高端精细化学品，并可广泛应用于化学、建筑、电器与电子及汽车工业
聚偏氟乙烯	PVDF	以R142b生产VDF，再把VDF聚合制成的氟碳	用于氟涂层树脂、氟化粉末涂层树脂及锂电池电极黏合物料
全聚氟乙丙烯	FEP	PTFE改良物料，以HFP混入TFE而生产	用于铺设电线绝缘层、薄壁管、热能伸缩管、水泵、阀门及水管
六氟丙烯	HFP	一种重要的有机氟化工单体	用作生产多种精细化学品
氟橡胶	FKM	一种专门氟化物料，具有优异机械特性以及卓越的抗油、抗化学物质以及抗热特性	用于航天、汽车、机器及石油化学

含氟高分子材料为氟化工附加值最高的产品之一

图：氟化工产品附加值



含氟高分子材料可利用制冷剂部门的原材料

制冷剂部门为含氟高分子材料提供原材料。集团依赖内部提供R22生产TFE，利用TFE生产有关高分子材料产品，如PTFE及HFP。此外，制冷剂分部分别提供R22及R142b作为生产多种下游含氟高分子精细化学品（包括FEP、FKM、PVDF及VDF）的原料。

表：公司含氟高分子材料竞争格局和公司产能

产品名称	全球市场空间（亿美元）	竞争格局	公司产能（万吨/年）
聚全氟乙丙烯（FEP）	8.0	全球企业主要有上海3F新材料有限公司3M公司、东岳集团、Halo Polymer OJSC、PPG、科慕、圣戈班集团、浙江巨化、日本大金工业株式会社、AGC公司和杜邦。	1.0万吨/年
氟橡胶（FKM/FPM/FFKM）	9.5	全球生产企业主要有美国杜邦、美国3M、美国迈图、德国瓦克、比利时索尔维、日本大金、日本旭硝子、日本信越等国外企业，以及山东东岳、中昊晨光、巨化集团、3F、梅兰化工等国内企业。	FKM 6000吨/年 FEP 1万吨/年
聚偏氟乙烯（PVDF）	4.5	全球该领域全球的顶尖厂商主要为比利时苏威、法国阿科玛，在我国均拥有PVDF产能。2020年，我国拥有PVDF产能6.98万吨，厂商主要包括了阿科玛、苏威、东岳化工、上海三爱富等厂商。其中常熟阿科玛产能1.9万吨，是国内最大PVDF供应商。	2.2万吨/年
聚四氟乙烯（PTFE悬浮树脂、分散树脂、分散乳液）	13.4	全球前五大公司占据51.92%的市场，主要参与者是3M，大金工业有限公司，东岳集团，古吉拉特邦氟化学品有限公司（GFL）和科慕公司。	5.5万吨/年

资料来源：公司2021年年报，wind，3M官网，EE Times China，睿略市场调研，新思界，Mordor Intelligence，Stista，Research and Markets，环球富盛理财整理

1. 公司为中国氟化工龙头
2. 受益于制冷剂价格上涨
3. 含氟高分子材料空间广阔
4. 附属公司东岳硅材为我国有机硅龙头
5. 二氯甲烷、PVC及烧碱分部与制冷剂分部互相协同
6. 东岳未来氢能冲刺IPO
7. 盈利预测
8. 风险提示

有机硅分部主要包括生产及销售DMC、107硅橡胶、生胶及混炼胶等，主要以添加剂、处理化学品稳定剂、润滑剂及密封剂形式广泛用于军事、航空、汽车、电子等行业。2020年3月，东岳集团旗下东岳有机硅成功于深交所分拆上市。东岳集团持有东岳硅材44%的股权。东岳硅材专业从事有机硅材料的研发、生产和销售，主要产品包括**硅橡胶**、**硅油**、气相白炭黑等有机硅下游深加工产品以及有机硅中间体等。 公司是我国有机硅行业中生产规模最大的企业之一。公司现已建成并运营两套有机硅单体生产装置，具备年产30万吨有机硅单体（折合聚硅氧烷约14.1万吨）的生产能力。按聚硅氧烷产能计算，公司位列有机硅行业全球前十、中国第四。

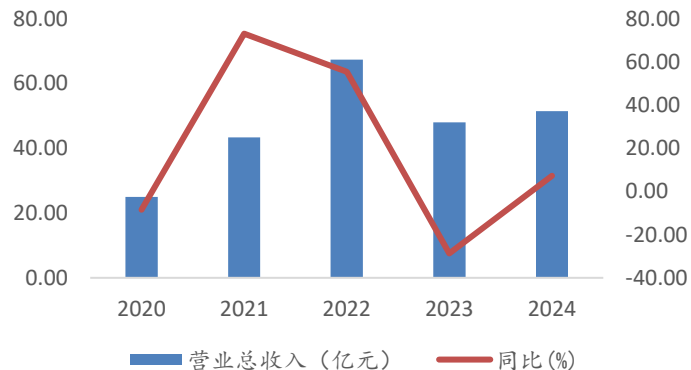
表：公司有机硅分部主要产品及其用途

产品简称	描述	用途	2024年营收占比
107硅橡胶	α,ω -二羟基聚硅氧烷是双组分和单组分缩合型硅橡胶的基础胶，市场上通常称为107胶。	可以直接作为商品使用，可以作为中间体生产各种缩合型硅橡胶产品。	54%
110生胶	与混炼胶统称为硅橡胶。一种独具高弹性的聚合物材料，用途可以直接作为商品使用，可以作为中间体生产各种缩合型硅橡胶产品。是制造橡胶制品的母体材料，一般指未硫化的橡胶胶料	为生产混炼胶的重要材料	7%
混炼胶	与生胶统称为硅橡胶。混炼胶是指将配合剂混合于块状、粒状和粉末状生胶中的未交联状态，且具有流动性的胶料。生胶或塑炼胶按配方与配合剂经炼胶机混炼的胶料叫做混炼胶。	用于汽车配件、汽车前后主轴油封、前后曲轴油封、动力转向泵密封、传动泵密封、尘罩、动力转向胶管、175度散热器胶管	5%
三甲氯硅烷	三甲氯硅烷（trimethylchlorosilane）为无色透明液体，有刺激臭味，在空气中暴露，易和潮气反应产生氯化氢。	聚硅酮液中间体。甲基硅油封口剂。抗水剂。	
DMC	以二甲基二氯硅烷为主要原料，经过水解合成，以硅氧（Si-O）键为主链，硅原子上直接连接有机基的有机-无机化合物，为硅中间体	用作生产如硅油、硅橡胶及硅树脂等深加工中下游硅产品的上游有机硅中间体原材料	3%
二甲基硅油	聚二甲基硅氧烷，(Polydimethylsiloxane)，是一种疏水类的有机硅物料。	药品、日化用品、食品、建筑等	
气相白炭黑	气相白炭黑是极其重要的纳米级无机原材料之一，由于其粒径很小，因此比表面积大，表面吸附力强，表面能大，化学纯度高、分散性能好、热阻、电阻等方面具有特异的性能，以其优越的稳定性、补强性、增稠性和触变性，在众多学科及领域内独具特性，有着不可取代的作用。	电子封装材料、树脂复合材料、塑料、涂料、颜料、染料、密封胶、粘结剂、玻璃钢制品、药物载体化妆品、抗菌材料等	5%

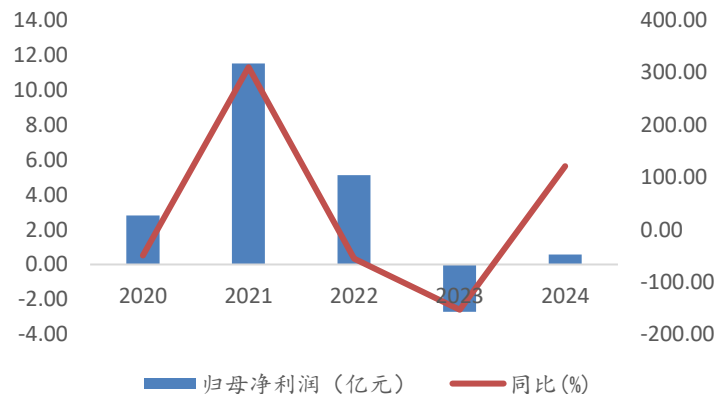
附属公司东岳硅材2024年归母净利润扭亏为盈

2024年，附属公司东岳硅材实现营收51.51亿元，同比增长7.27%；实现归母净利润0.57亿元，同比增长120.94%。25Q1，东岳硅材实现营收12.02亿元，同比减少15.86%；实现归母净利润3682万元，同比减少0.9%。2024年，公司坚持稳中求稳保增长，提产能，抢市场，强化成本费用管控，虽然销售价格有所下降，但是总产量、销量及营业收入均稳步增长，生产能耗、物耗下降，同时主要原材料采购价格同比有所下降，单位生产成本下降，产品毛利率由2023年的0.79%提升至2024年的6.27%，全年经营业绩扭亏为盈。2024年，公司中间体设计产能为30.1万吨/年，产能利用率为107.77%。

图：东岳硅材2020-2024年营收及其增速



图：东岳硅材2020-2024年归母净利润及其增速



1. 公司为中国氟化工龙头
2. 受益于制冷剂价格上涨
3. 含氟高分子材料空间广阔
4. 附属公司东岳硅材为我国有机硅龙头
5. 二氯甲烷、PVC及烧碱分部与制冷剂分部互相协同
6. 东岳未来氢能冲刺IPO
7. 盈利预测
8. 风险提示

二氯甲烷、PVC及烧碱分部与制冷剂分部互相协同

二氯甲烷、PVC及烧碱分部与制冷剂分部互相协同。生产制冷剂产品时产生的氯化氢，为生产PVC的基本原材料之一。自给自足的商业链创造了经济价值。

表：公司二氯甲烷、PVC、烧碱分部主要产品及其用途

产品名称	描述	用途
二氯甲烷	无色透明液体，具有类似醚的刺激性气味。不溶于水，溶于乙醇和乙醚。是不可燃低沸点溶剂，常用来代替易燃的石油醚、乙醚等。	用于生产抗生素及用作聚氨酯发泡形式
PVC	无定形结构的白色粉末，支化度较小，相对密度1.4左右，玻璃化温度77~90℃，170℃左右开始分解，对光和热的稳定性差，在100℃以上或经长时间阳光曝晒，就会分解而产生氯化氢，并进一步自动催化分解，引起变色，物理机械性能也迅速下降，在实际应用中必须加入稳定剂以提高对热和光的稳定性。	广泛应用于建筑行业以取代传统建材
烧碱	为生产甲烷氯化物（生产制冷剂及有机硅产品的必需化学物）的一种基本化学产品	应用于纺织、电力及材料行业

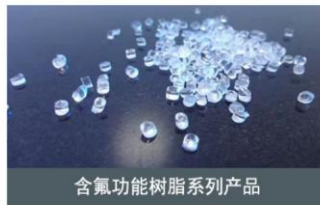
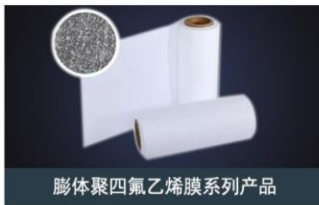
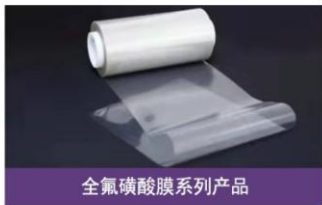
1. 公司为中国氟化工龙头
2. 受益于制冷剂价格上涨
3. 含氟高分子材料空间广阔
4. 附属公司东岳硅材为我国有机硅龙头
5. 二氯甲烷、PVC及烧碱分部与制冷剂分部互相协同
6. 东岳未来氢能冲刺IPO
7. 盈利预测
8. 风险提示

参股公司未来材料已向上交所提交了首次公开发行股票

公司6月27日发布公告，公司近日收到参股公司山东东岳未来氢能材料股份有限公司（“未来材料”）的书面通知，未来材料已向上海证券交易所提交了首次公开发行股票并在上海证券交易所科创板上市的申请材料，而有关申请已获得上海证券交易所受理。未来材料为公司的联营公司及一家于中国成立的股份有限公司，主要从事氟化质子交换膜、其关键原材料及衍生产品的研究、生产及销售业务。于公告日期，东岳氟硅科技集团有限公司（公司的全资附属公司）持有未来材料8.33%股权，山东东岳有机硅材料股份有限公司（公司的间接非全资附属公司）持有未来材料5.14%股权。

根据未来材料6月27日招股书，未来材料拟将本次募集资金用于“300 万 m²/a 全氟质子膜及配套化学品项目”、“3000 万 m²/a 乙烯-四氟乙烯（ETFE）特种薄膜项目”、“1000 万 m²/a 微孔膜项目”、“5000t/a 可溶性聚四氟乙烯（PFA）项目”、“工程技术研发中心项目”和“补充流动资金”。

图：未来材料的主要产品



1. 公司为中国氟化工龙头
2. 受益于制冷剂价格上涨
3. 含氟高分子材料空间广阔
4. 附属公司东岳硅材为我国有机硅龙头
5. 二氯甲烷、PVC及烧碱分部与制冷剂分部互相协同
6. 东岳未来氢能冲刺IPO
7. 盈利预测
8. 风险提示

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027年归母净利润分别为18.00亿元、21.09亿元、25.31亿元。结合可比公司估值及AH股估值差异，给予公司2025年10.62倍PE，对应目标价11.04元，按照港元兑人民币0.92汇率计算，对应目标价为12.00港币，首次覆盖给予“买入”评级。

(人民币 百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,181.09	17,804.51	21,598.63	26,419.96
增长率 (%)	-2.6%	25.6%	21.3%	22.3%
EBITDA	2,401.70	2,964.25	3,386.17	3,886.36
归母净利润	810.80	1,799.52	2,109.47	2,530.67
增长率 (%)	14.6%	121.9%	17.2%	20.0%
每股收益EPS	0.47	1.04	1.22	1.46
每股净资产	6.99	8.03	9.24	10.70
市盈率 (P/E)	15.96	8.46	7.22	6.02

盈利预测

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,181	16,847	19,440	22,480
营业成本	0	0	0	0
销售费用	11,115	13,136	15,066	17,315
管理费用	437	519	599	692
财务费用	0	0	0	0
	707	819	943	1,090
营业利润	1	-37	-36	-113
利润总额	1,423	2,673	3,132	3,760
所得税	436	481	564	677
	987	2,192	2,569	3,083
净利润	177	392	460	552
少数股东损益	811	1,800	2,109	2,531
归属母公司净利润	1,922	2,373	2,832	3,383
EBITDA	3,137	3,059	3,492	4,014
EPS (元)	0.47	1.04	1.22	1.46

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,777	10,894	13,687	18,909
现金	2,470	2,417	7,543	8,215
应收账款	1,950	2,370	2,615	3,149
存货	1,441	5,128	2,405	6,252
其他	916	980	1,124	1,293
非流动资产	14,160	13,673	13,114	12,582
固定资产	12,280	11,861	11,365	10,895
无形资产	1,349	1,282	1,218	1,157
租金按金	530	530	530	530
使用权资产	20,937	24,568	26,801	31,491
其他	2,940	4,378	4,043	5,650
资产总计	0	0	0	0
流动负债	1,988	3,266	2,760	4,166
短期借款	952	1,112	1,283	1,484
应付账款	525	525	525	525
其他	0	0	0	0
非流动负债	525	525	525	525
长期借款	3,465	4,904	4,568	6,175
租赁负债	164	164	164	164
其他	11,944	13,744	15,853	18,384
负债合计	12,107	13,907	16,016	18,547
少数股东权益	5,365	5,757	6,217	6,768
股本	17,472	19,664	22,233	25,316
留存收益和资本公积	20,937	24,568	26,801	31,491
归属母公司股东权益	6,777	10,894	13,687	18,909
负债和股东权益	20,937	24,568	26,801	31,491

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,888	-117	4,962	507
净利润	811	1,800	2,109	2,531
折旧摊销	177	392	460	552
少数股东权益	1,214	686	660	632
营运资金变动及其他	686	-2,996	1,734	-3,207
投资活动现金流	-432	64	164	164
资本支出	-87	-200	-100	-100
其他投资	-345	264	264	264
筹资活动现金流	0	0	0	0
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
现金净增加额	2,456	-53	5,126	671

表1 可比上市公司估值比较								
公司名称	股票代码	股价	EPS（元/股）			PE（倍）		
		（元）	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
600160.SH	巨化股份	29.00	0.71	1.47	1.83	41	20	16
605020.SH	永和股份	23.37	0.66	1.19	1.57	35	20	15
603379.SH	三美股份	49.23	1.28	2.74	3.41	38	18	14
平均						38	19	15

资料来源：Wind，环球富盛理财，股价为2025年7月1日收盘价，每股收益均为Wind一致预期环球富盛理财

1. 公司为中国氟化工龙头
2. 受益于制冷剂价格上涨
3. 含氟高分子材料空间广阔
4. 附属公司东岳硅材为我国有机硅龙头
5. 二氯甲烷、PVC及烧碱分部与制冷剂分部互相协同
6. 东岳未来氢能冲刺IPO
7. 盈利预测
8. 风险提示

风险提示

- 1、市场竞争加剧;
- 2、原材料价格波动;
- 3、市场价格波动。

APPENDIX 1

- The company is a leading fluorine chemical company in China
- Benefiting from the increase in refrigerant prices
- Fluorinated polymer materials have vast space
- Affiliated company Dongyue Silicon Materials is a leading organic silicon manufacturer in China
- Coordination between dichloromethane, PVC, and caustic soda divisions and refrigerant divisions
- Dongyue Future Hydrogen Energy Sprint IPO
- Profit forecast
- Risk statement

重要信息披露

本研究报告由环球富盛理财有限公司分销。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Global Prosperity Financial Company Limited.

分析师认证Analyst Certification:

我，庄怀超，在此保证（i）本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且（ii）我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Zhuang Huaichao, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

评级定义（从2025年6月18日开始执行）：

环球富盛理财有限公司（以下简称“GPF”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读GPF的评级定义。并且GPF发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

买入，未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上，基准定义如下

中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数： 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 18 June 2025):

Global Prosperity Financial uses a relative rating system using Buy, Neutral, or Sell for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Global Prosperity Financial. In addition, since Global Prosperity Financial contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Global Prosperity Financial Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Buy: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Sell: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

APPENDIX 4

重要免责声明：本报告由环球富盛理财有限公司（“GPF”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。

香港投资者的通知事项：环球富盛理财有限公司（“GPF”）负责分发该研究报告，GPF是在香港有权实施第1类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第571章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给SFO所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系GPF销售人员。

环球富盛理财有限公司

地址：香港上环德辅道中308号23楼2301室

联系人电话：(852) 9748 7114

联系人电邮：charles.zhuang@gpf.com.hk