

东岳集团 (00189.HK)

优于大市

制冷剂价格快速上涨，2025 年上半年业绩大幅提升

核心观点

2025 年上半年实现归母净利润 7.79 亿元，同比增长 153%。2025 年 8 月 26 日，公司发布 2025 年半年报，根据公司公告，2025 年上半年公司实现营收 74.63 亿元，同比增长 2.79%；实现归母净利润 7.79 亿元，同比增长 153.28%；实现销售毛利率 29.11%，同比提升 9.28pct；实现销售净利率 14.16%，同比提升 8.72pct。2025 年上半年，有机硅、含氟高分子市场需求较弱，竞争压力较大，产品价格及盈利水平较低；但制冷剂受配额制影响，价格及利润率快速上涨，公司制冷剂板块业绩大幅增长。

制冷剂价格持续提升，公司制冷剂板块业绩快速增长。东岳集团为我国 R22 与 R32 生产能力与配额量的龙头企业，公司拥有约 22 万吨 R22 产能，约 6 万吨 R32 产能。配额方面，根据生态环境部，2025 年公司拥有 4.39 万吨 R22 配额，约占总配额的 29.46%，为国内最大配额；拥有 5.63 万吨 R32 配额，约占总配额的 20.09%，仅次于巨化股份配额占比；公司合计拥有 12.99 万吨二代、三代制冷剂生产配额，总配额量位于国内前列。随着制冷剂售价在供需紧平衡状态下的不断上升，公司制冷剂产品的毛利润与净利润持续增厚。2025 年上半年，公司制冷剂板块实现营收 22.92 亿元，同比提升 47.69%，实现盈利 10.30 亿元，同比提升 209.77%。

公司含氟高分子产业链完善，成本优势突出。公司拥有 5.5 万吨 PTFE 产能、2.5 万吨 PVDF 产能，分别居国内第一、第二；公司具备完善的含氟高分子产业链，具备 R22、R142b 及上游原料产能。随着含氟高分子扩产周期步入尾声，公司产品报价底部企稳，且公司具备规模、产业链优势，行业利润率水平领先。预计随着 AI 服务器等新兴高端需求的发展，公司作为国内含氟高分子领先企业有望率先实现高端化突破。2025 年上半年，含氟高分子需求较弱而供给相对过剩，市场竞争加剧，而公司凭借优秀的产品质量以及上游配套成本优势，仍保证了一定的盈利水平。2025 年上半年，公司实现含氟高分子营业收入 19.40 亿元，同比减少 4.58%，收入占比为 25.99%，同比减少 2.01pct；实现盈利 2.59 亿元，同比减少 14.57%。

有机硅阶段性承压，营收及利润同比下滑。公司有机硅业务板块为控股公司东岳有机硅主营业务，东岳有机硅于 2020 年拆分上市，其募投项目“30 万吨有机硅单体和 20 万吨下游深加工品项目”于 2022 年投产，当前公司拥有 60 万吨单体产能，以及 20 万吨下游深加工品产能，产品覆盖 DMC、107 硅橡胶、110 生胶、混炼胶、以及其他副产品及高端下游产品，如气象白炭黑、各类硅油等。2025 年上半年受新增产能集中释放、下游需求乏力、国际贸易环境变化等多重因素影响，产品价格有所下滑。2025 年上半年，公司实现有机硅板块收入 23.19 亿元，同比减少 15.95%，收入占比为 31.07%，同比下滑 6.93pct，实现盈利 875 万元，同比下滑 83.70%。

风险提示：氟化工需求疲弱；有机硅竞争加剧；产品价格大幅下滑等。

投资建议：小幅下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

制冷剂处于长期景气周期，公司作为氟硅行业龙头有望充分受益，考虑到有机硅及含氟高分子板块对公司业绩的影响，我们小幅下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 21.23/25.63/28.06 亿元（前值为 21.77/29.53/30.23 亿元），对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.23/1.48/1.62

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

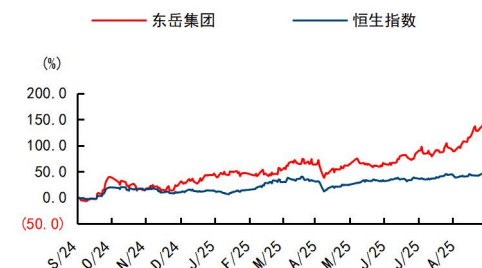
证券分析师：杨林
010-88005379
yanglin6@guosen.com.cn
S0980520120002

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	13.42 港元
总市值/流通市值	23253/23253 百万港元
52 周最高价/最低价	13.60/4.87 港元
近 3 个月日均成交额	157.64 百万港元

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

《东岳集团 (00189.HK) - 制冷剂景气度向上，公司业绩持续向好》——2025-04-24
《东岳集团 (00189.HK) - 国内氟硅行业龙头企业，充分受益于制冷剂景气度上行》——2025-04-11

元。维持“优于大市”评级。

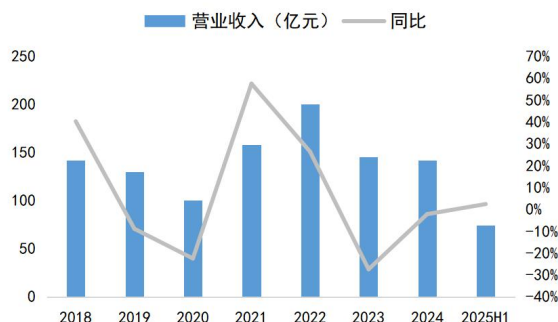
盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,493	14,181	14,774	17,107	18,364
(+/-%)	-27.6%	-2.2%	4.2%	15.8%	7.3%
归母净利润(百万元)	708	811	2123	2563	2806
(+/-%)	-81.6%	14.6%	161.8%	20.7%	9.5%
每股收益(元)	0.41	0.47	1.23	1.48	1.62
EBIT Margin	12.0%	8.4%	13.2%	15.6%	16.1%
净资产收益率(ROE)	4.8%	6.7%	15.4%	15.9%	15.2%
市盈率(PE)	27.9	24.4	9.3	7.7	7.0
EV/EBITDA	9.0	945.0	7.2	5.9	5.5
市净率(PB)	1.33	1.63	1.43	1.23	1.07

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

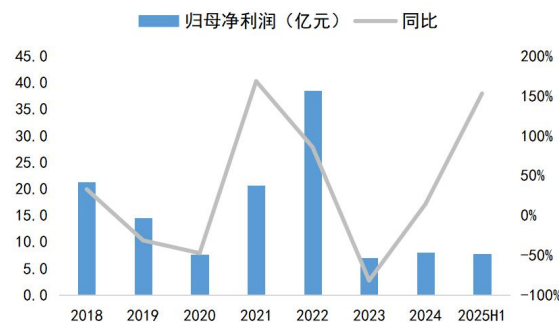
2025 年上半年实现归母净利润 7.79 亿元，同比增长 153%。2025 年 8 月 26 日，公司发布 2025 年半年报，根据公司公告，2025 年上半年公司实现营收 74.63 亿元，同比增长 2.79%；实现归母净利润 7.79 亿元，同比增长 153.28%；实现销售毛利率 29.11%，同比提升 9.28pct；实现销售净利率 14.16%，同比提升 8.72pct。2025 年上半年，有机硅、含氟高分子市场需求较弱，竞争压力较大，产品价格及盈利水平较低；但制冷剂受配额制影响，价格及利润率快速上涨，公司制冷剂板块业绩大幅增长。

图1：东岳集团营业收入及增速（单位：亿元、%）



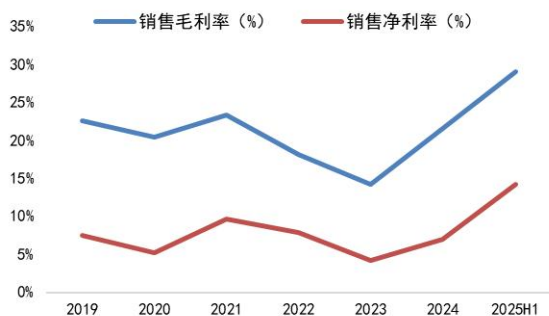
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：东岳集团归母净利润及增速（单位：亿元、%）



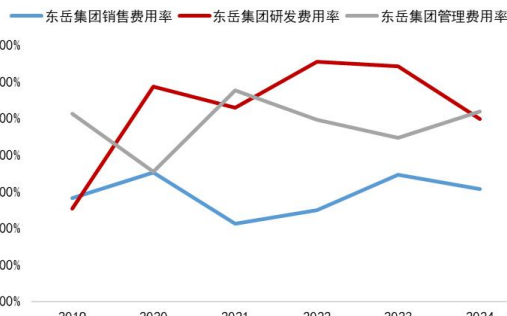
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：东岳集团毛利率、净利率变化情况



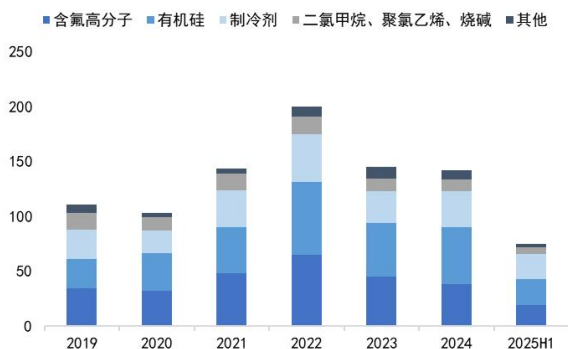
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：东岳集团各项费用率变化情况



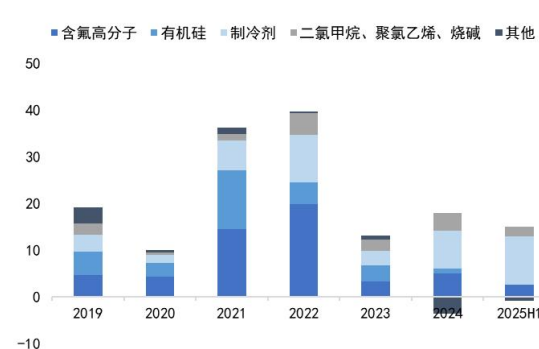
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司收入构成（亿元）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司利润构成（亿元）



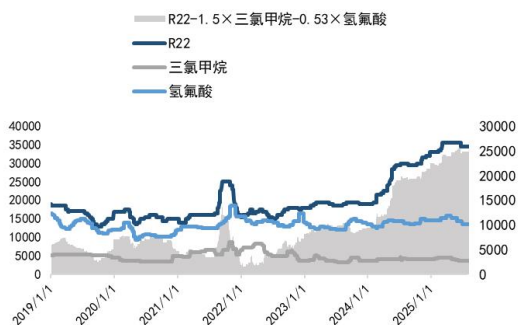
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

制冷剂价格持续提升，公司制冷剂板块业绩快速增长。东岳集团为我国 R22 与 R32 生产能力与配额量的龙头企业，公司拥有约 22 万吨 R22 产能，约 6 万吨 R32 产能。配额方面，根据生态环境部，2025 年公司拥有 4.39 万吨 R22 配额，约占总配额的 29.46%，为国内最大配额；拥有 5.63 万吨 R32 配额，约占总配额的 20.09%，仅次于巨化股份配额占比；公司合计拥有 12.99 万吨二代、三代制冷剂生产配额，总配额量位于国内前列。随着制冷剂售价在供需紧平衡状态下的不断上升，公司制冷剂产品的毛利润与净利润持续增厚。2025 年上半年，公司制冷剂板块实现营收 22.92 亿元，同比提升 47.69%，实现盈利 10.30 亿元，同比提升 209.77%。

R22 价格复盘：2025 年来配额进一步削减，价格中枢不断提升。2019 年夏季空调产销“遇冷”，在大环境不景气、制冷剂终端需求疲软等利空因素影响下，萤石盘整、氢氟酸价格震荡走低，制冷剂产品全线震荡走弱。近几年，每至年底，萤石供应有所减少，企业 R22 配额余量基本用尽，厂家接单较少，主要按生产前期低价订单为主，市场上存在断货现象，R22 价格高位维稳。2020 年以来，受 NCP 疫情、经济周期下行、中美贸易摩擦等影响，空调、汽车行业产销量双双下滑，氟化工产业链终端需求减弱。相较于三代制冷剂，受配额管理的 R22 产品价格则维持相对坚挺。2021 年，受空调生产旺季需求增长，叠加部分企业短期停工，上游原材料在限电背景下拉涨等因素影响，R22 价格曾一度上涨至 2.5 万元/吨，后随着产能恢复以及原材料价格回落，R22 的价格回归 1.7-1.9 万元/吨水平。2025 年来，随着 R22 配额再度削减预期逐步兑现，需求端由维修市场支撑相对稳定，R22 价格再次进入涨价周期，价格从 2024 年初的 1.9 万元/吨一路稳步上涨到当前报价超 4 万元/吨，在成本端相对稳定的背景下，R22 的毛利润提升至近 3 万元/吨，预计随着经销商库存不断消耗，R22 价格有望高位持续上涨。

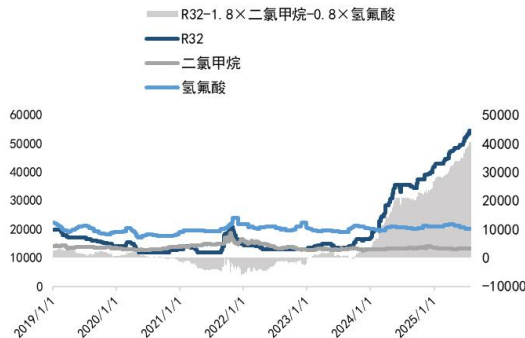
R32 价格复盘：供需紧平衡状态下，R32 进入长涨价周期。2019-2022 年，除 2021 年受拉闸限电原材料价格推涨因素外，供给端 R32 进入配额窗口期，各家企业为了争取冻结年份更高的生产配额，在窗口期纷纷扩产，R32 整体呈现供过于求态势；需求端受 2020 年疫情影响，经济活动受限，空调等制冷设备的生产和销售受到冲击，整体供过于求背景下，R32 价格维持 1.2-1.5 万元/吨区间。直到 2023 年底，随着配额窗口期结束、配额方案逐渐落地，2023 年起供求关系改善，价格逐步回归合理区间。进入 2024 年，配额制正式实施，R32 供给被冻结，且空调需求持续增长，在此背景下 R32 进入了长上涨周期，价格由 2024 年初的 1.7 万元/吨上涨至当前的 6 万元/吨，价差近 4.5 万元/吨，盈利水平非常可观。而 R32 作为三代制冷剂中 GWP 值相对较低、制冷性能最优越的品种，预计在海外空调需求持续提升背景下仍有高位上涨空间。

图7: R22 价格、价差走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

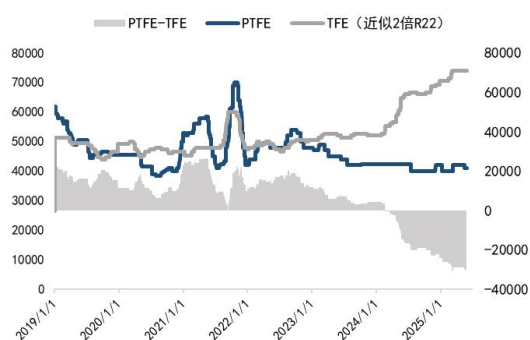
图8: R32 价格、价差走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

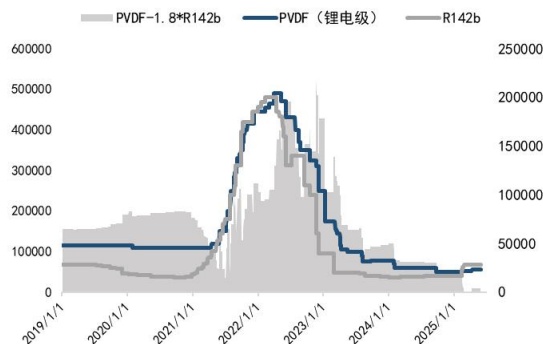
公司含氟高分子产业链完善，成本优势突出。公司拥有 5.5 万吨 PTFE 产能、2.5 万吨 PVDF 产能，分别居国内第一、第二；公司具备完善的含氟高分子产业链，具备 R22、R142b 及上游原料产能。随着含氟高分子扩产周期步入尾声，公司产品报价底部企稳，且公司具备规模、产业链优势，行业利润率水平领先。预计随着 AI 服务器等新兴高端需求的发展，公司作为国内含氟高分子领先企业有望率先实现高端化突破。2025 年上半年，含氟高分子需求较弱而供给相对过剩，市场竞争加剧，而公司凭借优秀的产品质量以及上游配套成本优势，仍保证了一定的盈利水平。2025 年上半年，公司实现含氟高分子营业收入 19.40 亿元，同比减少 4.58%，收入占比为 25.99%，同比减少 2.01pct；实现盈利 2.59 亿元，同比减少 14.57%。

图9: PTFE 价格价差走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

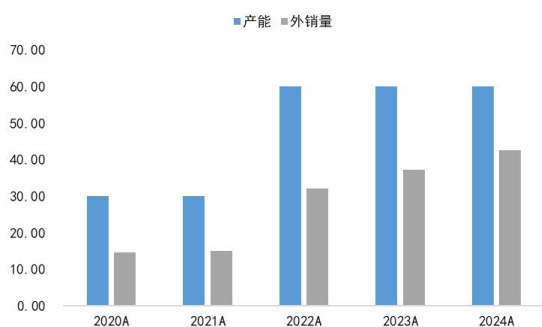
图10: PVDF 价格价差走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯、百川盈孚、国信证券经济研究所整理

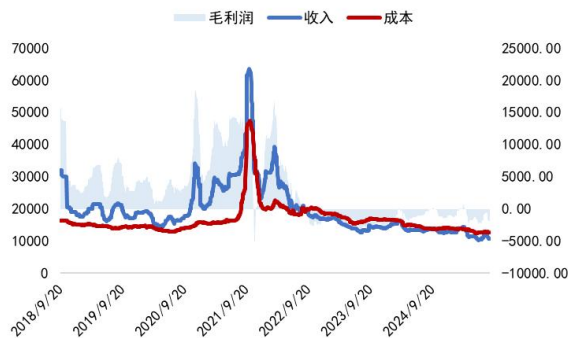
有机硅阶段性承压，营收及利润同比下滑。公司有机硅业务板块为控股公司东岳有机硅主营业务，东岳有机硅于 2020 年拆分上市，其募投项目“30 万吨有机硅单体和 20 万吨下游深加工品项目”于 2022 年投产，当前公司拥有 60 万吨单体产能，以及 20 万吨下游深加工品产能，产品覆盖 DMC、107 硅橡胶、110 生胶、混炼胶、以及其他副产品及高端下游产品，如气象白炭黑、各类硅油等。2025 年上半年受新增产能集中释放、下游需求乏力、国际贸易环境变化等多重因素影响，产品价格有所下滑。2025 年上半年，公司实现有机硅板块收入 23.19 亿元，同比减少 15.95%，收入占比为 31.07%，同比下滑 6.93pct，实现盈利 875 万元，同比下滑 83.70%。

图11: 公司有机硅产能、销量（万吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 有机硅行业价格、毛利润（右轴）



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

投资建议：小幅下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

制冷剂处于长期景气周期，公司作为氟硅行业龙头有望充分受益，考虑到有机硅及含氟高分子板块对公司业绩的影响，我们小幅下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 21.23/25.63/28.06 亿元（前值为 21.77/29.53/30.23 亿元），对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.23/1.48/1.62 元。维持“优于大市”评级。

表1: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
603379	三美股份	优于大市	60.63	371	3.45	4.13	17.57	14.68
600160	巨化股份	优于大市	34.69	961	1.58	1.96	21.96	17.70
0189.HK	东岳集团	优于大市	12.23	212	1.23	1.48	9.94	8.26

资料来源:WIND, 国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E	
现金及现金等价物	2547	2470	3846	5943	8385	营业收入	14493	14181	14774	17107	18364
应收款项	2493	2732	2540	3056	3325	营业成本	12057	11115	10544	11895	12681
存货净额	2464	1441	1652	1830	1846	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	144	89	112	136	133	销售费用	366	437	517	599	643
流动资产合计	7648	6777	8195	10964	13689	管理费用	337	1445	1766	1949	2087
固定资产	12193	12280	12445	12637	12833	财务费用	(11)	25	(17)	(24)	(36)
无形资产及其他	318	1349	1722	2138	2603	投资收益	0	0	5	15	0
投资性房地产	1218	303	303	303	303	资产减值及公允价值变动	0	0	(15)	0	0
长期股权投资	572	227	277	327	377	其他收入	(1205)	224	1462	1529	1609
资产总计	21949	20937	22942	26371	29805	营业利润	539	1384	3415	4232	4597
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业外净收支	114	39	55	69	54
应付款项	2241	2109	1818	2057	2237	利润总额	653	1423	3470	4302	4651
其他流动负债	2319	831	780	886	947	所得税费用	42	436	694	860	930
流动负债合计	4560	2940	2598	2943	3185	少数股东损益	(97)	177	653	878	915
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	708	811	2123	2563	2806
其他长期负债	451	525	581	611	641	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	451	525	581	611	641	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
负债合计	5010	3465	3179	3554	3825	净利润	708	811	2123	2563	2806
少数股东权益	2144	5365	5952	6699	7477	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	14794	12107	13811	16118	18503	折旧摊销	1194	(1158)	1462	1529	1609
负债和股东权益总计	21949	20937	22942	26371	29805	公允价值变动损失	0	0	15	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(11)	25	(17)	(24)	(36)
2023	2024	2025E	2026E	2027E		营运资本变动	(232)	209	(328)	(343)	(11)
每股收益	0.41	0.47	1.23	1.48	1.62	其它	(66)	137	588	746	778
每股红利	0.09	0.09	0.24	0.15	0.24	经营活动现金流	1604	(2)	3859	4496	5181
每股净资产	8.54	6.99	7.97	9.30	10.68	资本开支	0	1075	(2015)	(2138)	(2269)
ROIC	9%	5%	9%	12%	12%	其它投资现金流	0	(45)	0	45	0
ROE	5%	7%	15%	16%	15%	投资活动现金流	(331)	1374	(2065)	(2143)	(2319)
毛利率	17%	22%	29%	30%	31%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	8%	13%	16%	16%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	0%	23%	25%	25%	支付股利、利息	(158)	(160)	(419)	(256)	(421)
收入增长	-28%	-2%	4%	16%	7%	其它融资现金流	(3725)	(1130)	0	0	0
净利润增长率	-82%	15%	162%	21%	9%	融资活动现金流	(4041)	(1450)	(419)	(256)	(421)
资产负债率	33%	42%	40%	39%	38%	现金净变动	(2769)	(77)	1376	2097	2442
息率	1.2%	1.2%	2.0%	1.2%	2.0%	货币资金的期初余额	5316	2547	2470	3846	5943
P/E	18.7	16.3	9.3	7.7	7.0	货币资金的期末余额	2547	2470	3846	5943	8385
P/B	0.9	1.1	1.4	1.2	1.1	企业自由现金流	0	947	675	1180	1691
EV/EBITDA	7	672	7	6	5	权益自由现金流	0	(200)	689	1199	1719

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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所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。

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