

制冷剂持续上行，有机硅触底有望反弹

东岳集团(0189.HK)

核心观点

公司是二代及三代制冷剂龙头，在 R22、R32 等核心产品的市占率高，且具备行业联合定价权。长期看三代制冷剂仍有较大涨价空间，公司有望深度受益。此外，公司作为氟高分子材料的老牌龙头，在研发实力及高端产品布局方面具有领先优势，制冷剂板块的丰厚利润也有望为高端氟材料的研发持续补充血液，演绎强者恒强逻辑。新能源、液冷等新兴领域对氟材料的需求高增，公司远期成长广阔。

事件

公司发布 2025 年年报，2025 年全年实现营收 143.55 亿元，同比+1.2%，实现归母净利润 16.42 亿元，同比+102.5%，实现毛利率 30.8%，同比+9.2pcts；实现净利率 11.4%，同比+5.7pcts。总体来看，2025 年盈利能力改善明显。

简评

制冷剂持续上涨，有机硅业绩触底

1) 制冷剂板块：2025 年制冷剂板块实现营收 49.41 亿元，同比+52.1%；实现经营溢利 22.88 亿元，同比+183.7%。其中 25H2 实现营收 26.49 亿元，同比+56.2%/环比+15.6%；实现经营溢利 12.58 亿元，同比+165.4%/环比+22.1%。2025 年三代制冷剂价格持续上涨，对公司业绩形成较强支撑。其中 R32/R125/R134a 2025 年年均价为 53692/45025/49558 元/吨，同比分别+64%/+23%/+51%。展望后续来看，三代制冷剂长期维持供需紧平衡状态，且供给严格受限、需求相对刚性，价格利润有望持续上涨。

2) 有机硅板块：2025 年实现营收 38.24 亿元，同比-26.6%，实现经营溢利-0.52 亿元，同比-150.9%。其中 25H2 实现营收 15.05 亿元，同比-38.6%/环比-35.1%；实现经营溢利-0.60 亿元，同比-226.0%/环比-791.0%。由于 2025 年 7 月子公司东岳硅材发生事故导致部分装置短期停产，且 2025 年有机硅价格价差持续下调，公司有机硅业务量价齐跌，短期业绩触底。但有机硅行业自 2025 年 12 月开始“反内卷”以来，价格持续上涨，目前已经扭亏为盈。叠加中期视角来看，有机硅供需格局持续向好，公司作为有机硅龙头有望显著受益。

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BPU491

杨晖

yanghuil@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120006

王鲜俐

wangxianli@csc.com.cn

SAC 编号:S1440526030003

发布日期：2026 年 04 月 30 日

当前股价：12.46 港元

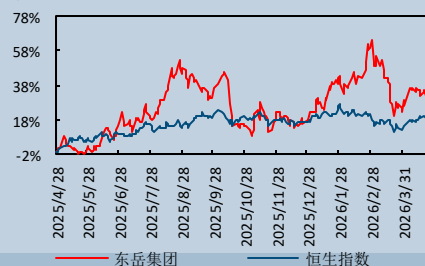
目标价格 6 个月：20.32 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	12.35/8.05	0.32/3.46	38.75/20.81
12 月最高/最低价 (港元)			14.39/8.83
总股本 (万股)			173,271.16
流通 H 股 (万股)			173,271.16
总市值 (亿港元)			215.90
流通市值 (亿港元)			215.90
近 3 月日均成交量 (万)			1378.14
主要股东			
Dongyue Team Limited			14.94%

股价表现



3) 高分子材料板块：2025 年实现营收 39.30 亿元，同比+2.7%；实现经营溢利 3.57 亿元，同比-29.8%。其中 25H2 实现营收 19.90 亿元，同比+11.1%/环比+2.6%；实现经营溢利 0.97 亿元，同比-52.4%/环比-62.4%。公司在含氟高分子材料布局多元化，其中 PVDF、PTFE 等核心含氟高分子材料价格在 2025Q3 触及历史底部，公司在行业底部仍有底部利润托底，后续有望随着含氟高分子价格回暖而受益。

4) 烧碱及氯化物板块：2025 年实现营收 12.23 亿元，同比+10.8%；实现经营溢利 3.58 亿元，同比-3.8%。其中 25H2 实现营收 5.87 亿元，同比-0.3%/环比-7.8%；实现经营溢利 1.44 亿元，同比-39.7%/环比-32.4%。

投资建议：我们预计公司 2026-2028 年实现营收 152.12/166.24/177.36 亿元，同比分别 +5.97%/+9.28%/+6.69%；实现归母净利润 22.49/28.56/35.48 亿元，同比分别+36.96%/+27.01%/+24.23%。当前股价对应 PE 分别为 9.5/7.5/6.0x，考虑到港股相比于 A 股有一定折价，给予 2026 年 13xPE，对应目标价 17.73 元（20.32 港元），维持“买入”评级。

表 1: 重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	14,181.09	14,355.38	16,182.84	17,438.52	18,630.18
YoY(%)	-2.15	1.23	12.73	7.76	6.83
净利润（百万元）	810.80	1,641.81	2,361.26	2,880.83	3,524.10
YoY(%)	14.55	102.49	43.82	22.00	22.33
毛利率(%)	21.62	30.81	31.40	33.83	36.90
销售净利率(%)	6.96	15.21	16.03	18.15	20.78
ROE(%)	6.70	11.42	15.62	17.98	20.57
EPS(摊薄/元)	0.47	0.95	1.36	1.66	2.03
P/E(倍)	26.29	12.98	9.06	7.43	6.07
P/B(倍)	1.76	1.48	1.42	1.34	1.25

资料来源: iFinD, 中信建投证券

风险分析

（1）原油价格上行或下行超预期：原油价格与国际政治经济形势高度关联且波动较大，原油价格大幅波动时，都会影响下游产业链价格价差和盈利稳定性，进而影响部分板块或公司的盈利能力；（2）行业竞争格局变化：新增产能快速释放，可能造成某类产品板块产能局部过剩，进而加剧行业竞争，挤压业内盈利空间；（3）宏观经济波动，全球经济下行：化工产品下游分支众多且分布较广，与宏观经济形势关联度较高，经济下行可能影响行业产品需求。

分析师介绍

竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得2020年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第5名。

杨晖

杨晖 中信建投研究部石油化工&基础化工首席分析师

清华大学化学学士，日本京都大学经营管理硕士。4年化工实业经验，9年化工行业研究经验。曾任职于西部证券、华创证券研究所。2024年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名，2025年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名。

王鲜俐

能源化工行业研究员，清华大学材料科学与工程硕士，2020年开始从事证券研究，曾任职开源证券研究所、西部证券研究所、华创证券研究所，所在团队在2024、2025年连续获得证券时报新财富最佳分析师第四名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk