

**買入**

2026年5月5日

**製冷劑配額溢價持續兌現，氟矽材料邁入修復週期**

- 業績實現倍增：**公司 2025 年全年實現收入 143.6 億元，同比增長 1.2%，收入端總體保持穩健；毛利率為 30.81%，同比提升 9.2 個百分點，核心得益於製冷劑等高毛利產品營收占比持續優化，盈利結構不斷改善；歸母淨利潤達 16.4 億元，同比大幅增長 102.5%，充分彰顯公司核心業務的盈利潛力。
- 製冷劑配額紅利徹底釋放，成集團最強利潤引擎：**2025 年，製冷劑業務表現極為亮眼，實現收入 46.2 億元，同比增長 52.13%，分部利潤率大幅增長 11.5 個百分點至 34.4%，分部盈利同比飆升 183.7%至 22.9 億元，成為拉動集團業績的最強支柱。盈利的爆發式增長主要受益於配額政策落地後的價格持續上行。截至 26 年 4 月，三代製冷劑核心品種均突破 6 萬元/噸；二代製冷劑 R22 隨著傳統旺季到來及違規產能出清，價格亦呈現回暖上行趨勢。產能方面，公司在建的 4.9 萬噸 R32 項目達產後，R32 總產能將達 12 萬噸，將徹底解決此前因裝置適應期導致的配額利用不足問題，全面鎖定行業配額溢價。儘管短期出口航運受地緣政治略有擾動，但在配額強約束的中長期邏輯下，製冷劑板塊景氣度依然具備極強的確定性。
- 含氟高分子提價顯成效，有機矽 Q1 利潤狂飆逾 4 倍：**相比 2025 年含氟高分子與有機矽分部因行業週期導致的業績下滑，展望 2026 年，兩大板塊供需結構已顯著改善。含氟高分子材料受高端領域及鋰電需求拉動，呈現強勁復蘇。目前，公司 PTFE 年內已順利完成幾輪提價，下游接受度良好；PVDF 價格已從去年低位的約 4 萬元/噸大幅回升至 5 萬元/噸以上。有機矽方面，前期產能過剩問題正隨行業集體“反內卷”和需求平穩增長逐步消化，產品價格回暖直接帶動子公司東嶽矽材 26Q1 歸母淨利潤達到 1.94 億元，同比暴增 427.0%。隨著量價齊升邏輯兌現，這兩大板塊正從 2025 年的拖累項，強力轉化為 2026 年業績增長的重要彈性來源。
- 目標價 19.5 港元，維持買入評級：**我們預測公司 2026-2028 年的收入分別為 162.5 億元/174.7 億元/181.3 億元人民幣；淨利潤分別為 23.2 億元/28.1 億元/30.0 億元。我們給予公司 2026 年 12xPE，目標價 19.5 港元，較現價有 52.1%的上漲空間，維持買入評級。

**黃晨**
**+852 2532 1954**
**chen.huang@firstshanghai.com.hk**
**主要資料**

行業	化工新材料
股價	12.82 港元
目標價	19.5 港元 (+52.1%)
股票代碼	189
已發行股本	17.33 億股
市值	222.13 億港元
52 周高/低	8.72/14.69 港元
每股淨資產	9.19 港元
主要股東	Dongyue Team Limited (14.94%)

**盈利摘要**

截止12月31日財政年度	2024实际	2025实际	2026预测	2027预测	2028预测
收入 (百万人民币)	14,181.1	14,355.4	16,251.7	17,472.9	18,130.3
变动 (%)	-2.15%	1.23%	13.21%	7.51%	3.76%
归母净利润 (百万人民币)	810.8	1,641.8	2,323.7	2,806.7	3,004.7
每股基本收益 (人民币元)	0.46	1.00	1.42	1.71	1.83
变动 (%)	47.82%	115.40%	41.54%	20.79%	7.05%
市盈率@12.82港元 (倍)	31.74	14.74	10.41	8.62	8.05
每股派息 (港元)	0.10	0.11	0.16	0.20	0.21
息率 (%)	0.78%	0.88%	1.27%	1.53%	1.64%

來源：公司資料，第一上海預測

**股價表現**


來源：Bloomberg

# 附錄 1：主要財務報表

## 損益表

(人民币) (百万元), 财务年度截至12月31日					
	24年 实际	25年 实际	26年 预测	27年 预测	28年 预测
收入	14181	14355	16252	17473	18130
毛利	3067	4423	5699	6611	6954
其他业务收入	226	290	319	351	386
销售及管理费用	(1172)	(1371)	(1105)	(1171)	(1178)
其他收支净额	(668)	(773)	(764)	(804)	(816)
<b>营业利润</b>	1452	2568	4149	4987	5345
财务开支	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
联营公司	0	0	0	1	1
<b>税前盈利</b>	1422	2577	4159	4999	5367
所得税	(436)	(393)	(624)	(750)	(805)
少数股东应占利润	177	542	1211	1443	1557
<b>净利润</b>	811	1642	2324	2807	3005
折旧及摊销	1164	1331	1779	1873	2001
<b>EBITDA</b>	2617	3899	5927	6860	7346
<b>增长率</b>					
总收入	-2.2%	1.2%	13.2%	7.5%	3.8%
EBITDA	44.3%	49.0%	52.0%	15.7%	7.1%
每股收益	14.6%	102.5%	41.5%	20.8%	7.1%

## 资产负债表

(人民币) (百万元), 财务年度截至12月31日					
	24年 实际	25年 实际	26年 预测	27年 预测	28年 预测
现金	2470	5005	8339	12416	16973
应收账款	2777	3004	3117	3351	3477
存货	1430	1348	1388	1428	1470
其他流动资产	100	21	21	21	21
<b>总流动资产</b>	6777	9378	12864	17217	21940
<b>固定资产</b>	13387	13226	12921	12522	11996
联营公司投资	98	154	154	154	154
其他固定资产	675	801	803	806	808
<b>总资产</b>	20937	23558	26742	30699	34898
应付帐款	2823	2798	2612	2551	2470
短期银行贷款	0	0	0	0	0
其他短期负债	117	72	72	72	72
<b>总短期负债</b>	2940	2871	2684	2623	2542
长期银行贷款	0	0	0	0	0
其他负债	525	523	523	523	523
<b>总负债</b>	3465	3394	3207	3146	3065
少数股东权益	5365	5788	6999	8441	9998
<b>股东权益</b>	12107	14377	16537	19111	21835
每股净资产	6.93	8.76	10.07	11.64	13.30

資料來源：公司資料、第一上海預測

## 财务分析

	24年 实际	25年 实际	26年 预测	27年 预测	28年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率	21.6%	30.8%	35.1%	37.8%	38.4%
EBITDA 利率	18.5%	27.2%	36.5%	39.3%	40.5%
净利率	5.7%	11.4%	14.3%	16.1%	16.6%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入	8.3%	9.6%	6.8%	6.7%	6.5%
实际税率	30.6%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
库存周转	49	46	48	48	48
应付账款天数	94	68	80	80	80
应收账款天数	68	73	70	70	70
<b>财务状况</b>					
净负债/权益	(0.20)	(0.35)	(0.50)	(0.65)	(0.78)
收入/总资产	0.68	0.61	0.61	0.57	0.52
总资产/股本	1.73	1.64	1.62	1.61	1.60
盈利对利息倍数	1048.3	1839.3	2888.1	3472.0	3727.0

## 现金流量表

	24年 实际	25年 实际	26年 预测	27年 预测	28年 预测
<b>EBITDA</b>	2617	3899	5927	6860	7346
融资成本	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变化	(108)	202	(295)	(289)	(193)
所得税	(436)	(393)	(624)	(750)	(805)
<b>营运活动现金流</b>	2072	3706	5007	5819	6346
资本开支	(1762)	(1537)	(1508)	(1508)	(1508)
其他投资活动	262	(20)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(1500)	(1557)	(1508)	(1508)	(1508)
负债变化	0	0	0	0	0
股本变化	(507)	(105)	0	0	0
股息	(156)	(160)	(164)	(232)	(281)
其他融资活动	14	651	(1)	(1)	(1)
<b>融资活动现金流</b>	(648)	386	(166)	(234)	(282)
<b>现金变化</b>	(77)	2535	3333	4078	4556
期初持有现金	2547	2470	5005	8339	12416
期末持有现金	2470	5005	8339	12416	16973

## 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。