

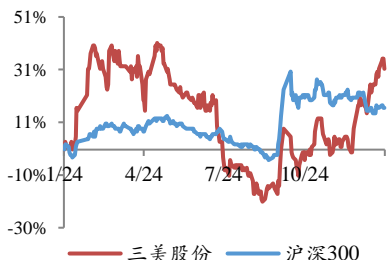
## 全年业绩预计同比大幅增长，看好制冷剂景气延续

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-01-24

收盘价(元)	42.99
近12个月最高/最低(元)	47.15/25.80
总股本(百万股)	610
流通股本(百万股)	610
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	262
流通市值(亿元)	262

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：刘旭升

执业证书号：S0010524070003

电话：17610267257

邮箱：liuxs@hazq.com

### 相关报告

- 三美股份：Q3 业绩同比大幅增长，看好制冷剂景气延续 2024-10-29
- 制冷剂进入景气周期，氟材料加速产业链布局 2024-09-18

### 主要观点：

#### ● 事件描述

1月23日，三美股份发布2024年业绩预告。公司预计2024年实现归母净利润7.02~8.14亿元，同比+150.87%~+191.01%；实现扣非归母净利润6.72~7.84亿元，同比+221.27%~+274.92%。4Q24公司实现归母净利润1.41~2.53亿元，同比+238%~+508%，环比-21%~+43%；实现扣非归母净利润1.24~2.36亿元，同比+215%~+501%，环比-29%~+35%。

#### ● 主营产品制冷剂量价齐升，24年业绩同比大幅增长

公司预计2024年实现归母净利润7.02~8.14亿元，同比+150.87%~+191.01%。主要原因是受配额约束影响，公司主营产品制冷剂价格大幅增长。据百川盈孚数据，2024年公司主营制冷剂产品R32、R125、R134a、R22市场均价分别为3.30、3.68、3.30、2.75万元/吨，同比分别增长122%、47%、37%、42%；价差分别为1.98、2.07、1.81、1.84万元/吨，同比分别增长826%、126%、159%、75%。

#### ● 2025年制冷剂延续涨价趋势，看好制冷剂价格长景气周期

配额制背景下，制冷剂供给受限，同时下游空调排产同比继续保持增长，2025年制冷剂延续涨价趋势。据百川盈孚数据，截至2025年1月23日，公司主营制冷剂产品R32、R125、R134a市场均价较2025年1月2日分别提升1.16%、2.38%、3.53%至4.35、4.30、4.40、3.30万元/吨，价差较2025年1月2日分别提升3.44%、2.45%、4.65%至3.0、2.58、2.96万元/吨，主流制冷剂盈利能力大幅提升。在供给强约束叠加需求刚性背景下，三代制冷剂有望保持长景气周期，公司未来有望充分受益。

#### ● 积极拓展氟化工产业链，稳步推进项目建设

公司依托新材料产业园的资源优势、现有产品、品牌和资金优势，以含氟新材料为主要方向，在现有产业布局基础上，延伸氟化工产业链，丰富公司产品结构，推动产业转型升级。目前，公司已布局的项目有：年产3,000t/a（一期为500t/a）双氟磺酰亚胺锂(LiFSI)项目、5,000t/a聚全氟乙丙烯(FEP)及5,000t/a聚偏氟乙烯(PVDF)项目、6,000t/a六氟磷酸锂(LiPF6)及100t/a高纯五氟化磷(PF5)项目、1,200t/a六氟乙烷(R116)项目、20,000t/a高纯电子级氢氟酸项目。未来随着公司氟材料产品陆续投产，公司盈利空间将进一步打开。

#### ● 投资建议

在供给强约束和需求刚性的背景下，制冷剂景气度持续提升，公司作为制冷剂头部企业，盈利中枢有望持续上行，但考虑到公司氟发泡剂和氟化氢业务不利影响，我们下调公司 2024 年盈利预期，同时考虑到 2025 年制冷剂涨价趋势延续，我们上调了 2025-2026 年业绩预期，预计公司 2024 年-2026 年分别实现归母净利润 7.6、13.6、19.0 亿元（原预测值为 8.1、12.1、15.2 亿元），对应 PE 分别为 34X、19X、14X。维持公司“买入”评级。

#### ● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3334	3755	4783	5812
收入同比 (%)	-30.1%	12.6%	27.4%	21.5%
归属母公司净利润	280	762	1356	1904
净利润同比 (%)	-42.4%	172.5%	77.9%	40.5%
毛利率 (%)	13.4%	31.6%	43.3%	49.2%
ROE (%)	4.7%	11.7%	17.2%	19.4%
每股收益 (元)	0.46	1.25	2.22	3.12
P/E	73.91	34.44	19.36	13.78
P/B	3.52	4.02	3.32	2.67
EV/EBITDA	56.45	21.42	11.74	7.94

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	4283	4293	5354	6994
现金	3187	3224	4122	5542
应收账款	279	352	420	518
其他应收款	25	34	40	49
预付账款	13	11	12	13
存货	543	428	458	506
其他流动资产	236	245	304	368
<b>非流动资产</b>	2446	2933	3362	3781
长期投资	402	523	660	804
固定资产	1113	1278	1457	1631
无形资产	340	420	503	588
其他非流动资产	591	712	742	758
<b>资产总计</b>	6729	7226	8717	10776
<b>流动负债</b>	820	658	750	870
短期借款	0	20	40	60
应付账款	263	186	207	229
其他流动负债	557	452	503	581
<b>非流动负债</b>	16	40	63	78
长期借款	0	20	40	60
其他非流动负债	16	20	23	18
<b>负债合计</b>	836	698	813	947
少数股东权益	0	0	0	0
股本	610	610	610	610
资本公积	1584	1589	1589	1589
留存收益	3698	4328	5704	7628
归属母公司股东权益	5892	6528	7904	9828
<b>负债和股东权益</b>	6729	7226	8717	10776

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	484	819	1464	2010
净利润	280	762	1356	1904
折旧摊销	127	157	179	202
财务费用	-18	1	2	4
投资损失	13	8	11	15
营运资金变动	70	-142	-81	-111
其他经营现金流	221	938	1434	2012
<b>投资活动现金流</b>	-715	-696	-627	-642
资本支出	-636	-428	-466	-471
长期投资	-116	-134	-149	-157
其他投资现金流	36	-134	-11	-15
<b>筹资活动现金流</b>	-147	-93	41	32
短期借款	0	20	20	20
长期借款	0	20	20	20
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	31	5	0	0
其他筹资现金流	-178	-138	1	-9
<b>现金净增加额</b>	-361	36	898	1420

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	3334	3755	4783	5812
营业成本	2887	2567	2714	2952
营业税金及附加	20	19	25	30
销售费用	56	58	74	91
管理费用	163	155	204	251
财务费用	-124	-95	-95	-120
资产减值损失	0	1	1	1
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	-13	-8	-11	-15
<b>营业利润</b>	299	1015	1808	2541
营业外收入	86	0	0	0
营业外支出	9	0	0	0
<b>利润总额</b>	375	1015	1808	2541
所得税	96	253	453	637
<b>净利润</b>	280	762	1356	1904
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	280	762	1356	1904
EBITDA	311	1077	1892	2623
EPS (元)	0.46	1.25	2.22	3.12

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-30.1%	12.6%	27.4%	21.5%
营业利润	-53.9%	239.7%	78.2%	40.5%
归属于母公司净利润	-42.4%	172.5%	77.9%	40.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	13.4%	31.6%	43.3%	49.2%
净利率 (%)	8.4%	20.3%	28.3%	32.8%
ROE (%)	4.7%	11.7%	17.2%	19.4%
ROIC (%)	2.3%	10.5%	16.1%	18.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	12.4%	9.7%	9.3%	8.8%
净负债比率 (%)	14.2%	10.7%	10.3%	9.6%
流动比率	5.22	6.52	7.14	8.04
速动比率	4.46	5.74	6.39	7.33
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.51	0.54	0.60	0.60
应收账款周转率	10.28	11.90	12.39	12.40
应付账款周转率	11.54	11.45	13.81	13.53
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.46	1.25	2.22	3.12
每股经营现金流(薄)	0.79	1.34	2.40	3.29
每股净资产	9.65	10.69	12.95	16.10
<b>估值比率</b>				
P/E	73.91	34.44	19.36	13.78
P/B	3.52	4.02	3.32	2.67
EV/EBITDA	56.45	21.42	11.74	7.94

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。