三美股份（603379.SH）

三代制冷剂价格持续上涨，公司2024年归母净利高速增长

优于大市

◆ 公司研究·公司快评 ◆ 基础化工·化学制品 ◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn 执证编码：S0980520120002
证券分析师： 张歆钰 021-60375408 zhangxinyu4@guosen.com.cn 执证编码：S0980524080004

事项：

公司公告：2025年1月23日晚，公司发布《2024年年度业绩预增公告》。根据公司公告，经财务部门初步测算，预计2024年度，公司实现归母净利润为7.0亿元到8.1亿元，与上年同期相比增长151%到191%。预计2024年度，公司扣非后归母净利润为6.7亿元到7.8亿元，与上年同期相比增长221%到275%。其中，2024年第四季度预计实现归母净利润1.39-2.49亿元，预计实现扣非后归母净利润1.22-2.32亿元。

国信化工观点：1）预计公司2024年归母净利润为7.0-8.1亿元，同比增长150.9%-191.0%；预计公司扣非后归母净利润为6.7亿元-7.8亿元，同比增长221.3%-274.9%；2）2024年进入三代制冷剂配额元年，供给端受配额约束下，公司三代制冷剂产品价格同比上涨，产品盈利能力提升；3）主流制冷剂品种价格价差持续上行，看好制冷剂长期景气度。

投资建议：随着三代制冷剂产品供给侧结构性改革不断深化，行业竞争格局趋向集中，三代制冷剂有望保持长期的景气周期，公司作为行业领先企业将持续受益。未来，公司将积极布局新材料、新能源等业务领域，并通过子公司向氟化工下游高附加值领域延伸。2024年以来制冷剂产品价格持续上涨，公司制冷剂产品充分受益，在此基础上我们谨慎上调公司2024-2026年盈利预测：预计公司2024-2026年收入分别为44.08/55.02/57.96亿元，（前值为40.96/44.26/46.09亿元）归母净利润分别为7.88/11.38/13.35亿元，（前值为7.31/8.32/9.33亿元），同比增长161.2%/13.8%/12.2%；摊薄EPS为1.29/1.86/2.19元；对应当前股价对应PE为33.3/23.1/19.6X。维持“优于大市”评级。盈利预测具体拆分见正文。

评论：

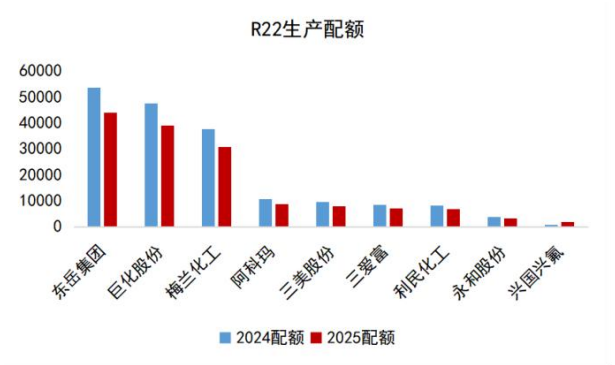
◆ 2024年公司归母净利润预计为7.0-8.1亿元，同比增长151%-191%

2025年1月23日晚，公司发布《2024年年度业绩预增公告》。根据公司公告，经财务部门初步测算，预计2024年度，公司实现归母净利润为7.0亿元到8.1亿元，与上年同期相比增长151%到191%。预计2024年度，公司扣非后归母净利润为6.7亿元到7.8亿元，与上年同期相比增长221%到275%。其中，2024年第四季度预计实现归母净利润1.39-2.49亿元，预计实现扣非后归母净利润1.22-2.32亿元。公司归母净利润增长主要与三代制冷剂在供需趋紧下价格上涨，产品盈利能力提升有关。

◆ 三代制冷剂进入配额元年，供给端受配额约束，需求端空调产销量快速提升，制冷剂价格持续上涨

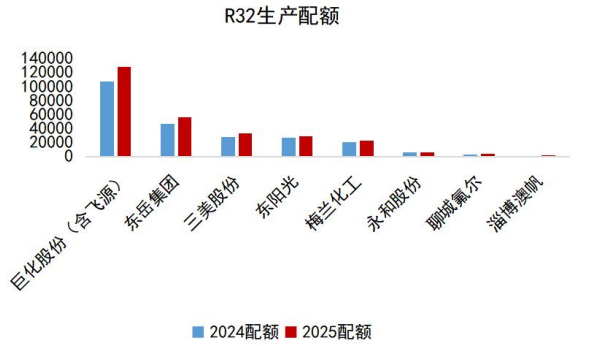
2023年底，生态环境部发布2024年三代制冷剂配额方案，2024年初生态环境部对各企业生产配额、内用生产配额进行公示，三代制冷剂正式进入配额年。2024年12月底，生态环境部发布《关于2025年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额核发情况的公示》，其中R22生产配额14.91万吨，履约削减3.14万吨，减幅18%；R32生产配额28.03万吨，相比2024年增加4.08万吨；R134a生产配额20.83万吨，相比2024年减少7401吨；R143a生产配额4.73万吨，相比2024年增加1781吨。我们认为，制冷剂配额政策的严肃性将持续，在供给端长期强约束的背景下，我们看好制冷剂产品长期景气度的延续，配额占比较高企业有望充分受益于制冷剂景气度的提升。

图1：二代制冷剂 R22 生产配额



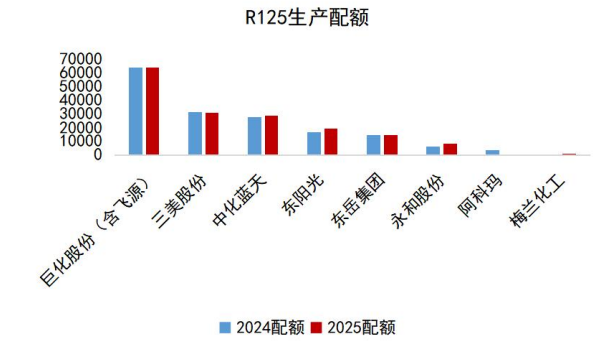
资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理

图2：三代制冷剂 R32 生产配额



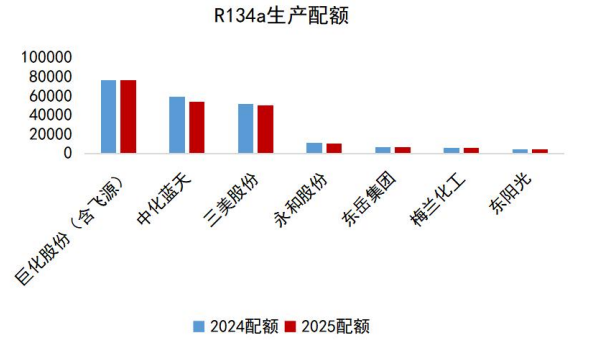
资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理

图3：三代制冷剂 R125 生产配额



资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理

图4：三代制冷剂 R134a 生产配额



资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理

2024 年来，在国补政策刺激下，国内家电空调市场从 8 月开始回转，并在四季度进入了年底冲刺阶段；海外市场受欧美夏季高温、海外补库需求持续、美国降息刺激消费、新兴市场特别是东南亚和拉美地区的快速增长影响，2024 年家用空调外销量同比快速提升。预计 2025 年在国补的带动下，上半年的空调内销出货仍有增长空间；出口方面也将延续前期增长势头。据产业在线家用空调排产报告显示，2025 年 1 月家用空调内销排产 724 万台，同比-1.1%；2 月排产 669 万台，同比+10.2%；3 月排产 1390 万台，同比+12.5%。2025 年 1 月家用空调出口排产 990 万台，同比+10.1%；2 月出口排产 771 万台，同比+23.3%；3 月出口排产 1108 万台，同比+10.0%。

图5：我国空调排产数据及预测（内销）

资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

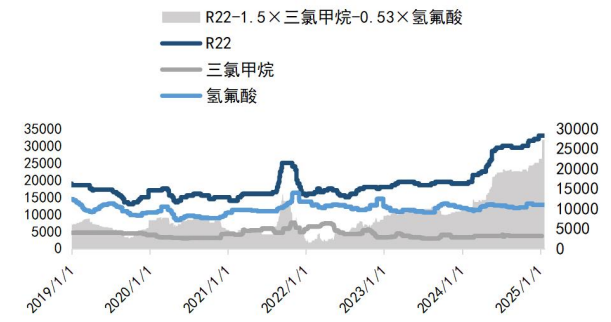
图6：我国空调排产数据及预测（出口）

资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

◆ 主流制冷剂品种价格价差持续上行，看好制冷剂长期景气度

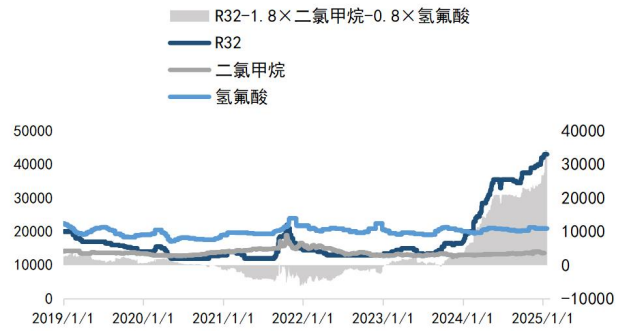
在此背景下，主流制冷剂品种 2024 年实现价格快速增长。截止至 2025 年 1 月 20 日，R22 价格、价差分别为 33000 元/吨/27209 元/吨，较 1 月初分别+0%/+21%，较 2024 年同期分别+74%/+188%；R32 价格、价差分别为 42000 元/吨/34260 元/吨，较 1 月初分别+2%/+28%，较 2024 年同期分别+121%/+720%；R125 价格、价差分别为 43000 元/吨/32949 元/吨，较 1 月初分别+2%/+33%，较 2024 年同期分别+37%/+163%；R134a 价格、价差分别为 44000 元/吨/34386 元/吨，较 1 月初分别+2%/+19%，较 2024 年同期分别+52%/+178%；R152a 价格、价差分别为 23000 元/吨/10435 元/吨，较 1 月初分别+21%/+65%，较 2024 年同期分别+53%/+320%；R143a 价格、价差分别为 43000 元/吨/31436 元/吨，较 1 月初分别+21%/+32%，较 2024 年同期分别-8%/+3%。

图7：二代制冷剂 R22 价格及价差（元/吨）



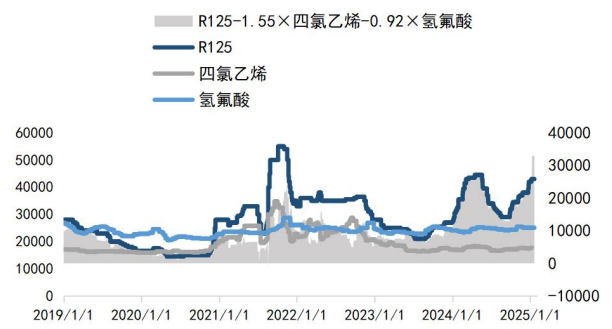
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图8：三代制冷剂 R32 价格及价差（元/吨）



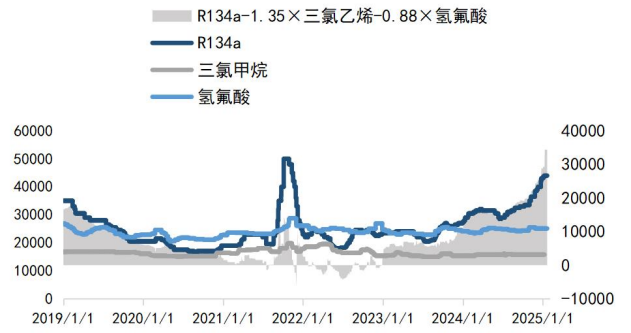
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图9：三代制冷剂 R125 价格及价差（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图10：三代制冷剂 R134a 价格及价差（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图11：主要制冷剂及原材料价格情况

产品	当日价格	月涨跌幅	较25年年初	较24年同期	价格单位
二氯甲烷	3200	-11.11%	-11.11%	3.23%	元/吨
三氯甲烷	3300	4.76%	4.76%	17.86%	元/吨
三氯乙烯	3553	5.78%	5.78%	-26.70%	元/吨
四氯乙烯	4875	5.61%	5.61%	17.47%	元/吨
萤石	3700	0.00%	0.00%	11.28%	元/吨
氢氟酸	10925	0.00%	0.00%	8.17%	元/吨
R22	33000	0.00%	0.00%	73.68%	元/吨
R32	43000	2.38%	2.38%	120.51%	元/吨
R125	43000	2.38%	2.38%	36.51%	元/吨
R134a	44000	2.33%	2.33%	51.72%	元/吨
R152a	23000	21.05%	21.05%	53.33%	元/吨
R142b	16500	0.00%	0.00%	8.55%	元/吨
R143a	43000	21.13%	21.13%	-8.51%	元/吨
R227ea	43000	0.00%	0.00%	7.50%	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

◆ 投资建议：

随着三代制冷剂产品供给侧结构性改革不断深化，行业竞争格局趋向集中，三代制冷剂有望保持长期的景气周期，公司作为行业领先企业将持续受益。未来，公司将积极布局新材料、新能源等业务领域，并通过子公司向氟化工下游高附加值领域延伸。2024 年以来制冷剂产品价格持续上涨，公司制冷剂产品充分受益，在此基础上我们谨慎上调公司 2024-2026 年盈利预测：预计公司 2024-2026 年收入分别为 44.08/55.02/57.96 亿元，（前值为 40.96/44.26/46.09 亿元）归母净利润分别为 7.88/11.38/13.35 亿元，（前值为 7.31/8.32/9.33 亿元），同比增长 161.2%/13.8%/12.2%；摊薄 EPS 为 1.29/1.86/2.19 元；对应当前股价对应 PE 为 33.3/23.1/19.6X。维持“优于大市”评级。

表1：三美股份盈利预测

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
			氟制冷剂		
营业收入（百万元）	3632.74	2508.56	3627.59	4671.00	4940.00
营业成本（百万元）	3075.24	3075.24	2466.76	3036.15	3062.80
毛利（百万元）	557.63	291.24	1160.83	1634.85	1877.20
毛利率(%)	15.35	11.61	32.00	35.00	38.00
			氟发泡剂		
营业收入（百万元）	337.59	185.19	158.65	171.00	160.00
营业成本（百万元）	232.19	233.19	76.15	82.08	76.80
毛利（百万元）	105.40	102.09	82.50	88.92	83.20
毛利率(%)	31.22	55.13	52.00	52.00	52.00
			氟化氢		
营业收入（百万元）	655.01	567.49	522.24	510.00	496.40
营业成本（百万元）	563.66	563.66	496.13	474.30	461.65
毛利（百万元）	91.37	40.41	26.11	35.70	34.75
毛利率(%)	13.95	7.12	5.00	7.00	7.00
			其他主营及其他业务		
营业总收入（百万元）	145.31	72.55	100.00	150.00	200.00
营业成本（百万元）	133.09	-985.19	90.00	135.00	160.00
毛利（百万元）	12.22	1057.74	10.00	15.00	40.00
毛利率（%）	17.40	14.80	10.00	10.00	20.00
			总计		
营业总收入（百万元）	4770.65	3333.79	4408.48	5502.00	5796.40
营业成本（百万元）	4004.18	2886.90	3129.04	3727.53	3761.25
毛利（百万元）	766.47	446.89	1279.44	1774.47	2035.15
毛利率（%）	16.07	13.40	29.02	32.25	35.11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价(2025/1/23)	EPS			PE			PB
代码	名称	评级	（元）	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
600160	巨化股份	优于大市	25.37	0.35	0.74	1.13	47.18	34.28	22.45	4.01
605020	永和股份	优于大市	20.56	0.48	0.68	1.25	51.63	30.24	16.45	3.06
平均值				**0.42**	**0.71**	**1.19**	**49.41**	**32.26**	**19.45**	**3.53**
603379	三美股份	优于大市	42.99	0.46	1.29	1.86	74.22	33.31	23.06	4.22

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理并预测

备注：上述公司盈利预测均为国信证券经济研究所预测

◆ 风险提示

氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

相关研究报告：

《三美股份（603379.SH）-制冷剂上涨趋势延续，看好四代制冷剂布局》 ——2024-10-29
《三美股份（603379.SH）-投资布局四代制冷剂，制冷剂产品不断完善》 ——2024-09-19
《三美股份（603379.SH）-制冷剂盈利能力提升，产品布局不断完善》 ——2024-08-27
《三美股份（603379.SH）--一季度归母净利增长 673%，丰富产品组合及营销优势》 ——2024-04-30
《三美股份（603379.SH）-生产经营持续稳健，稳步推进氟聚合物项目建设》 ——2023-10-31

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3501	3187	2600	3198	3549
应收款项	408	303	514	537	590
存货净额	547	543	502	597	630
其他流动资产	148	229	868	544	704
流动资产合计	**4733**	**4283**	**4505**	**4897**	**5493**
固定资产	955	1341	1757	2136	2483
无形资产及其他	243	340	333	327	320
投资性房地产	309	362	362	362	362
长期股权投资	189	402	402	402	402
资产总计	**6430**	**6729**	**7360**	**8124**	**9060**
短期借款及交易性金融负债	0	1	169	0	0
应付款项	331	608	413	491	491
其他流动负债	370	212	317	376	378
流动负债合计	**701**	**820**	**899**	**867**	**869**
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	19	16	16	16	16
长期负债合计	**19**	**16**	**16**	**16**	**16**
负债合计	**720**	**836**	**915**	**883**	**885**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	5710	5892	6444	7241	8175
负债和股东权益总计	**6430**	**6729**	**7359**	**8124**	**9060**

关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	0.80	0.46	1.29	1.86	2.19
每股红利	0.17	0.24	0.39	0.56	0.66
每股净资产	9.35	9.65	10.56	11.86	13.39
ROIC	9%	3%	12%	17%	19%
ROE	9%	5%	12%	16%	16%
毛利率	16%	13%	29%	32%	35%
EBIT Margin	11%	6%	21%	25%	28%
EBITDA Margin	13%	10%	24%	28%	32%
收入增长	18%	-30%	32%	25%	5%
净利润增长率	-9%	-42%	182%	44%	17%
资产负债率	11%	12%	12%	11%	10%
息率	0.4%	0.6%	0.9%	1.3%	1.5%
P/E	53.8	93.4	33.2	23.0	19.6
P/B	4.6	4.4	4.1	3.6	3.2
EV/EBITDA	43.6	83.6	25.1	17.4	14.8

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**4771**	**3334**	**4408**	**5502**	**5796**
营业成本	4004	2887	3129	3728	3761
营业税金及附加	21	20	20	25	26
销售费用	65	56	66	77	78
管理费用	166	163	254	298	308
财务费用	(161)	(124)	(33)	(23)	(28)
投资收益	(2)	(13)	(5)	(5)	(5)
资产减值及公允价值变动	52	2	48	48	48
其他收入	(78)	(23)	0	0	0
营业利润	647	299	1016	1440	1694
营业外净收支	(4)	77	21	21	21
利润总额	643	375	1037	1461	1715
所得税费用	**158**	**96**	**249**	**323**	**379**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	486	280	788	1138	1335

现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	486	280	788	1138	1335
资产减值准备	7	(38)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	101	114	139	175	207
公允价值变动损失	(52)	(2)	(48)	(48)	(48)
财务费用	(161)	(124)	(33)	(23)	(28)
营运资本变动	104	53	(899)	343	(244)
其它	(7)	38	0	0	0
经营活动现金流	**639**	**445**	**(19)**	**1609**	**1251**
资本开支	0	(456)	(500)	(500)	(500)
其它投资现金流	1685	108	0	0	0
投资活动现金流	**1652**	**(561)**	**(500)**	**(500)**	**(500)**
权益性融资	66	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(104)	(146)	(236)	(341)	(401)
其它融资现金流	(261)	94	168	(169)	0
融资活动现金流	**(403)**	**(198)**	**(68)**	**(510)**	**(401)**
现金净变动	**1889**	**(314)**	**(587)**	**598**	**350**
货币资金的期初余额	1613	3501	3187	2600	3198
货币资金的期末余额	3501	3187	2600	3198	3549
企业自由现金流	0	(134)	(545)	1088	727
权益自由现金流	0	(40)	(352)	938	749

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±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±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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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