

三美股份（603379.SH）

公司发布第二期员工持股计划，看好制冷剂景气度延续

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2月9日，公司发布《2025年员工持股计划（草案）》，计划覆盖公司（含子公司）董事、监事、高级管理人员及核心骨干人员等不超过430名员工。此次员工持股计划股票来源为公司回购的普通股股票，股票数量不超过372.31万股，约占公司股本总额的0.61%，其计划购买回购股份的价格为20.47元/股。标的股票将按第1年30%、第2年30%、第3年40%解锁，该员工持股计划的业绩考核包括公司层面及个人层面的业绩考核，达到当年考核目标后标的股票可按比例解锁。

国信化工观点：1）本次员工持股计划为公司自2022年第一期员工持股计划后第二次，覆盖员工人数将有所增加。通过持续推出员工持股计划，将实现公司、股东和员工利益的一致性，促进各方共同关注公司的长远发展和长远利益，从而为公司带来更高效、更持久的回报。2）本次员工持股计划购买回购股份的价格为20.47元/股，且对于2025-2027年制定了公司业绩以及个人考核目标，达到当年考核目标方能按比例解锁股票，该计划能有效稳固现有人才团队并吸引外部人才，强化公司核心团队对公司中长期发展的使命感和责任感，提升公司核心竞争力，从而推动公司业绩目标的实现。3）制冷剂价格高位上涨，看好制冷剂长期景气度延续，带动公司盈利能力上行。

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，维持公司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；归母净利润分别为7.88/11.38/13.35亿元，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31.3/21.7/18.4X。维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 公司推出第二期员工持股计划，将有效实现公司、股东和员工利益的一致性

2025年2月9日，公司发布《2025年员工持股计划（草案）》，计划覆盖公司（含子公司）董事、监事、高级管理人员及核心骨干人员等不超过430名员工。此次员工持股计划股票来源为公司回购的普通股股票，股票数量不超过372.31万股，约占公司股本总额的0.61%。本次员工持股计划购买回购股份的价格为20.47元/股，不低于本员工持股计划草案公布前1个交易日的公司股票交易均价的50%，且不低于草案公布前120个交易日的公司股票交易均价的50%。标的股票将按第1年30%、第2年30%、第3年40%解锁，该员工持股计划的业绩考核包括公司层面及个人层面的业绩考核，达到当年考核目标后标的股票可按比例解锁。

表1: 公司业绩考核目标

解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	公司需满足下列两个条件之一：1、以 2024 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 60%；2、以 2024 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 10%。
第二个解锁期	公司需满足下列两个条件之一：1、以 2024 年净利润为基数，2026 年净利润增长率不低于 70%；2、以 2024 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 20%。
第三个解锁期	公司需满足下列两个条件之一：1、以 2024 年净利润为基数，2027 年净利润增长率不低于 80%；2、以 2024 年营业收入为基数，2027 年营业收入增长率不低于 25%。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

通过滚动推出员工持股计划，将实现公司、股东和员工利益的一致性，促进各方共同关注公司的长远发展和长远利益，从而为公司带来更高效、更持久的回报；有效提高员工对公司的责任意识，吸引和保留优秀管理人才和核心骨干，进一步增强员工的凝聚力和公司的发展活力；进一步完善公司治理结构，健全长期、有效的激励与约束机制，促进公司健康、长期、稳定可持续发展。

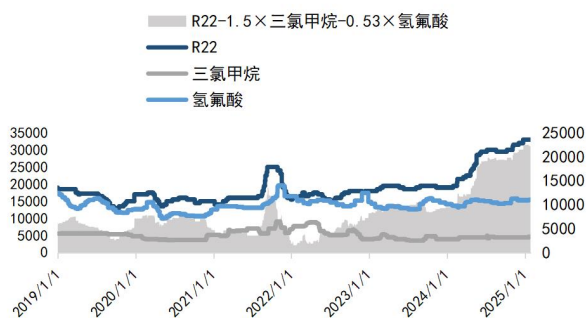
◆ 2022 年公司首次员工持股计划回顾

2022 年 1 月 26 日，公司发布第一期员工持股计划，涵盖员工总数不超过 330 人。该员工持股计划受让公司回购股份的价格为 12.53 元/股，数量不超过 658 万股，占届时公司总股本的 1.08%。标的股票将按第 1 年 30%、第 2 年 30%、第 3 年 40%解锁，该员工持股计划的业绩考核主要为个人层面的业绩考核，达到当年考核目标后标的股票可按比例解锁。由于 2022-2024 年公司所处三代制冷剂处于配额争夺期，其周期波动对公司业绩产生了较大影响，导致公司营收、利润下降，因此公司首次员工持股计划未设置公司层面的业绩考核指标，着重加强了对持有人个人的考核，确保本员工持股计划激励与约束相平衡。

◆ 制冷剂价格维持高位，看好制冷剂长期景气度延续，带动公司盈利能力上行

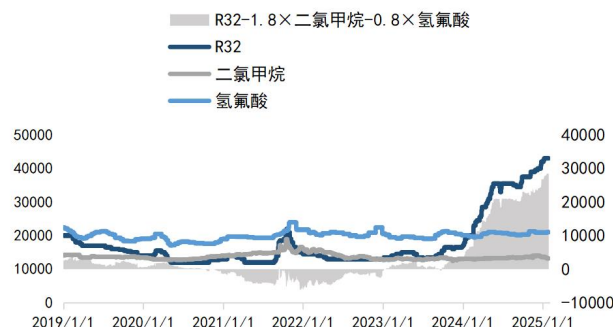
三代制冷剂自 2024 年进入配额元年，供给端受到严格限制，需求端受国内国补刺激，海外补库影响同比提升，三代制冷剂主流制冷剂品种 2024 年价格快速增长。进入 2025 年，一季度海内外空调排产增长趋势延续，主流制冷剂品种价格维持高位，小众品种开始上涨。截止至 2025 年 2 月 10 日，R22 价格、价差分别为 33000 元/吨/22057 元/吨，较 2 月初分别+0%/-1%，较 2024 年同期分别+69%/+118%；R32 价格、价差分别为 43000 元/吨/28150 元/吨，较 2 月初分别+0%/-1%，较 2024 年同期分别+115%/+317%；R125 价格、价差分别为 43000 元/吨/25300 元/吨，较 2 月初分别+0%/+0%，较 2024 年同期分别+21%/+25%；R134a 价格、价差分别为 44000 元/吨/29346 元/吨，较 2 月初分别+0%/-1%，较 2024 年同期分别+44%/+89%；R152a 价格、价差分别为 24500 元/吨/11923 元/吨，较 2 月初分别+0%/+1%，较 2024 年同期分别+63%/+325%；R143a 价格、价差分别为 44000 元/吨/32591 元/吨，较 2 月初分别+0%/+1%，较 2024 年同期分别-15%/-20%。

图1: 二代制冷剂 R22 价格及价差（元/吨）



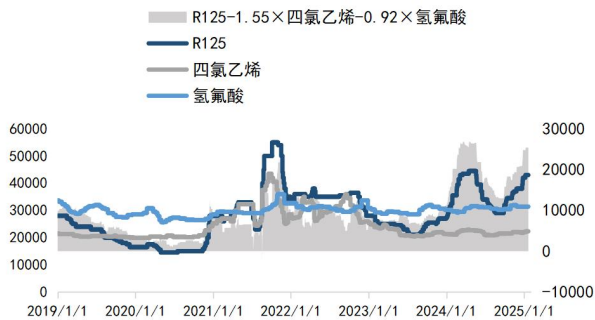
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图2: 三代制冷剂 R32 价格及价差（元/吨）



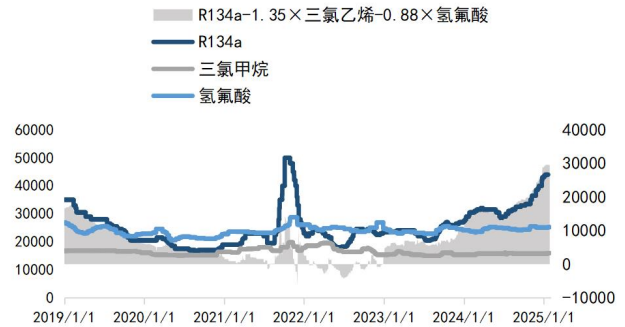
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图3: 三代制冷剂 R125 价格及价差（元/吨）



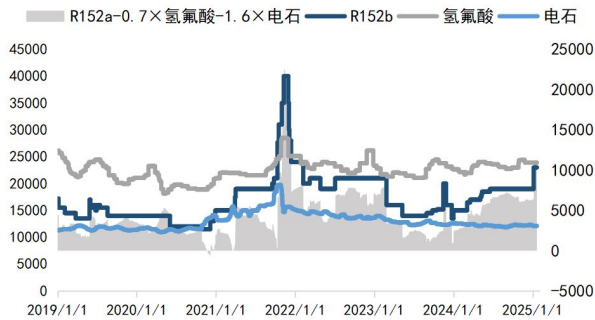
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图4: 三代制冷剂 R134a 价格及价差（元/吨）



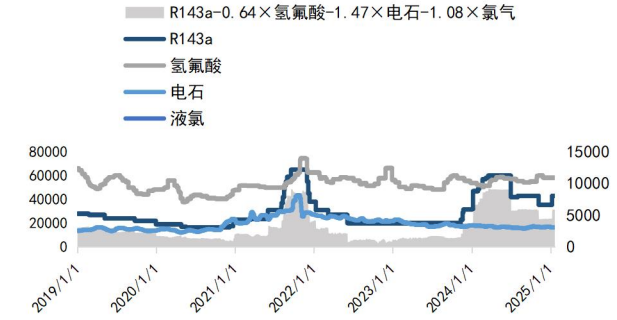
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图5: 三代制冷剂 R152a 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6: 三代制冷剂 R143a 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7: 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	3350	4.69%	-6.94%	10.74%	元/吨
三氯甲烷	3400	3.03%	7.94%	21.43%	元/吨
三氯乙烯	3668	3.24%	9.20%	-22.78%	元/吨
四氯乙烯	4875	0.00%	5.61%	19.16%	元/吨
萤石	3700	0.00%	0.00%	11.28%	元/吨
氢氟酸	11025	0.00%	0.92%	13.08%	元/吨
R22	33000	0.00%	0.00%	69.23%	元/吨
R32	43000	0.00%	2.38%	115.00%	元/吨
R125	43000	0.00%	2.38%	21.13%	元/吨
R134a	44000	0.00%	2.33%	44.26%	元/吨
R152a	24500	0.00%	28.95%	63.33%	元/吨
R142b	16500	0.00%	0.00%	8.55%	元/吨
R143a	44000	0.00%	23.94%	-15.38%	元/吨
R227ea	43000	0.00%	0.00%	6.17%	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，维持公司 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；归母净利润分别为 7.88/11.38/13.35 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 31.3/21.7/18.4X。维持“优于大市”评级。

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (2025/2/10) (元)	2023	EPS 2024E	2025E	2023	PE 2024E	2025E	PB
600160	巨化股份	优于大市	24.82	0.35	0.74	1.13	47.18	33.54	21.96	3.91
605020	永和股份	优于大市	21.92	0.48	0.68	1.25	51.63	32.24	17.54	3.27
平均值				0.42	0.71	1.19	49.41	32.89	19.75	3.59
603379	三美股份	优于大市	40.39	0.46	1.29	1.86	74.22	31.29	21.67	4.01

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）-三代制冷剂价格持续上涨，公司 2024 年归母净利高速增长》——2025-01-24
- 《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

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3501	3187	2600	3198	3549	营业收入	4771	3334	4408	5502	5796
应收款项	408	303	514	537	590	营业成本	4004	2887	3129	3728	3761
存货净额	547	543	502	597	630	营业税金及附加	21	20	20	25	26
其他流动资产	148	229	868	544	704	销售费用	65	56	66	77	78
流动资产合计	4733	4283	4505	4897	5493	管理费用	166	163	254	298	308
固定资产	955	1341	1757	2136	2483	财务费用	(161)	(124)	(33)	(23)	(28)
无形资产及其他	243	340	333	327	320	投资收益	(2)	(13)	(5)	(5)	(5)
投资性房地产	309	362	362	362	362	资产减值及公允价值变动	52	2	48	48	48
长期股权投资	189	402	402	402	402	其他收入	(78)	(23)	0	0	0
资产总计	6430	6729	7360	8124	9060	营业利润	647	299	1016	1440	1694
短期借款及交易性金融负债	0	1	169	0	0	营业外净收支	(4)	77	21	21	21
应付款项	331	608	413	491	491	利润总额	643	375	1037	1461	1715
其他流动负债	370	212	317	376	378	所得税费用	158	96	249	323	379
流动负债合计	701	820	899	867	869	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	486	280	788	1138	1335
其他长期负债	19	16	16	16	16						
长期负债合计	19	16	16	16	16	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	720	836	915	883	885	净利润	486	280	788	1138	1335
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	7	(38)	(0)	(0)	(0)
股东权益	5710	5892	6444	7241	8175	折旧摊销	101	114	139	175	207
负债和股东权益总计	6430	6729	7359	8124	9060	公允价值变动损失	(52)	(2)	(48)	(48)	(48)
						财务费用	(161)	(124)	(33)	(23)	(28)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	104	53	(899)	343	(244)
每股收益	0.80	0.46	1.29	1.86	2.19	其它	(7)	38	0	0	0
每股红利	0.17	0.24	0.39	0.56	0.66	经营活动现金流	639	445	(19)	1609	1251
每股净资产	9.35	9.65	10.56	11.86	13.39	资本开支	0	(456)	(500)	(500)	(500)
ROIC	9%	3%	12%	17%	19%	其它投资现金流	1685	108	0	0	0
ROE	9%	5%	12%	16%	16%	投资活动现金流	1652	(561)	(500)	(500)	(500)
毛利率	16%	13%	29%	32%	35%	权益性融资	66	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	6%	21%	25%	28%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	10%	24%	28%	32%	支付股利、利息	(104)	(146)	(236)	(341)	(401)
收入增长	18%	-30%	32%	25%	5%	其它融资现金流	(261)	94	168	(169)	0
净利润增长率	-9%	-42%	182%	44%	17%	融资活动现金流	(403)	(198)	(68)	(510)	(401)
资产负债率	11%	12%	12%	11%	10%	现金净变动	1889	(314)	(587)	598	350
息率	0.4%	0.6%	0.9%	1.3%	1.5%	货币资金的期初余额	1613	3501	3187	2600	3198
P/E	53.8	93.4	33.2	23.0	19.6	货币资金的期末余额	3501	3187	2600	3198	3549
P/B	4.6	4.4	4.1	3.6	3.2	企业自由现金流	0	(134)	(545)	1088	727
EV/EBITDA	43.6	83.6	25.1	17.4	14.8	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 $\pm 10\%$ 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（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