

# 三美股份 (603379.SH)

优于大市

## 三代制冷剂价格持续上涨，公司 2024 年归母净利润高速增长

### ◆ 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 4 月 11 日, 公司发布《2025 年第一季度业绩预增公告》。根据公司公告, 经财务部门初步测算, 预计公司 2025 年第一季度实现归母净利润 3.69 亿元-4.28 亿元, 同比增长 139.41%-177.71%; 预计实现扣非后归母净利润 3.65 亿元-4.24 亿元, 同比增长 136.29%-174.58%。

**国信化工观点:** 1) 制冷剂 R134a 在生产配额减少、年初行业库存同比降低以及汽车空调需求提升的背景下, 价格同比、环比快速上涨; 2) R32、R125 在年初行业库存同比减少、空调排产同比增长的背景下, 价格环比持续上涨; 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, 公司制冷剂产品价格持续上涨, 带动公司利润增长, 考虑到 2025 年制冷剂价格将持续上涨, 对应制冷剂板块毛利率水平上行, 我们上调公司盈利预测: 预计公司 2024-2026 年收入分别为 44.08/61.37/63.16 亿元 (前值为 44.08/55.02/57.96 亿元), 归母净利润分别为 7.88/15.98/18.44 亿元 (前值为 7.88/11.38/13.35 亿元), 同比增长 181.8%/102.9%/15.4%; 摊薄 EPS 为 1.29/2.62/3.02 元; 对应当前股价对应 PE 为 29.6/14.6/12.6X。维持“优于大市”评级。

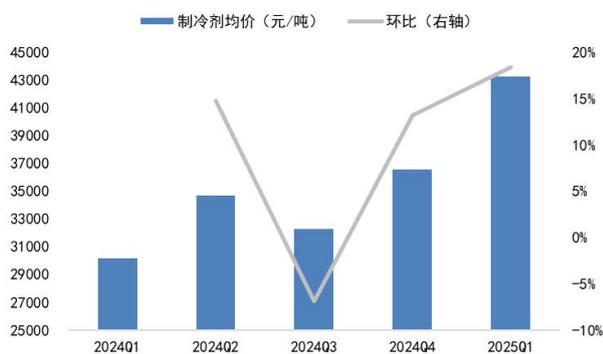
### 评论:

#### ◆ 2025 年第一季度公司归母净利润预计为 3.7-4.3 亿元, 同比增长 139%-178%

2025 年 4 月 11 日, 公司发布《2025 年第一季度业绩预增公告》。根据公司公告, 经财务部门初步测算, 预计公司 2025 年第一季度实现归母净利润 3.69 亿元-4.28 亿元, 同比增长 139.41%-177.71%; 预计实现扣非后归母净利润 3.65 亿元-4.24 亿元, 同比增长 136.29%-174.58%。我们根据公司 2024、2025 年的生产配额数量对公司 2024 第一季度至 2025 年第一季度的制冷剂产品市场均价进行了加权平均计算, 得到公司 2025 年第一季度制冷剂产品的市场均价为 43270 元/吨, 同比提升 43.33%, 环比提升 18.41%。

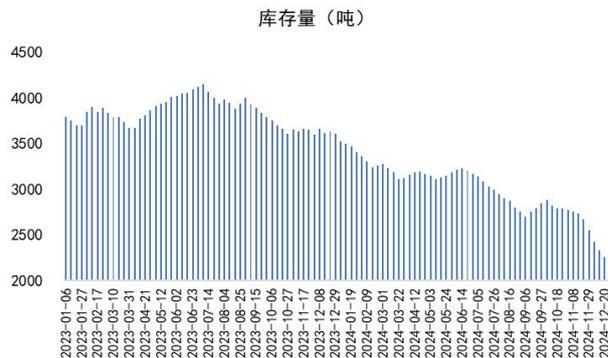
分品种来看, 2025 年一季度 R134a 市场均价为 44622 元/吨, 同比提升 46.91%, 环比提升 21.35%; R125 市场均价为 43489 元/吨, 同比提升 18.09%, 环比提升 19.32%; R32 市场均价为 43617 元/吨, 同比提升 100.54%, 环比提升 12.18%。公司分别拥有 5.0 万吨 R134a、3.1 万吨 R125、3.3 万吨 R32, 配额占有率行业领先, 在制冷剂价格同环比持续增长下, 公司盈利能力稳步提升。

图1: 三美股份主要制冷剂产品市场价格走势 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚、卓创资讯、国信证券经济研究所整理测算

图2: R134a 行业工厂库存 (吨)



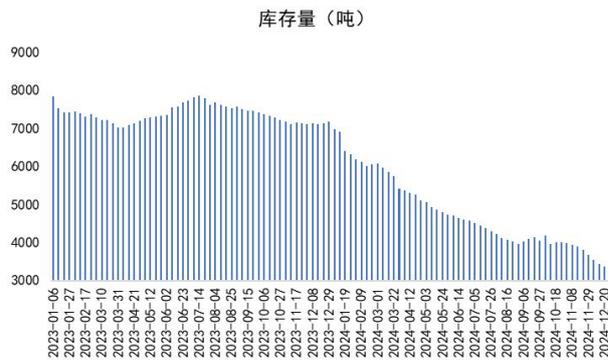
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图3: R125 行业工厂库存 (吨)



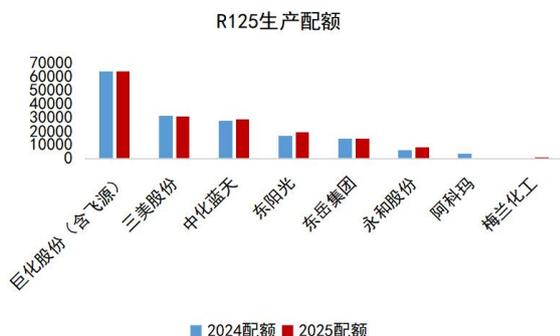
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图4: R32 行业工厂库存 (吨)



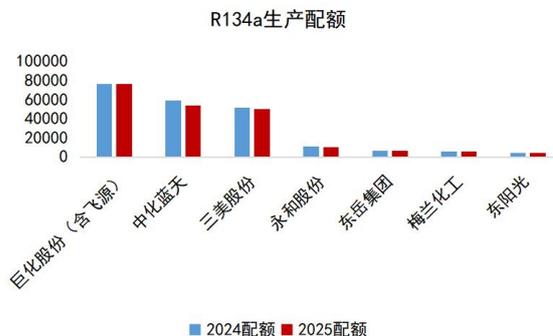
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图5: 三代制冷剂 R125 生产配额



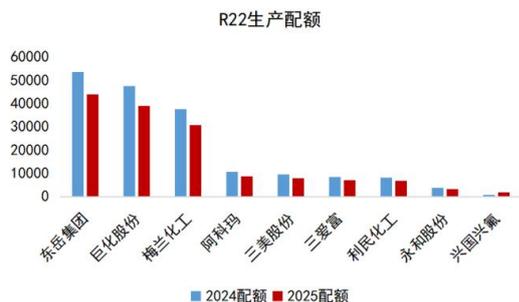
资料来源: 生态环境部、国信证券经济研究所整理

图6: 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

图7: 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8: 三代制冷剂 R32 生产配额

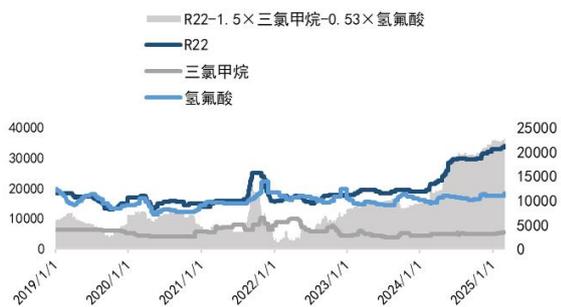


资料来源: 生态环境部、国信证券经济研究所整理

◆ 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

截止至4月8日, R32 价格、价差分别为 47500 元/吨/32110 元/吨, 较3月初分别+7%/+12%; R22 价格、价差分别为 35500 元/吨/24005 元/吨, 较3月初分别+0%/+6%; R125 价格、价差分别为 45000 元/吨/25825 元/吨, 较3月初分别+1%/+2%; R134a 价格、价差分别为 46500 元/吨/29931 元/吨, 较3月初分别+3%/+1%; R152a 价格、价差分别为 28000 元/吨/14705 元/吨, 较3月初分别+6%/+1%; R143a 价格、价差分别为 46000 元/吨/33792 元/吨, 较3月初分别+5%/+4%。

图9: 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10: 三代制冷剂 R32 价格及价差 (元/吨)



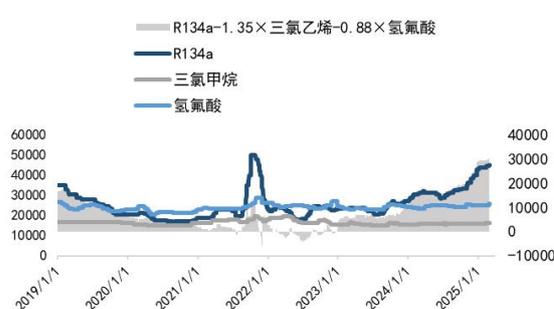
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图11: 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12: 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13: 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	3250	-2.99%	-9.72%	3.17%	元/吨
三氯甲烷	3450	0.00%	9.52%	9.52%	元/吨
三氯乙烯	4500	11.69%	33.97%	-6.54%	元/吨
四氯乙烯	5293	-4.73%	14.67%	2.82%	元/吨
萤石	3825	0.92%	3.38%	7.75%	元/吨
氢氟酸	11925	3.70%	9.15%	12.77%	元/吨
R22	35500	0.00%	7.58%	57.78%	元/吨
R32	47500	6.74%	13.10%	66.67%	元/吨
R125	45000	1.12%	7.14%	3.45%	元/吨
R134a	46500	3.33%	8.14%	47.62%	元/吨
R152a	28000	5.66%	47.37%	64.71%	元/吨
R142b	28500	0.00%	72.73%	78.13%	元/吨
R143a	46000	4.55%	29.58%	-23.33%	元/吨
R227ea	47000	0.00%	9.30%	16.05%	元/吨
PTFE	42000	5.00%	0.00%	-1.18%	元/吨
PVDF粉料	63000	0.00%	21.15%	6.78%	元/吨
PVDF锂电	52000	0.00%	4.00%	-13.33%	元/吨
HFP	39700	9.67%	12.46%	10.28%	元/吨
FEP	80000	0.00%	0.00%	-5.88%	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, 公司制冷剂产品价格持续上涨, 带动公司利润增长, 考虑到2025年制冷剂价格将持续上涨, 对应制冷剂板块毛利率水平上行, 我们上调公司盈利预测: 预计公司2024-2026年收入分别为44.08/61.37/63.16亿元(前值为44.08/55.02/57.96亿元), 归母净利润分别为7.88/15.98/18.44亿元(前值为7.88/11.38/13.35亿元), 同比增长181.8%/102.9%/15.4%; 摊薄EPS为1.29/2.62/3.02元; 对应当前股价对应PE为29.6/14.6/12.6X。维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(2025/4/11)(元)	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
600160	巨化股份	优于大市	23.57	0.35	0.74	1.52	47.18	31.85	15.51	3.73
605020	永和股份	优于大市	20.91	0.48	0.68	1.29	51.63	30.75	16.21	3.86
	<b>平均值</b>			<b>0.42</b>	<b>0.71</b>	<b>1.41</b>	<b>49.41</b>	<b>31.30</b>	<b>15.86</b>	<b>3.79</b>
603379	三美股份	优于大市	38.20	0.46	1.29	2.62	74.22	29.60	14.59	3.75

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）-公司发布第二期员工持股计划，看好制冷剂景气度延续》——2025-02-10
- 《三美股份（603379.SH）-三代制冷剂价格持续上涨，公司2024年归母净利润高速增长》——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

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3501	3187	2600	3400	4105	营业收入	4771	3334	4408	6137	6316
应收款项	408	303	514	599	643	营业成本	4004	2887	3129	3726	3592
存货净额	547	543	502	597	601	营业税金及附加	21	20	20	28	28
其他流动资产	148	229	868	607	767	销售费用	65	56	66	86	85
<b>流动资产合计</b>	<b>4733</b>	<b>4283</b>	<b>4505</b>	<b>5224</b>	<b>6136</b>	管理费用	166	163	254	332	335
固定资产	955	1341	1757	2136	2483	财务费用	(161)	(124)	(33)	(24)	(29)
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
<b>资产总计</b>	<b>6430</b>	<b>6729</b>	<b>7360</b>	<b>8450</b>	<b>9703</b>	营业利润	647	299	1016	2031	2347
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	468	利润总额	643	375	1037	2052	2368
其他流动负债	370	212	317	380	365	<b>所得税费用</b>	<b>158</b>	<b>96</b>	<b>249</b>	<b>454</b>	<b>524</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>701</b>	<b>820</b>	<b>899</b>	<b>871</b>	<b>833</b>	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	1598	1844
其他长期负债	19	16	16	16	16						
<b>长期负债合计</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>720</b>	<b>836</b>	<b>915</b>	<b>888</b>	<b>850</b>	净利润	486	280	788	1598	1844
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	7563	8854	折旧摊销	101	114	139	175	207
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6430</b>	<b>6729</b>	<b>7359</b>	<b>8450</b>	<b>9703</b>	公允价值变动损失	(52)	(2)	(48)	(48)	(48)
						财务费用	(161)	(124)	(33)	(24)	(29)
关键财务与估值指标						营运资本变动	104	53	(899)	222	(246)
每股收益	0.80	0.46	1.29	2.62	3.02	其它	(7)	38	0	0	0
每股红利	0.17	0.24	0.39	0.79	0.91	<b>经营活动现金流</b>	<b>639</b>	<b>445</b>	<b>(19)</b>	<b>1948</b>	<b>1758</b>
每股净资产	9.35	9.65	10.56	12.39	14.50	资本开支	0	(456)	(500)	(500)	(500)
ROIC	9%	3%	12%	24%	26%	其它投资现金流	1685	108	0	0	0
ROE	9%	5%	12%	21%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>1652</b>	<b>(561)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>
毛利率	16%	13%	29%	39%	43%	权益性融资	66	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	6%	21%	32%	36%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	10%	24%	35%	39%	支付股利、利息	(104)	(146)	(236)	(479)	(553)
收入增长	18%	-30%	32%	39%	3%	其它融资现金流	(261)	94	168	(169)	0
净利润增长率	-9%	-42%	182%	103%	15%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(403)</b>	<b>(198)</b>	<b>(68)</b>	<b>(648)</b>	<b>(553)</b>
资产负债率	11%	12%	12%	11%	9%	<b>现金净变动</b>	<b>1889</b>	<b>(314)</b>	<b>(587)</b>	<b>800</b>	<b>705</b>
息率	0.4%	0.6%	0.9%	1.8%	2.1%	货币资金的期初余额	1613	3501	3187	2600	3400
P/E	53.8	93.4	33.2	16.3	14.2	货币资金的期末余额	3501	3187	2600	3400	4105
P/B	4.6	4.4	4.1	3.5	3.0	企业自由现金流	0	(134)	(545)	1428	1233
EV/EBITDA	43.6	83.6	25.1	12.6	10.9	权益自由现金流	0	(40)	(352)	1278	1256

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所提及的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