

# 三美股份 (603379.SH)

## 制冷剂上涨趋势延续，看好公司业绩持续增长

优于大市

### 核心观点

**受益于制冷剂价格快速上涨，公司2024年全年、2025年一季度归母净利润同比大幅增长。**2025年4月28日，公司发布2024年年度报告及2025年一季度报告。根据公司公告，2024年，公司实现营业收入40.40亿元，同比增长21.17%；实现归母净利润7.79亿元，同比增长178.40%；实现扣非后归母净利润7.48亿元，同比增长257.74%。2025年一季度，公司实现营业收入12.12亿元，同比增长26.42%；实现归母净利润4.01亿元，同比增长159.59%；实现扣非后归母净利润3.96亿元，同比增长156.46%。2024年起，国家对第二、三代氟制冷剂均实行生产配额管理，行业的供需格局、竞争格局进一步优化，公司制冷剂产品均价同比涨幅较大，盈利能力大幅提升。

**制冷剂景气周期延续，公司制冷剂板块量价齐升。**公司2024年全年制冷剂销量达12.54万吨，同比提升1.65%；公司实现制冷剂销售均价逐季提升，2024年全年均价为2.61万元/吨，同比提升28.17%，2025年一季度公司实现制冷剂销售均价3.74万元/吨，同比提升56.92%，环比提升32.85%。随着制冷剂产品价格回升，公司制冷剂业务在主营业务结构、盈利结构中的占比大幅提升，对公司盈利提升起到了正面影响。进入2025年，二代制冷剂配额同比大幅削减，其中R22生产配额削减18%，R142b生产配额削减64%；三代制冷剂于2024年起实行配额制，下游需求旺盛，制冷剂进入长期景气周期。预计公司制冷剂品种营业收入、产品毛利率将持续提升。

**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28日，R32价格、价差分别为48000元/吨/32970元/吨，较4月初分别+3%/+6%；R22价格、价差分别为36000元/吨/24005元/吨，较4月初分别+0%/+0%；R125价格、价差分别为45000元/吨/25969元/吨，较4月初分别+0%/+2%；R134a价格、价差分别为47000元/吨/29756元/吨，较4月初分别+1%/+1%；R152a价格、价差分别为28000元/吨/14894元/吨，较4月初分别+6%/+13%；R143a价格、价差分别为46000元/吨/33952元/吨，较4月初分别+3%/+5%。

**向氟制冷剂、氟精细化学品、氟聚合物方向进行产业链一体化投资布局。**近年来，公司积极布局新材料、新能源等业务领域，并向氟化工下游高附加值领域延伸。2024年，公司福建东莹年产6000吨六氟磷酸锂及年产100吨五氟化磷项目，已建成六氟磷酸锂产能为1500吨/年(其中，六氟磷酸锂晶体产能为1000吨/年，六氟磷酸锂溶液产能为500吨(折固)/年)，并于2024年10月中旬进行了试生产。浙江三美5000吨/年聚全氟乙丙烯及5000吨/年聚偏氟乙烯项目，已基本完成主体建筑，进入设备安装阶段。森田新材料AHF二期扩产项目、BOE产能扩建项目，已完成设备安装。盛美锂电年产3000吨(折固)双氟磺酰亚胺锂项目，已基本完成相关技改工作。同时，公司稳步推进浙江三美的科创中心(办公大楼)、智能分装及仓储项目、AHF技改项目、催化剂项目、中试基地项目，重庆嘉利合氟化工一体化(一期)项目、甲烷氯化物及四氯乙烯技改项目等。

**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。

**投资建议：**维持盈利预测，维持“优于大市”评级。

### 公司研究·财报点评

#### 基础化工·化学制品

证券分析师：杨林  
010-88005379  
yanglin6@guosen.com.cn  
S0980520120002

证券分析师：张歆钰  
021-60375408  
zhangxinyu4@guosen.com.cn  
S0980524080004

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	42.57元
总市值/流通市值	25988/25988百万元
52周最高价/最低价	47.09/25.80元
近3个月日均成交额	220.71百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 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》——2025-04-12
- 《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

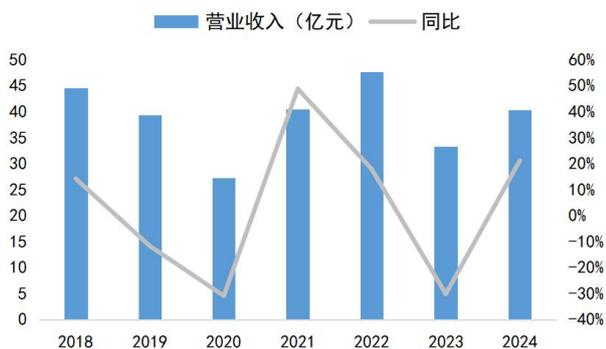
随着三代制冷剂产品供给侧结构性改革不断深化，行业竞争格局趋向集中，三代制冷剂有望保持长期的景气周期，公司作为行业领先企业将持续受益。未来，公司将积极布局新材料、新能源等业务领域，并通过子公司向氟化工下游高附加值领域延伸。2024年以来，公司制冷剂产品价格持续上涨，带动公司利润增长，考虑到2025年制冷剂价格将持续上涨，对应制冷剂板块毛利率水平上行，我们维持公司盈利预测：预计公司2025-2027年归母净利润分别为15.98/18.44/19.59亿元，同比增长105.3%/15.4%/6.2%；摊薄EPS为2.62/3.02/3.21元；对应当前股价对应PE为16.3/14.1/13.3X。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,334	4,040	5,966	6,316	6,506
(+/-%)	-30.1%	21.2%	47.7%	5.9%	3.0%
归母净利润(百万元)	280	779	1598	1844	1959
(+/-%)	-42.4%	178.4%	105.3%	15.4%	6.2%
每股收益(元)	0.46	1.28	2.62	3.02	3.21
EBIT Margin	4.7%	21.5%	32.9%	35.9%	36.6%
净资产收益率(ROE)	4.7%	12.1%	21.1%	20.8%	19.2%
市盈率(PE)	92.9	33.4	16.3	14.1	13.3
EV/EBITDA	99.5	26.4	12.7	10.8	10.1
市净率(PB)	4.41	4.03	3.44	2.94	2.54

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

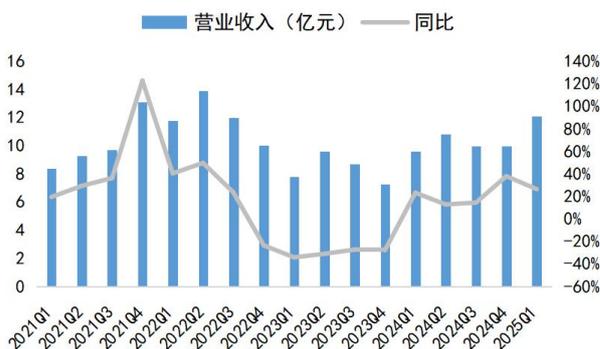
受益于制冷剂价格快速上涨，公司 2024 年全年、2025 年一季度归母净利润同比大幅增长。2025 年 4 月 28 日，公司发布 2024 年年度报告及 2025 年一季度报告。根据公司公告，2024 年，公司实现营业收入 40.40 亿元，同比增长 21.17%；实现归母净利润 7.79 亿元，同比增长 178.40%；实现扣非后归母净利润 7.48 亿元，同比增长 257.74%。2025 年一季度，公司实现营业收入 12.12 亿元，同比增长 26.42%；实现归母净利润 4.01 亿元，同比增长 159.59%；实现扣非后归母净利润 3.96 亿元，同比增长 156.46%。2024 年起，国家对第二、三代氟制冷剂均实行生产配额管理，行业的供需格局、竞争格局进一步优化，公司制冷剂产品均价同比涨幅较大，盈利能力大幅提升。

图1: 三美股份营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



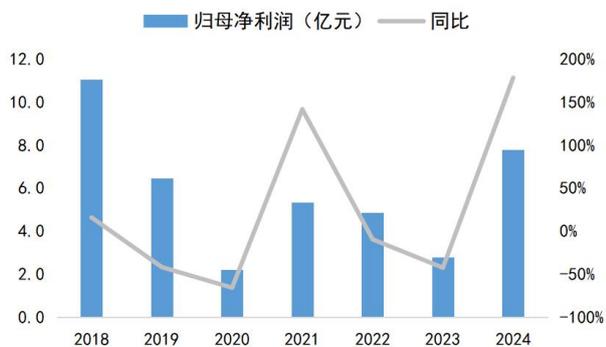
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 三美股份单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



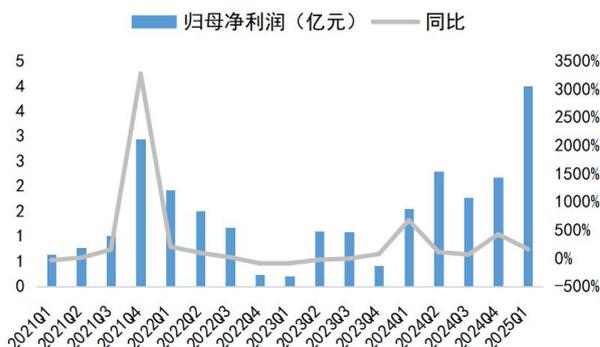
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 三美股份归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 三美股份单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

制冷剂景气周期延续，公司制冷剂板块量价齐升。公司 2024 年全年制冷剂销量达 12.54 万吨，同比提升 1.65%；公司实现制冷剂销售均价逐季提升，2024 年全年均价为 2.61 万元/吨，同比提升 28.17%，2025 年一季度公司实现制冷剂销售均价 3.74 万元/吨，同比提升 56.92%，环比提升 32.85%。随着制冷剂产品价格回升，公司制冷剂业务在主营业务结构、盈利结构中的占比大幅提升，对公司盈利提升起到了正面影响。进入 2025 年，二代制冷剂配额同比大幅削减，其中 R22 生产配额削减 18%，R142b 生产配额削减 64%；三代制冷剂于 2024 年起实行配额制，下游需求旺盛，制冷剂进入长期景气周期。预计公司制冷剂品种营业收入、产品毛

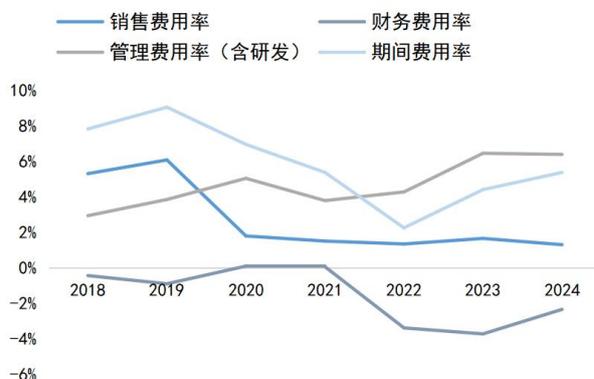
利率将持续提升。

图5: 三美股份净利率与毛利率变化趋势



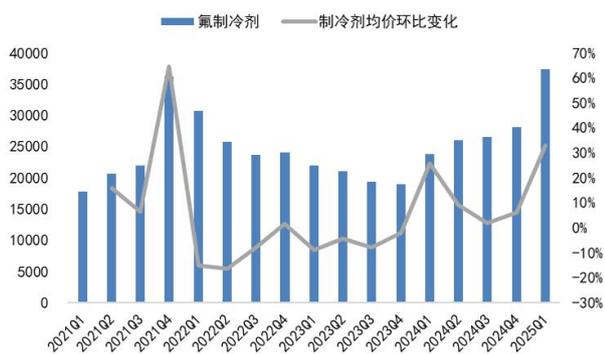
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 三美股份各项费用率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 制冷剂销售均价走势 (元/吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理测算

图8: 制冷剂销量走势 (万吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理测算

**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28日，R32 价格、价差分别为 48000 元/吨/32970 元/吨，较 4 月初分别+3%/+6%；R22 价格、价差分别为 36000 元/吨/24005 元/吨，较 4 月初分别+0%/+0%；R125 价格、价差分别为 45000 元/吨/25969 元/吨，较 4 月初分别+0%/+2%；R134a 价格、价差分别为 47000 元/吨/29756 元/吨，较 4 月初分别+1%/+1%；R152a 价格、价差分别为 28000 元/吨/14894 元/吨，较 4 月初分别+6%/+13%；R143a 价格、价差分别为 46000 元/吨/33952 元/吨，较 4 月初分别+3%/+5%。

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)



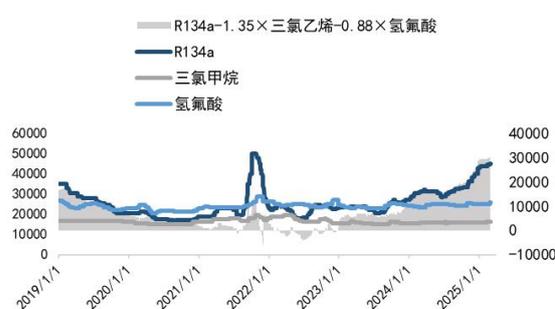
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

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

**向氟制冷剂、氟精细化学品、氟聚合物方向进行产业链一体化投资布局。**近年来,公司积极布局新材料、新能源等业务领域,并向氟化工下游高附加值领域延伸。2024年,公司福建东莹年产6000吨六氟磷酸锂及年产100吨五氟化磷项目,已建成六氟磷酸锂产能为1500吨/年(其中,六氟磷酸锂晶体产能为1000吨/年,六氟磷酸锂溶液产能为500吨(折固)/年),并于2024年10月中旬进行了试生产。浙江三美5000吨/年聚全氟乙丙烯及5000吨/年聚偏氟乙烯项目,已基本完成主体建筑,进入设备安装阶段。森田新材料AHF二期扩产项目、BOE产能扩建项目,已完成设备安装。盛美锂电年产3000吨(折固)双氟磺酰亚胺锂项目,已基本完成相关技改工作。同时,公司稳步推进浙江三美的科创中心(办公大楼)、智能分装及仓储项目、AHF技改项目、催化剂项目、中试基地项目,重庆嘉利合氟化工一体化(一期)项目、甲烷氯化物及四氯乙烯技改项目等。

**投资建议: 维持盈利预测, 维持“优于大市”评级。**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,我们维持公司盈利预测:预计公司

2025-2027 年归母净利润分别为 15.98/18.44/19.59 亿元，同比增长 105.3%/15.4%/6.2%；摊薄 EPS 为 2.62/3.02/3.21 元；对应当前股价对应 PE 为 16.3/14.1/13.3X。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(2025/4/28) (元)	EPS			PE			PB
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2025E	
600160	巨化股份	优于大市	25.36	0.73	1.52	1.79	33.23	16.68	14.17	3.85
605020	永和股份	优于大市	21.20	0.66	1.00	0.99	30.67	21.20	21.41	2.22
0189.HK	东岳集团	优于大市	8.99	0.46	1.26	1.70	16.07	7.13	5.29	1.19
<b>平均值</b>				<b>0.62</b>	<b>1.26</b>	<b>1.49</b>	<b>31.95</b>	<b>18.94</b>	<b>17.79</b>	<b>3.03</b>
603379	三美股份	优于大市	42.57	1.27	2.62	3.02	33.52	16.25	14.10	4.18

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

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3187	2659	3641	4252	5263	营业收入	3334	4040	5966	6316	6506
应收款项	303	346	521	556	566	营业成本	2887	2836	3526	3538	3598
存货净额	543	561	613	652	656	营业税金及附加	20	23	34	36	38
其他流动资产	229	274	333	405	407	销售费用	56	53	84	85	88
<b>流动资产合计</b>	<b>4283</b>	<b>4102</b>	<b>5370</b>	<b>6127</b>	<b>7155</b>	管理费用	163	178	271	285	287
固定资产	1341	1764	2151	2445	2706	研发费用	53	81	87	107	112
无形资产及其他	340	505	486	467	448	财务费用	(124)	(94)	(70)	(89)	(116)
投资性房地产	362	536	536	536	536	投资收益	(13)	(6)	3	3	3
长期股权投资	402	233	233	233	233	资产减值及公允价值变动	2	(23)	5	(1)	0
<b>资产总计</b>	<b>6729</b>	<b>7140</b>	<b>8777</b>	<b>9807</b>	<b>11077</b>	其他收入	(23)	(45)	(87)	(107)	(112)
短期借款及交易性金融负债	1	0	500	300	200	营业利润	299	970	2042	2356	2503
应付款项	608	247	446	249	251	营业外净收支	77	(4)	0	0	0
其他流动负债	212	251	305	448	452	<b>利润总额</b>	<b>375</b>	<b>965</b>	<b>2042</b>	<b>2356</b>	<b>2503</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>820</b>	<b>498</b>	<b>1251</b>	<b>997</b>	<b>903</b>	所得税费用	96	191	452	521	554
长期借款及应付债券	0	65	(165)	(165)	(165)	少数股东损益	0	(4)	(8)	(9)	(10)
其他长期负债	16	13	13	13	13	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>280</b>	<b>779</b>	<b>1598</b>	<b>1844</b>	<b>1959</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>16</b>	<b>79</b>	<b>(151)</b>	<b>(151)</b>	<b>(151)</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>836</b>	<b>576</b>	<b>1100</b>	<b>846</b>	<b>752</b>	净利润	280	779	1598	1844	1959
少数股东权益	0	123	117	111	104	资产减值准备	(38)	27	22	7	6
股东权益	5892	6441	7560	8851	10222	折旧摊销	114	140	167	218	252
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6729</b>	<b>7140</b>	<b>8777</b>	<b>9807</b>	<b>11077</b>	公允价值变动损失	(2)	23	(5)	1	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(124)	(94)	(70)	(89)	(116)
每股收益	0.46	1.28	2.62	3.02	3.21	营运资本变动	53	(578)	(12)	(192)	(4)
每股红利	0.24	0.23	0.79	0.91	0.96	其它	38	(30)	(27)	(14)	(13)
每股净资产	9.65	10.55	12.38	14.50	16.74	<b>经营活动现金流</b>	<b>445</b>	<b>360</b>	<b>1743</b>	<b>1866</b>	<b>2200</b>
ROIC	3.93%	13.45%	25%	27%	27%	资本开支	0	(557)	(551)	(501)	(501)
ROE	4.75%	12.09%	21%	21%	19%	其它投资现金流	108	(242)	0	0	0
毛利率	13%	30%	41%	44%	45%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(105)</b>	<b>(630)</b>	<b>(551)</b>	<b>(501)</b>	<b>(501)</b>
EBIT Margin	5%	21%	33%	36%	37%	权益性融资	18	0	0	0	0
EBITDA Margin	8%	25%	36%	39%	41%	负债净变化	0	65	(230)	0	0
收入增长	-30%	21%	48%	6%	3%	支付股利、利息	(146)	(141)	(479)	(553)	(588)
净利润增长率	-42%	178%	105%	15%	6%	其它融资现金流	(380)	(109)	500	(200)	(100)
资产负债率	12%	10%	14%	10%	8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(654)</b>	<b>(259)</b>	<b>(210)</b>	<b>(753)</b>	<b>(688)</b>
股息率	0.6%	0.5%	1.8%	2.1%	2.3%	<b>现金净变动</b>	<b>(314)</b>	<b>(529)</b>	<b>982</b>	<b>611</b>	<b>1011</b>
P/E	92.9	33.4	16.3	14.1	13.3	货币资金的期初余额	3501	3187	2659	3641	4252
P/B	4.4	4.0	3.4	2.9	2.5	货币资金的期末余额	3187	2659	3641	4252	5263
EV/EBITDA	99.5	26.4	12.7	10.8	10.1	企业自由现金流	0	(298)	1134	1290	1603
						权益自由现金流	0	(341)	1458	1159	1594

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