

三美股份(603379.SH)

制冷剂价格高涨，公司利润增幅显著

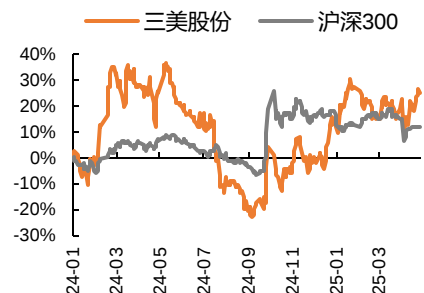
推荐（维持）

现价：42.57 元

主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.sanmeichem.com
大股东/持股	胡荣达 / 37.83%
实际控制人	胡荣达, 胡洪翔
总股本(百万股)	610
流通 A 股(百万股)	610
流通 B/H 股(百万股)	--
总市值 (亿元)	260
流通 A 股市值(亿元)	260
每股净资产(元)	11.25
资产负债率(%)	11.84

行情走势图



相关研究报告

《三美股份(603379.SH)首次覆盖：纯粹的制冷剂龙头，奠定三代高配额》2024-03-05

《三美股份(603379.SH)2023年报和2024年一季度点评：2023年业绩承压，2024Q1量价齐升》2024-04-30

《三美股份(603379.SH)2024年中报点评：制冷剂基本面转好，公司业绩增长兑现》2024-08-26

《三美股份(603379.SH)2024年三季报点评：制冷剂价格高位续涨，公司业绩维持高增势》2024-10-28

证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号
S1060523110001
chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 投资咨询资格编号
S1060524070002
mashulei362@pingan.com.cn

事项：

公司发布 2024 年年报和 2025 年一季度，2024 年实现营业收入 40.40 亿元，同比增加 21.17%；归母净利润 7.79 亿元，同比增长 178.40%；归母扣非净利润 7.48 亿元，同比增加 257.74%。2024 年利润分配预案：每 10 股派发现金股利 4.5 元（含税）。2025Q1 实现营收 12.12 亿元，同比增加 26.42%；归母净利润 4.01 亿元，同比增长 159.59%；归母扣非净利润 3.96 亿元，同比增加 156.46%。

平安观点：

■ 2024 年下游家电汽车需求增长强劲，制冷剂供应确定性收紧、价格高涨。2024 年公司氟制冷剂产量和外销量分别为 16.26 万吨和 12.54 万吨，同比增加 3.86%和 1.65%，销售均价约 2.6 万元/吨，同比上涨 28.17%，氟制冷剂产品实现营收 32.68 亿元，同比增加 30.28%，毛利率为 33.51%、同比提升 21.9pct。据生态环境部，2024 年我国三代制冷剂开始实施配额制，总生产配额限制在 74.56 万吨，二代制冷剂配额继续小幅缩减至 21.35 万吨，2024 年三美股份三代制冷剂获生产配额量 11.71 万吨、占总生产配额的 15.7%，处于全国领先水平；需求端，国内以旧换新政策促进下游家电、汽车存量置换需求释放，海外东南亚国家家电进口高增，我国空调出口表现亮眼，据奥维云网，2024 年中国家用空调全年总销量 18977 万台，同比增长 20.9%，内销 9652 万台，同比增长 6.6%，出口 9326 万台，同比增长 40.4%，下游景气上行提振制冷剂需求，全年制冷剂价格持续走高。其他产品方面，2024 年公司氟发泡剂外销量 yoy+6.2%、售价 yoy-18.4%，营收 yoy-13.4%；氟化氢产品外销量 yoy-8.6%，售价 yoy+4.3%，营收 yoy-4.7%。

■ 2025 年一季度下游内需在国补驱动下保持强劲增长，制冷剂价格高位续涨。2025Q1 公司氟制冷剂产量和外销量分别为 4.09 万吨和 2.71 万吨，同比下降 0.5%和下降 16.1%，销售均价约 3.74 万元/吨、同比上涨 56.92%、环比上涨 32.85%，氟制冷剂产品实现营收 10.13 亿元，同比增加 31.7%。据生态环境部，2025 年公司获三代制冷剂配额量共 12.12 万吨，较 2024 年增加 4096 吨，占 2025 年核发配额总量的 15.3%，包括 5.0 万吨 R134a、3.1 万吨 R125、3.3 万吨 R32，稳居国内制冷剂领先生产企业地位。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3334	4040	5118	6118	7272
YOY(%)	-30.1	21.2	26.7	19.5	18.8
归母净利润(百万元)	280	779	1469	1788	2163
YOY(%)	-42.4	178.4	88.6	21.8	20.9
毛利率(%)	13.4	29.8	41.5	41.8	42.2
净利率(%)	8.4	19.3	28.7	29.2	29.7
ROE(%)	4.7	12.1	18.6	18.4	18.2
EPS(摊薄/元)	0.46	1.28	2.41	2.93	3.54
P/E(倍)	92.9	33.4	17.7	14.5	12.0
P/B(倍)	4.4	4.0	3.3	2.7	2.2

资料来源：ifind，平安证券研究所

- **投资建议：**2025 年我国二代制冷剂配额量进一步缩减，三代制冷剂生产配额同比增量有限，供应端确定性受限，而需求端在大力度的国补政策驱动下，我国空调内需有望加速释放，氟制冷剂基本面预期向好，价格或延续稳中探涨走势，公司作为国内制冷剂主要供应商之一，2025 年三代制冷剂 HFCs 获配额量继续保持全国领先水平，子公司福建东莹正重点推进 4.5 万吨 R32 制冷剂扩建项目，有望在行业上行周期中维持较好的业绩增势。由于氟制冷剂市场价格超预期大幅上涨，2025 年一季度主流制冷剂品种高位续涨（据百川盈孚，25Q1 主流三代制冷剂 R32/R134a/R125 市场均价分别为 4.42 万元/吨、4.46 万元/吨、4.35 万元/吨，同比高增 97.9%、44.5%、16.3%），带动公司 25Q1 销售毛利率同比大幅提升 23.93pct 至 46.70%，因此对 2025-2026 年盈利预期有较大幅度的上调，并新增 2027 年盈利预期，预计 2025-2027 年公司有望实现归母净利润 14.69 亿元（原值 7.91 亿元）、17.88 亿元（原值 8.08 亿元）、21.63 亿元（新增），对应 2025 年 4 月 28 日收盘价 PE 分别为 17.7、14.5、12.0 倍。氟制冷剂供需基本面向好、价格持续高涨，公司业绩维持强劲增势，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1）供应过剩的压力：前期企业为竞争配额大幅扩产致市场产能有所过剩，后续配额管控正式实施，若市场供应仍显宽松，则可能对企业盈利能力改善预期形成一定冲击。2）下游需求不及预期的风险：终端空调、冰箱、汽车等需求若处持续疲软状态，则对氟化工制冷剂产业造成不利影响。3）原材料萤石等价格大幅波动的风险：若上游核心原料萤石价格大幅波动，则可能会对制冷剂产品利润造成较大影响。4）制冷剂价格回落的风险：若市场供需结构未如预期改善，制冷剂前期价格超涨可能在后续快速回落，从而影响公司业绩。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4102	5950	7191	8938
现金	2659	4495	5494	6965
应收票据及应收账款	540	617	737	876
预付账款	43	44	53	63
其他应收款	11	17	20	24
存货	561	522	621	732
其他流动资产	287	255	266	278
非流动资产	3038	2792	3441	3973
长期投资	233	237	239	242
固定资产	1089	1013	1342	1996
无形资产	505	421	337	294
其他非流动资产	1211	1121	1524	1441
资产总计	7140	8742	10632	12911
流动负债	498	651	775	914
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	247	379	451	532
其他流动负债	251	271	323	382
非流动负债	79	66	53	40
长期借款	65	52	39	26
其他非流动负债	13	13	13	13
负债合计	576	716	827	954
少数股东权益	123	116	107	97
股本	610	610	610	610
资本公积	1594	1594	1594	1594
留存收益	4237	5705	7494	9656
归属母公司股东权益	6441	7910	9698	11861
负债和股东权益	7140	8742	10632	12911

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	708	1743	1934	2423
净利润	775	1462	1780	2152
折旧摊销	153	300	403	571
财务费用	-94	-86	-122	-154
投资损失	6	-12	-8	-10
营运资金变动	-236	80	-118	-137
其他经营现金流	106	-0	-0	0
投资活动现金流	-1003	21	-1044	-1093
资本支出	740	50	1050	1100
长期投资	-291	0	0	0
其他投资现金流	-1452	-29	-2094	-2193
筹资活动现金流	-197	73	109	141
短期借款	0	0	0	0
长期借款	65	-13	-13	-13
其他筹资现金流	-262	86	122	154
现金净增加额	-474	1837	999	1470

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4040	5118	6118	7272
营业成本	2836	2993	3562	4200
税金及附加	23	30	29	33
销售费用	53	61	67	73
管理费用	178	215	245	291
研发费用	81	103	123	146
财务费用	-94	-86	-122	-154
资产减值损失	-26	-33	-40	-48
信用减值损失	8	11	13	15
其他收益	23	25	20	20
公允价值变动收益	4	4	4	4
投资净收益	-6	12	8	10
资产处置收益	4	5	2	2
营业利润	970	1826	2222	2686
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	7	7	7	7
利润总额	965	1821	2217	2682
所得税	191	360	438	529
净利润	775	1462	1780	2152
少数股东损益	-4	-7	-9	-10
归属母公司净利润	779	1469	1788	2163
EBITDA	1024	2035	2498	3099
EPS (元)	1.28	2.41	2.93	3.54

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	21.2	26.7	19.5	18.8
营业利润(%)	224.7	88.2	21.7	20.9
归属于母公司净利润(%)	178.4	88.6	21.8	20.9
获利能力				
毛利率(%)	29.8	41.5	41.8	42.2
净利率(%)	19.3	28.7	29.2	29.7
ROE(%)	12.1	18.6	18.4	18.2
ROIC(%)	13.0	21.8	22.5	22.4
偿债能力				
资产负债率(%)	8.1	8.2	7.8	7.4
净负债比率(%)	-39.5	-55.4	-55.6	-58.0
流动比率	8.2	9.1	9.3	9.8
速动比率	7.0	8.2	8.4	8.9
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	7.5	8.3	8.3	8.3
应付账款周转率	12.7	13.1	13.1	13.1
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.28	2.41	2.93	3.54
每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	2.85	3.17	3.97
每股净资产(最新摊薄)	10.55	12.96	15.89	19.43
估值比率				
P/E	33.4	17.7	14.5	12.0
P/B	4.0	3.3	2.7	2.2
EV/EBITDA	22.8	12.6	10.1	8.0

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所			电话：4008866338
深圳	上海	北京	
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层	