

三美股份（603379.SH）

行业格局向好，公司业绩同比高增，看好公司氟化工产业链一体化布局

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,334	4,040	5,793	6,439	7,131
增长率 yoy（%）	-30.1	21.2	43.4	11.1	10.8
归母净利润（百万元）	280	779	1,774	2,091	2,384
增长率 yoy（%）	-42.4	178.4	127.9	17.9	14.0
ROE（%）	4.7	11.8	22.0	20.9	19.5
EPS 最新摊薄（元）	0.46	1.28	2.91	3.43	3.91
P/E（倍）	98.7	35.4	15.6	13.2	11.6
P/B（倍）	4.7	4.3	3.5	2.8	2.3

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件 1: 2025 年 4 月 28 日，三美股份发布 2024 年年报。公司 2024 年收入为 40.40 亿元，同比上升 21.17%；归母净利润为 7.79 亿元，同比上升 178.40%；扣非归母净利润为 7.48 亿元，同比上升 257.74%。对应公司 4Q24 营业收入为 10.00 亿元，环比上升 0.10%；归母净利润为 2.18 亿元，环比上升 22.85%。

事件 2: 2025 年 4 月 28 日，三美股份发布 2025 年一季报。公司 1Q25 收入为 12.12 亿元，同比上升 26.42%；归母净利润为 4.01 亿元，同比上升 159.59%。

点评：制冷剂产品价格提升，驱动公司 2024 年全年业绩高增。公司 2024 年氟制冷剂/氟发泡剂/氟化氢收入分别为 32.68/1.60/5.41 亿元，YoY 分别为 30.28%/-13.37%/-4.66%；毛利率分别为 33.51%/49.36%/2.37%，同比变化分别为 +21.90/-5.77/-4.75pcts。公司营收与利润增长的主要原因为制冷剂产品价格受生产配额制实施影响同比提升。

产品价格方面，2024 年公司氟制冷剂/氟发泡剂/氟化氢平均售价分别为 2.61/1.71/0.79 万元/吨，YoY 分别为 28.17%/-18.40%/4.30%。

销量方面，2024 年公司氟制冷剂/氟发泡剂/氟化氢销量分别为 12.5/0.94/6.88 万吨，YoY 分别为 1.65%/6.17%/-8.59%。

费用方面，公司在 2024 年的销售费用同比下降 4.52%，销售费用率为 1.32%，同比下降 0.35pcts；管理费用同比上升 9.34%，管理费用率为 4.40%，同比下降 0.48pcts；研发费用同比上升 52.57%。研发费用率为 2.00%，同比上升 0.41pcts；财务费用同比上升 23.91%。财务费用率为 -2.33%，同比上升 1.39pcts。

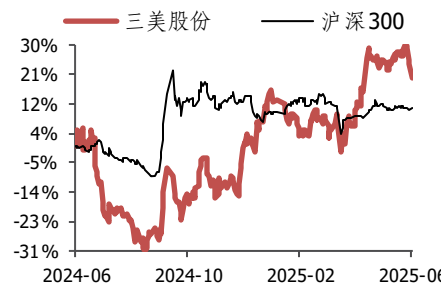
1Q25 制冷剂价格延续上行，公司业绩同比提升。根据公司 2025 年一季度主要经营数据公告披露，1Q25 公司氟制冷剂/氟发泡剂/氟化氢平均售价分别为 3.74/2.15/0.87 万元/吨，YoY 分别为 56.92%/32.09%/16.91%，环比上

买入（维持评级）

股票信息

行业	基础化工
2025 年 6 月 23 日收盘价（元）	45.20
总市值（百万元）	27,593.65
流通市值（百万元）	27,593.65
总股本（百万股）	610.48
流通股本（百万股）	610.48
近 3 月日均成交额（百万元）	272.07

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

联系人 林森

执业证书编号：S1070123060039

邮箱：linsen@cgws.com

相关研究

- 《制冷剂行业景气度有望持续》2024-11-13
- 《制冷剂行业景气提升，公司业绩改善，看好公司氟化工一体化布局》2024-09-19

升 32.85%/16.71%/3.65%。

2024 年公司各项活动产生的现金流净额存在波动。经营性活动产生的现金流净额为 7.09 亿元，同比上升 46.52%；投资活动产生的现金流净额为 -10.03 亿元，同比下降 40.22%；筹资活动产生的现金流净额为 -1.97 亿元，同比下降 34.28%；期末现金及等价物余额为 26.49 亿元，同比下降 15.16%。应收账款同比上升 8.55%，应收账款周转率有所上升，从 2023 年同期的 10.28 次上升到 13.90 次；存货同比上升 3.28%，存货周转率有所下降，从 2023 年同期的 5.29 次下降到 5.14 次。

供给约束下，下游需求向好有望推动三代制冷剂价格不断上行。供给端方面，2025 年三代制冷剂配额较去年变化不大，2025 年我国三代制冷剂配额为 757099 吨，较上年增长 7291 吨。需求端方面，2025 年下游空调产量增长拉动三代制冷剂整体需求。1Q25 我国家用空调累计销售 5881.3 万台，同比增长 15.3%，其中内销规模 2735.2 万台，同比增长 6.2%，出口规模 3152.1 万台，同比增长 24.5%。一季度受备货节奏和季节性影响，出口占据主导。随着出口进入淡季，二季度占据主导。根据产业在线公众号数据显示，2025 年 4 月家用空调销售 2257.9 万台，同比增长 2.0%，其中内销规模 1275.8 万台，同比增长 3.7%；出口规模 982.1 万台，同比下降 0.2%。2025 年 5-6 月，家用空调排产分别为 2330/2050 万台，较上年生产实绩同比增长 5.9%/11.5%。我们认为在三代制冷剂配额较上年没有太大变化的背景下，空调产量同比增长有望拉动制冷剂需求，整体供需格局呈现“紧平衡”，三代制冷剂价格有望进入上行通道。

公司积极推动项目建设，完善氟化工一体化产业链。根据公司 2024 年年报披露，公司以现有产业链为基础，向氟聚合物、氟精细化学品等高附加值产品领域延伸，丰富公司产品矩阵，增强抗周期风险能力。2024 年，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），前述产能已于 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。

2025 年，浙江三美将重点推进年产 9 万吨 AHF 技改项目、年产 500 吨催化剂技改项目、第四代制冷剂中试项目，以及污水处理厂、新办公楼、综合停车场、智能仓储项目等一批项目的建设；福建东莹将重点推进 4.5 万吨 R32 制冷剂扩建项目，并加快完成六氟磷酸锂项目的试生产技术改造；重庆信辰将全力推进三期制冷剂原料仓储工程的建设；森田新材料将重点推进年 5 万吨微电子蚀刻材料二期项目的建设；盛美锂电将全力推进年产 3000 吨（折固）双氟磺酰亚胺锂项目技改后的试生产工作；重庆嘉利合将重点推进氟化工一体化项目（一期）的建设。我们看好公司在延伸氟化工产业链，丰富产品结构方面做出的努力，整体竞争实力有望进一步增强。

投资建议：我们预计三美股份 2025-2027 年收入分别为 57.93/64.39/71.31 亿元，同比增长 43.4%/11.1%/10.8%，归母净利润分别为 17.74/20.91/23.84 亿元，同比增长 127.9%/17.9%/14.0%，对应 EPS 分别为 2.91/3.43/3.91 元。结合公司 6 月 23 日收盘价，对应 PE 分别为 16/13/12 倍。我们基于以下两个方面：1）我们认为在三代制冷剂配额较上年没有太大变化的背景下，空调

产量同比增长有望拉动制冷剂需求，整体供需格局呈现“紧平衡”，三代制冷剂价格有望进入上行通道；2) 我们看好公司在延伸氟化工产业链，丰富产品结构方面做出的努力，整体竞争实力有望进一步增强，维持“买入”评级。

风险提示：重要原材料、能源价格上行和碳排放控制的风险；产业政策风险；氟制冷剂产品升级换代风险；全球贸易政策重大变动风险

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4283	4102	5703	7165	9867
现金	3187	2659	3897	5525	7813
应收票据及应收账款	279	303	531	395	631
其他应收款	25	43	54	54	66
预付账款	13	11	24	15	28
存货	543	561	673	650	805
其他流动资产	236	525	525	525	525
非流动资产	2446	3038	3467	3517	3581
长期股权投资	402	233	223	212	200
固定资产	1113	1089	1613	1754	1834
无形资产	340	505	573	650	733
其他非流动资产	591	1212	1059	902	814
资产总计	6729	7140	9171	10682	13448
流动负债	820	498	1018	596	1145
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	608	247	708	315	810
其他流动负债	212	251	310	281	335
非流动负债	16	79	67	54	41
长期借款	0	65	54	41	28
其他非流动负债	16	13	13	13	13
负债合计	836	576	1085	650	1186
少数股东权益	0	123	118	111	104
股本	610	610	610	610	610
资本公积	1584	1594	1594	1594	1594
留存收益	3716	4354	5527	6833	8280
归属母公司股东权益	5892	6441	7967	9921	12158
负债和股东权益	6729	7140	9171	10682	13448

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	484	709	2000	1920	2558
净利润	280	775	1770	2084	2377
折旧摊销	127	153	178	235	259
财务费用	-124	-94	-101	-167	-244
投资损失	13	6	5	6	7
营运资金变动	59	-236	147	-250	151
其他经营现金流	130	106	1	12	6
投资活动现金流	-715	-1003	-591	-279	-319
资本支出	649	737	617	295	335
长期投资	-116	-206	10	11	12
其他投资现金流	49	-60	16	6	4
筹资活动现金流	-147	-197	-171	-13	49
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	65	-11	-13	-13
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	30.89	10	0	0	0
其他筹资现金流	-178	-272	-160	0	62
现金净增加额	-361	-473	1238	1628	2288

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3334	4040	5793	6439	7131
营业成本	2887	2836	3169	3397	3737
营业税金及附加	20	23	28	34	39
销售费用	56	53	85	93	105
管理费用	163	178	230	270	311
研发费用	53	81	97	114	126
财务费用	-124	-94	-101	-167	-244
资产和信用减值损失	17	-18	-23	-24	-17
其他收益	12	23	15	17	17
公允价值变动收益	2	4	20	10	9
投资净收益	-13	-6	-5	-6	-7
资产处置收益	2	4	2	2	3
营业利润	299	970	2295	2696	3060
营业外收入	86	3	32	31	38
营业外支出	9	7	17	10	11
利润总额	375	965	2310	2716	3087
所得税	96	191	540	633	709
净利润	280	775	1770	2084	2377
少数股东损益	0	-4	-4	-7	-7
归属母公司净利润	280	779	1774	2091	2384
EBITDA	391	1039	2392	2812	3148
EPS (元/股)	0.46	1.28	2.91	3.43	3.91

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-30.1	21.2	43.4	11.1	10.8
营业利润 (%)	-53.9	224.7	136.7	17.4	13.5
归属母公司净利润 (%)	-42.4	178.4	127.9	17.9	14.0
获利能力					
毛利率 (%)	13.4	29.8	45.3	47.2	47.6
净利率 (%)	8.4	19.2	30.6	32.4	33.3
ROE (%)	4.7	11.8	22.0	20.9	19.5
ROIC (%)	3.3	10.9	21.2	19.9	18.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	12.4	8.1	11.8	6.1	8.8
净负债比率 (%)	-53.8	-39.3	-47.3	-54.7	-63.7
流动比率	5.2	8.2	5.6	12.0	8.6
速动比率	4.5	7.0	4.9	10.9	7.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	10.3	13.9	13.9	13.9	13.9
应付账款周转率	11.5	11.7	11.7	11.7	11.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.46	1.28	2.91	3.43	3.91
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.79	1.16	3.28	3.15	4.19
每股净资产 (最新摊薄)	9.65	10.55	13.01	16.16	19.77
估值比率					
P/E	98.7	35.4	15.6	13.2	11.6
P/B	4.7	4.3	3.5	2.8	2.3
EV/EBITDA	62.4	23.9	9.9	7.8	6.3

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686