

2025年08月25日

# 三美股份 (603379)

——业绩符合预期，制冷剂景气持续向上，公司或充分受益全新双相冷板技术

报告原因：有业绩公布需要点评

**增持** (维持)

投资要点：

- **公司发布 2025 年上半年业绩公告，业绩符合预期，拟实施中期分红。** 25H1 公司实现营业收入 28.28 亿元 (yoy+39%)，归母净利润为 9.95 亿元 (yoy+159%)，扣非后归母净利润为 9.86 亿元 (yoy+164%)，毛利率 49.50% (yoy+22.59 pct)，净利率 34.96% (yoy+16.15 pct)，业绩符合预期。其中 25Q2 公司实现营业收入为 16.16 亿元 (yoy+49%，QoQ+33%)，归母净利润为 5.94 亿元 (yoy+159%，QoQ+48%)，扣非后归母净利润为 5.90 亿元 (yoy+169%，QoQ+49%)，毛利率 51.60% (yoy+21.03 pct，QoQ+4.90 pct)，净利率 36.55% (yoy+15.34 pct，QoQ+3.71 pct)，业绩符合预期。25Q2 单季度归母净利润同比增长的主要原因为：三代制冷剂市场价格持续走高，盈利能力稳步提升。同时公司实施中期分红，拟 10 派 3.2 元，合计派发 1.95 亿元。
- **Q2 制冷剂量价齐升，三季度景气持续向上。** 25H1 公司实现制冷剂毛利 13.21 亿元 (yoy+169%)，毛利率 54.59% (yoy+24.88 pct)，其中 25Q2 公司实现制冷剂销量 3.49 万吨 (yoy+3%，QoQ+29%)，单价 40318 元/吨 (yoy+55%，QoQ+8%)。因二代制冷剂生产配额进一步削减，三代制冷剂继续实行生产配额管理，经过一年的运行，厂库和渠道库存消化较为充分，且下游需求增长，叠加行业生态、竞争秩序持续改善，制冷剂作为功能性制剂、“刚需消费品”属性与全球“特许经营”商业模式的“基因”的逐步形成，非周期性行业特征逐步凸显。公司氟制冷剂产品均价同比大幅上涨，盈利能力稳步提升。根据卓创资讯报道 Q3 长协 R32 报价 5 万，R410A 报价 4.9 万，承压在此基础上增加 600 元，分别环比 Q2 提升 4000、2000 元/吨。8 月 4 日，广东乳源东阳光氟 R32 内外贸报价 6 万元/吨 (+3000 元)，R134a 内外贸报价 5.1 万元/吨 (+1000 元)，R410A 内外贸报价 5.1 万元/吨 (+1000 元)，远高于长协价，而 Q3 主要是维修及出口旺季，预计制冷剂价格和盈利仍将保持良好向上的趋势。公司拥有各类三代制冷剂配额共 121502 吨，涨价弹性大。在国际公约大框架下，制冷剂长期逻辑仍存，政策的制定锚定供需而非价格，行业格局向好趋势不变，继续看好制冷剂内外贸价格共振上行。
- **氟发泡剂价格环比提升，公司独享 R141b 配额。** 25H1 公司实现氟发泡剂毛利 0.62 亿元 (yoy+45%)，毛利率 63.50% (yoy+12.83 pct)，其中 25Q2 公司实现氟发泡剂销量 2111 吨 (yoy-27%，QoQ-4%)，单价 23858 元/吨 (yoy+42%，QoQ+11%)。根据生态环境部文件，25 年 R141b 生产配额为 9157 吨，同比削减 57%，且 25 年配额皆归属于公司；25 年 R142b 生产配额为 3360 吨，同比削减 64%，其中公司配额为 614 吨，占比 18%。
- **英伟达或采用全新双相冷板技术，R134a 有望充分受益。** 伴随 AI、5G 等高密度业务的快速发展，数据中心散热问题成为重大挑战。英伟达自 Blackwell 架构开始使用液冷，GB200 采取单相冷板+风冷方案，DGX GB300 系统引入机架级液冷设计，全面转向全液冷设计。冷板路线方面，双相冷板式液冷可能采用低沸点液体如 R134a 或氟化液等，散热效率高于单相冷板，可应对更高功率密度，英伟达的 Rubin 芯片或将采用颠覆性的双相冷板技术。公司目前拥有 R134a 配额 4.99 万吨，国内占比 24%，有望充分受益。
- **投资建设四代制冷剂项目，推进完善氟化工上下游产业链一体化布局。** 24 年 8 月，公司发布对外投资公告，子公司重庆嘉利合拟投资建设“新建氟化工一体化项目（一期、二期）”，项目总投资预计 21.90 亿元，其中一期内容为 30 万吨/年离子膜法制烧碱装置，总投资约 11 亿元，二期内容为 5 万吨/年 R152a、1.5 万吨/年三氟乙酸、0.5 万吨/年三氟乙酸乙酯，总投资约 10.9 亿元，项目有利于完善公司在上游原材料、氟精细化学品等领域的产业布局。9 月，公司公告，拟投资“9 万吨/年环氧氯丙烷 (ECH)、1 万吨/年四氟丙烯 (HFO-1234yf)、2 万吨/年聚偏氟乙烯 (PVDF) 建设项目”，总投资预计 15.70 亿元。浙江三美 5000t/a 聚全氟乙丙烯 (FEP) 及 5000t/a 聚偏氟乙烯 (PVDF) 项目已完成主体工程，处于设备安装阶段，9 万吨 AHF 技改项目稳步推进中；福建东莹已建成的 1500 吨/年六氟磷酸锂产能处于试生产及技改阶段。
- **投资分析意见：** 公司是国内三代制冷剂主流企业之一，行业格局优化叠加下游需求的超预期带来制冷剂价格价差持续向上，公司涨价弹性大。考虑到制冷剂内外贸价格的持续上行，我们维持公司 2025-27 年预测为 22.12、29.84、37.23 亿元，对应的 EPS 为 3.62、4.89、6.10 元/股，当前市值对应 PE 为 15X、11X、9X，维持增持评级。
- **风险提示：** 1) 原材料价格大幅上涨；2) 制冷剂价格上涨不及预期；3) 制冷剂下游需求低于预期；4) 新项目进展不及预期。

市场数据： 2025 年 08 月 22 日

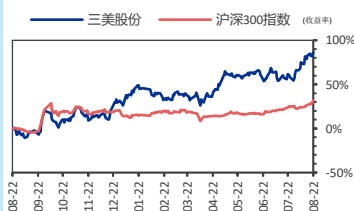
收盘价 (元)	55.12
一年内最高/最低 (元)	56.50/25.80
市净率	4.9
股息率% (分红/股价)	0.82
流通 A 股市值 (百万元)	33,650
上证指数/深证成指	3,825.76/12,166.06

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	11.78
资产负债率%	14.34
总股本/流通 A 股 (百万)	610/610
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

马昕晔 A0230511090002  
maxy@swsresearch.com  
宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

研究支持

李绍程 A0230525070002  
lisc@swsresearch.com

联系人

马昕晔  
(8621)23297818x  
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	4,040	2,828	6,569	7,822	8,770
同比增长率 (%)	21.2	38.6	62.6	19.1	12.1
归母净利润 (百万元)	779	995	2,212	2,984	3,723
同比增长率 (%)	178.4	159.2	184.1	34.9	24.7
每股收益 (元/股)	1.28	1.63	3.62	4.89	6.10
毛利率 (%)	29.8	49.5	48.6	53.7	58.8
ROE (%)	12.1	13.8	25.7	28.4	26.2
市盈率	43		15	11	9

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,334	4,040	6,569	7,822	8,770
其中：营业收入	3,334	4,040	6,569	7,822	8,770
减：营业成本	2,887	2,836	3,374	3,623	3,613
减：税金及附加	20	23	33	47	44
主营业务利润	427	1,181	3,162	4,152	5,113
减：销售费用	56	53	85	102	114
减：管理费用	163	178	282	329	368
减：研发费用	53	81	105	117	132
减：财务费用	-124	-94	-92	-84	-83
经营性利润	279	963	2,782	3,688	4,582
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	16	8	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	0	-26	-30	0	0
加：投资收益及其他	-1	17	3	3	10
营业利润	299	970	2,755	3,691	4,592
加：营业外净收入	77	-4	-15	-15	-5
利润总额	375	965	2,740	3,676	4,587
减：所得税	96	191	521	680	849
净利润	280	775	2,219	2,996	3,739
少数股东损益	0	-4	7	12	16
归属于母公司所有者的净利润	280	779	2,212	2,984	3,723

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。