

## 三美股份 (603379.SH)

制冷剂价格上行推动公司 1H25 业绩同比高增，看好制冷剂价格稳步上行

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,334	4,040	6,294	7,172	8,011
增长率 yoy (%)	-30.1	21.2	55.8	14.0	11.7
归母净利润 (百万元)	280	779	2,108	2,615	3,068
增长率 yoy (%)	-42.4	178.4	170.8	24.0	17.3
ROE (%)	4.7	11.8	25.1	24.1	22.3
EPS 最新摊薄 (元)	0.46	1.28	3.45	4.28	5.03
P/E (倍)	134.3	48.2	17.8	14.4	12.2
P/B (倍)	6.4	5.8	4.5	3.5	2.8

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

**事件:** 2025 年 8 月 22 日, 发布 2025 年半年报, 公司 2025 年上半年收入为 28.28 亿元, 同比上升 38.58%; 归母净利润为 9.95 亿元, 同比上升 159.22%; 扣非归母净利润为 9.86 亿元, 同比上升 163.61%。对应公司 2Q25 营业收入为 16.16 亿元, 环比上升 33.32%; 归母净利润为 5.94 亿元, 环比上升 48.33%。

**点评:** 各产品价格景气上行, 带动公司业绩同比高增。1H25 公司氟制冷剂/氟发泡剂/氟化氢收入分别为 24.19/0.98/2.76 亿元, YoY 分别为 46.59%/15.33%/1.80%; 毛利率分别为 54.59%/63.50%/3.24%, 同比变化分别为 24.88/12.83/-0.47pcts。公司 1H25 利润同比高增的主要原因为各板块产品价格均实现不同程度增长, 其中制冷剂价格表现较为突出。

产销量方面, 1H25 公司氟制冷剂/氟发泡剂/氟化氢收产量分别为 8.83/0.84/6.84 万吨; YoY 分别为 0.51%/11.69%/-4.00%; 销量分别为 6.20/0.43/3.24 万吨, YoY 分别为 -6.27%/-15.74%/-8.94%。

产品价格方面, 1H25 公司氟制冷剂/氟发泡剂/氟化氢平均售价分别为 3.90/2.27/0.85 万元/吨, YoY 分别为 56.53%/36.87%/11.79%。

原材料价格方面, 1H25 萤石粉/偏氯乙烯/三氯乙烯/四氯乙烯/氯仿/硫酸/二氯甲烷均价分别为 0.33/0.63/0.39/0.43/0.05/0.24 万元/吨, YoY 分别为 3.15%/1.19%/-8.22%/4.16%/-9.62%/65.66%/-2.95%。

费用方面, 公司 1H25 销售费用同比上升 23.71%, 销售费用率为 1.02%, 同比下降 0.12pcts; 财务费用同比上升 53.73%, 财务费用率为 -1.04%, 同比上升 2.07pcts; 管理费用同比上升 49.75%, 管理费用率为 3.82%, 同比上升 0.29pcts; 研发费用同比上升 35.28%, 研发费用率为 1.70%, 同比下降 0.04pcts。

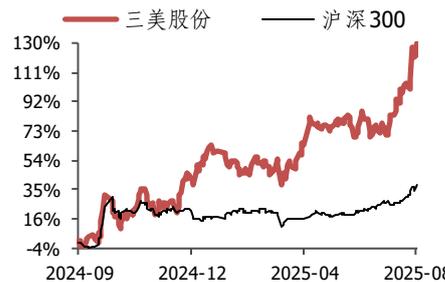
公司筹资活动产生的现金流净额波动较大。1H25 经营性活动产生的现金流净额为 9.44 亿元, 同比上升 487.50%; 投资活动产生的现金流净额为 -6.28 亿元, 同比下降 13.12%; 筹资活动产生的现金流净额为 1.24 亿元, 同比上升

### 买入 (维持评级)

#### 股票信息

行业	基础化工
2025 年 8 月 29 日收盘价 (元)	61.51
总市值 (百万元)	37,550.57
流通市值 (百万元)	37,550.57
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)	405.62

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 肖亚平

执业证书编号: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com

##### 分析师 林森

执业证书编号: S1070525070002

邮箱: linsen@cgws.com

#### 相关研究

- 《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》2025-06-24
- 《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

188.07%。期末现金及等价物余额为 30.93 亿元，同比上升 19.06%。应收账款同比上升 25.47%，应收账款周转率有所上升，从 2024 年同期的 5.89 次上升到 6.88 次；存货同比上升 21.08%，存货周转率有所下降，从 2024 年同期的 2.84 次下降到 2.43 次。

**年内配额逐步消耗，市场紧平衡状态下三代制冷剂价格易涨难跌。**根据氟务在线信息显示，当前制冷剂市场整体呈现企稳态势，主流品种价格在高位维持坚挺。在配额生产政策持续约束作用下，行业供应格局持续优化，市场集中度提升，叠加部分企业进入传统淡季检修期，市场供需维持紧平衡状态。我们认为三季度以来，全国的普遍高温刺激了制冷剂需求，进而推动产品价格持续走高。根据百川盈孚数据显示，截至 8 月 12 日，R32/R125/R134a 市场均价分别为 57000/45500/50500 元/吨，年内涨幅分别为 32.56%/8.33%/18.82%。展望后市，我们认为在制冷剂配额逐步消耗，供需紧平衡的背景下，产品价格易涨难跌。

**公司贯彻产业链一体化布局，多个项目稳步推进。**根据公司 2025 年中报披露，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，预计于 2025 年 10 月达到可使用状态。浙江三美 5000 吨/年聚全氟乙丙烯及 5000 吨/年聚偏氟乙烯项目、年智能分装 3500 万瓶罐制冷剂生产线及配套设施项目已完成主体工程，处于设备安装阶段，预计于 2025 年 12 月达到可使用状态。同时，公司稳步推进浙江三美的科创中心（办公大楼）、AHF 技改项目、催化剂项目、中试基地项目、环氧氯丙烷项目，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。我们看好公司多个项目的建成投产，整体氟化工产业链布局将进一步完善。

**投资建议：**我们预计三美股份 2025-2027 年收入分别为 62.94/71.72/80.11 亿元，同比增长 55.8%/14.0%/11.7%，归母净利润分别为 21.08/26.15/30.68 亿元，同比增长 170.8%/24.0%/17.3%，对应 EPS 分别为 3.45/4.28/5.03 元。结合公司 8 月 28 日收盘价，对应 PE 分别为 18/14/12 倍。我们基于以下两个方面：1) 我们认为在制冷剂配额逐步消耗，供需紧平衡的背景下，产品价格易涨难跌；2) 我们看好公司多个项目的建成投产，整体氟化工产业链布局将进一步完善，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业周期性波动风险；安全环保风险；新产品替代风险；生产配额紧缩风险

## 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
<b>流动资产</b>	4283	4102	6042	7819	11179
现金	3187	2659	4142	6148	9027
应收票据及应收账款	279	303	603	429	724
其他应收款	25	43	62	58	76
预付账款	13	11	27	16	32
存货	543	561	683	642	796
其他流动资产	236	525	525	525	525
<b>非流动资产</b>	2446	3038	3612	3717	3806
长期股权投资	402	233	223	212	200
固定资产	1113	1089	1735	1926	2032
无形资产	340	505	573	650	733
其他非流动资产	591	1212	1082	930	841
<b>资产总计</b>	6729	7140	9655	11536	14985
<b>流动负债</b>	820	498	1165	589	1136
短期借款	0	0	138	0	0
应付票据及应付账款	608	247	716	309	803
其他流动负债	212	251	312	280	333
<b>非流动负债</b>	16	79	68	55	42
长期借款	0	65	55	41	28
其他非流动负债	16	13	13	13	13
<b>负债合计</b>	836	576	1233	644	1178
少数股东权益	0	123	118	108	99
股本	610	610	610	610	610
资本公积	1584	1594	1594	1594	1594
留存收益	3716	4354	5748	7381	9243
归属母公司股东权益	5892	6441	8304	10784	13709
<b>负债和股东权益</b>	6729	7140	9655	11536	14985

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	484	709	2259	2495	3164
净利润	280	775	2103	2605	3059
折旧摊销	127	153	184	252	282
财务费用	-124	-94	-101	-179	-277
投资损失	13	6	5	6	7
营运资金变动	59	-236	64	-204	84
其他经营现金流	130	106	3	15	8
<b>投资活动现金流</b>	-715	-1003	-742	-351	-367
资本支出	649	737	769	367	384
长期投资	-116	-206	10	11	12
其他投资现金流	49	-60	16	6	4
<b>筹资活动现金流</b>	-147	-197	-171	-1	82
短期借款	0	0	138	-138	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	-298	150	95
<b>现金净增加额</b>	-361	-473	1346	2144	2878

## 利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	3334	4040	6294	7172	8011
营业成本	2887	2836	3194	3402	3692
营业税金及附加	20	23	30	38	43
销售费用	56	53	92	104	118
管理费用	163	178	250	300	349
研发费用	53	81	105	127	142
财务费用	-124	-94	-101	-179	-277
资产和信用减值损失	17	-18	-25	-27	-19
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
<b>营业利润</b>	299	970	2731	3375	3944
营业外收入	86	3	32	31	38
营业外支出	9	7	17	10	11
<b>利润总额</b>	375	965	2745	3396	3971
所得税	96	191	642	791	913
<b>净利润</b>	280	775	2103	2605	3059
少数股东损益	0	-4	-5	-9	-9
<b>归属母公司净利润</b>	280	779	2108	2615	3068
EBITDA	391	1039	2835	3500	4028
EPS (元/股)	0.46	1.28	3.45	4.28	5.03

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-30.1	21.2	55.8	14.0	11.7
营业利润 (%)	-53.9	224.7	181.6	23.6	16.9
归属母公司净利润 (%)	-42.4	178.4	170.8	24.0	17.3
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	13.4	29.8	49.3	52.6	53.9
净利率 (%)	8.4	19.2	33.4	36.3	38.2
ROE (%)	4.7	11.8	25.1	24.1	22.3
ROIC (%)	3.3	10.9	23.9	23.1	21.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	12.4	8.1	12.8	5.6	7.9
净负债比率 (%)	-53.8	-39.3	-46.7	-56.1	-65.4
流动比率	5.2	8.2	5.2	13.3	9.8
速动比率	4.5	7.0	4.6	12.1	9.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	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
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.46	1.28	3.45	4.28	5.03
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.79	1.16	3.70	4.09	5.18
每股净资产 (最新摊薄)	9.65	10.55	13.55	17.57	22.29
<b>估值比率</b>					
P/E	134.3	48.2	17.8	14.4	12.2
P/B	6.4	5.8	4.5	3.5	2.8
EV/EBITDA	87.9	33.5	11.8	8.9	7.1

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

### 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