

# 三美股份(603379.SH)

优于大市

制冷剂价格逐季提升,需求淡季彰显经营韧性

## 核心观点

公司 2025 年前三季度归母净利润 15. 91 亿元,同比大幅增长 183. 66%。2025 年 10 月 27 日,公司发布《2025 年第三季度报告》。根据公司公告,2025 年前三季度公司实现营业收入 44. 29 亿元,同比增长 45. 72%;实现归母净利润 15. 91 亿元,同比增长 183. 66%;实现扣非后归母净利润为 15. 80 亿元,同比增长 188. 06%;公司前三季度毛利率达 50. 7%,同比增长 22. 5pct;前三季度净利率达 35. 7%,同比增长 17. 3pct。其中第三季度单季实现营收 16. 01 亿元,同比增长 60. 29%;实现归母净利润 5. 96 亿元,同比增长 236. 57%,环比二季度(5. 94 亿元)略增,需求淡季下实现利润增长,体现出公司制冷剂产品价格增长的韧性;实现销售毛利率 52. 9%,同比增长 21. 8pct,环比增长 1. 3pct;实现销售净利率 36. 9%,同比增长 19. 4pct,环比增长 0. 4pct。公司业绩大幅增长的核心驱动力源于制冷剂业务的强劲表现:第三代制冷剂(HFCs)自 2024 年起实施配额制度,行业供给格局发生根本性变革,从过剩竞争转向供给受限,公司凭借领先的生产配额优势,充分享受行业景气上行红利。

制冷剂均价逐季增长,盈利能力显著提升。2025年前三季度,公司氟制冷剂业务表现强劲,尽管销量同比有所下滑,但价格的强劲上涨成为业绩核心驱动力。2025年前三季度,公司氟制冷剂销量为9.54万吨,同比下降1.85%,但销售均价达到3.98万元/吨,同比大幅上涨56.50%。其中第三季度实现制冷剂销量3.34万吨,同比提升7.45%,环比下滑4.08%;第三季度实现制冷剂销售均价4.13万元/吨,同比提升55.65%,环比提升2.43%。在配额制度的刚性约束下,公司凭借行业领先的配额地位,特别是在R32、R134a、R125等主流产品上分别拥有11.8%、24.0%、18.4%的全国生产配额市场竞争优势明显,保障了公司在制冷剂高景气周期中的核心受益地位。

2026 年制冷剂配额总量设定与分配方案发布,看好制冷剂长期景气度。2025年 10月 24日,生态环境部正式印发《2026年度消耗臭氧层物质配额总量设定与分配方案》和《2026年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》。二代制冷剂方面,2026年 R22生产配额削减 3000吨,R141b生产配额清零。三代制冷剂方面,在 2025年度配额(含增发配额)基础上,增发 3000吨 R245fa,增发 50吨,其他品种各生产单位可申请的生产配额与内用配额与 2025年度永久性配额调整价增发后的配额相同;2026年三代制冷剂品种间可调整两次,合计不能超过该品种配额量的30%。虽然 2026年 R141b生产配额将清零,但公司正推进四代发泡剂的研发以应对 R141b 配额清零。

积极延伸产业链,向氟聚合物、新能源材料等高附加值领域布局。公司在巩固氟化工主业的同时,稳步推进产业链一体化和高端化转型。2025年前三季度,公司多个重点项目建设取得积极进展:福建东莹年产 1500吨六氟磷酸锂项目处于试生产及技改阶段;浙江三美 5000吨/年聚全氟乙丙烯(FEP)、5000吨/年聚偏氟乙烯(PVDF)、年智能分装 3500 万瓶罐制冷剂项目已完成主体工程,进入设备安装阶段。此外,公司还在推进科创中心、催化剂项目、重庆嘉利合氟化工一体化项目等多个工程,为长远发展储备动能。同时,公司积极布局第四代制冷剂,积极切入新一代产品市场,为未来技术迭代和市场拓展奠定基础。

## 公司研究・财报点评 基础化工・化学制品

### 证券分析师: 杨林

110-88005379

yang lin6@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 合理估值 收盘价 总市值/流道

总市值/流通市值 52 周最高价/最低价 近3个月日均成交额 优于大市(维持)

56. 26 元 34346/34346 百万元 63. 48/31. 30 元 538. 50 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)-制冷剂价格逐季提升,公司利润率快速增长》——2025-08-23

《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》 ——2025-04-28

《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



**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。

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,2025年制冷剂价格将持续上涨,对应制冷剂板块毛利率水平快速上行,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 21.07/25.21/27.74亿元,同比增长 170.6%/19.7%/10.0%;摊薄 EPS 为 3.45/4.13/4.54元;对应当前股价对应 PE 为 16.3/13.6/12.4X。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	6, 145	6, 674	7, 208
(+/-%)	-30. 1%	21. 2%	52. 1%	8. 6%	8.0%
归母净利润(百万元)	280	779	2107	2521	2774
(+/-%)	-42. 4%	178. 4%	170. 7%	19. 6%	10.1%
每股收益 (元)	0.46	1. 28	3. 45	4. 13	4. 54
EBIT Margin	4. 7%	21.5%	42. 9%	47. 3%	47. 8%
净资产收益率(ROE)	4. 7%	12. 1%	26. 3%	25. 4%	23. 1%
市盈率(PE)	122. 8	44. 1	16. 3	13. 6	12. 4
EV/EBITDA	130. 5	34. 6	12. 6	10. 3	9. 4
市净率(PB)	5. 83	5. 33	4. 28	3. 46	2. 86

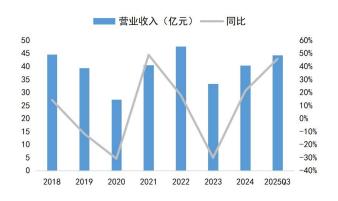
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算



公司 2025 年前三季度归母净利润 15. 91 亿元,同比大幅增长 183. 66%。2025 年 10 月 27 日,公司发布《2025 年第三季度报告》。根据公司公告,2025 年前三季度公司实现营业收入 44. 29 亿元,同比增长 45. 72%;实现归母净利润 15. 91 亿元,同比增长 183. 66%;实现扣非后归母净利润为 15. 80 亿元,同比增长 188. 06%;公司前三季度毛利率达 50. 7%,同比增长 22. 5pct;前三季度净利率达 35. 7%,同比增长 17. 3pct。其中第三季度单季实现营收 16. 01 亿元,同比增长 60. 29%;实现归母净利润 5. 96 亿元,同比增长 236. 57%,环比二季度(5. 94 亿元)略增,需求淡季下实现利润增长,体现出公司制冷剂产品价格增长的韧性;实现销售毛利率52. 9%,同比增长 21. 8pct,环比增长 1. 3pct;实现销售净利率 36. 9%,同比增长19. 4pct,环比增长 0. 4pct。公司业绩大幅增长的核心驱动力源于制冷剂业务的强劲表现:第三代制冷剂(HFCs)自 2024 年起实施配额制度,行业供给格局发生根本性变革,从过剩竞争转向供给受限,公司凭借领先的生产配额优势,充分享受行业景气上行红利。

## 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、%)



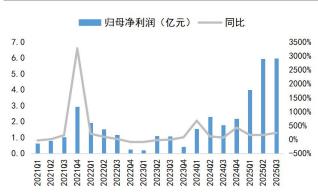
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

#### 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

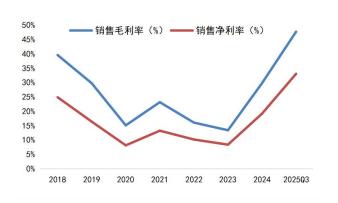
#### 图4: 三美股份单季归母净利润及增速(单位: 亿元、%)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

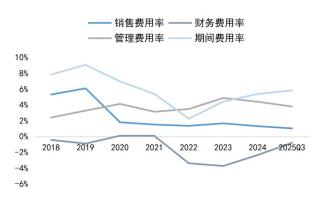


#### 图5: 三美股份净利率与毛利率变化趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

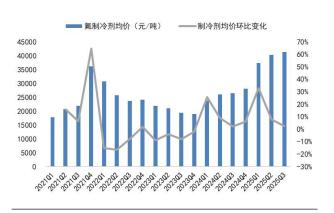
#### 图6: 三美股份各项费用率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

制冷剂均价逐季增长,盈利能力显著提升。2025年前三季度,公司氟制冷剂业务表现强劲,尽管销量同比有所下滑,但价格的强劲上涨成为业绩核心驱动力。2025年前三季度,公司氟制冷剂销量为9.54万吨,同比下降1.85%,但销售均价达到3.98万元/吨,同比大幅上涨56.50%。其中第三季度实现制冷剂销量3.34万吨,同比提升7.45%,环比下滑4.08%;第三季度实现制冷剂销售均价4.13万元/吨,同比提升55.65%,环比提升2.43%。在配额制度的刚性约束下,公司凭借行业领先的配额地位,特别是在R32、R134a、R125等主流产品上分别拥有11.8%、24.0%、18.4%的全国生产配额市场竞争优势明显,保障了公司在制冷剂高景气周期中的核心受益地位。

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

2026 年制冷剂配额总量设定与分配方案发布,看好制冷剂长期景气度。2025 年 10 月 24 日,生态环境部正式印发《2026 年度消耗臭氧层物质配额总量设定与分配方案》和《2026 年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》。二代制冷剂方面,2026 年 R22 生产配额削减 3000 吨,R141b 生产配额清零。三代制冷剂方面,在2025 年度配额(含增发配额)基础上,增发 3000 吨 R245fa,增发 50 吨,其他品种各生产单位可申请的生产配额与内用配额与 2025 年度永久性配额调整价增发后的配额相同;2026 年三代制冷剂品种间可调整两次,合计不能超过该品种配额



量的 30%。虽然 2026 年 R141b 生产配额将清零,但公司正推进四代发泡剂的研发 以应对 R141b 配额清零。

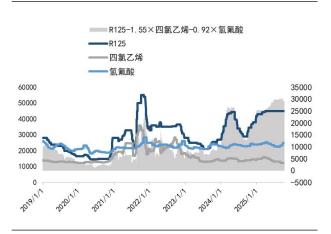
制冷剂市场价格方面: R22 因需求持续萎缩,预计当年配额富余达 40%,企业通过降价清理库存,据卓创资讯,2025 年 Q3 下滑至 3. 41 万元/吨,较 Q2 均价下滑 429元/吨;据氟务在线,10 月来 R22 价格下滑至 1. 5-1. 8 万元/吨,低价策略带动市场采购情绪有所好转,出货较为顺畅,后价格提升并稳定在 1. 8-2. 0 万元/吨。R32表现强势,在需求持续增长的背景下,制冷剂企业对 R32 市场的维护意愿较强,报价稳步上行,2025 年 Q3 均价达 5. 9 万元/吨,较 Q2 上涨 8534 元/吨;当前市场主流成交价维持在 6. 1-6. 2 万元/吨。R134a 因配额持续消耗,2025 年 Q3 均价上涨至 5. 1 万元/吨,较 Q2 价格上涨 3360 元/吨;先报价逐步上涨至 5. 3 万元/吨。R410a 受 R32 高价带动,2025 年 Q3 均价达 5. 1 万元/吨,较 Q2 上涨 2830 元/吨;当前报价跟涨至 5. 2-5. 5 万元/吨。R125、R143a、R507 二三季度价格维持 4. 6 万元/吨,保持平稳态势。

#### 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

**积极延伸产业链,向氟聚合物、新能源材料等高附加值领域布局。**公司在巩固氟 化工主业的同时,稳步推进产业链一体化和高端化转型。2025 年前三季度,公司



多个重点项目建设取得积极进展:福建东莹年产 1500 吨六氟磷酸锂项目处于试生产及技改阶段;浙江三美 5000 吨/年聚全氟乙丙烯(FEP)、5000 吨/年聚偏氟乙烯(PVDF)、年智能分装 3500 万瓶罐制冷剂项目已完成主体工程,进入设备安装阶段。此外,公司还在推进科创中心、催化剂项目、重庆嘉利合氟化工一体化项目等多个工程,为长远发展储备动能。同时,公司积极布局第四代制冷剂,积极切入新一代产品市场,为未来技术迭代和市场拓展奠定基础。

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,2025年制冷剂价格将持续上涨,对应制冷剂板块毛利率水平快速上行,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21.07/25.21/27.74亿元,同比增长170.6%/19.7%/10.0%;摊薄EPS为3.45/4.13/4.54元;对应当前股价对应PE为16.3/13.6/12.4%。维持"优于大市"评级。

表1: 可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价(2025/10/27)		EPS			PE		РВ
代码	名称	评级	(元)	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2025E	
600160	巨化股份	优于大市	35. 77	0. 73	1. 52	1. 79	33. 23	23. 53	19. 98	4. 73
0189. HK	东岳集团	优于大市	10. 23	0.46	1. 23	1. 48	16. 07	8. 32	6. 91	1. 25
603379	三美股份	优于大市	56. 26	1. 27	3. 45	4. 13	33. 52	16. 31	13. 62	4. 91

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

或品表認審的情報         3167         2689         304         4160         5690         4504         養地成成         2680         4590         4640         養地成成         2680         2690         6464         養地成成         2887         2880         2690         2694         表述成成成         2887         2880         2880         2890         2804         全地成成成成成成成成成成成成成成成成成成成成成成成成成成成成成成成成成成成成	资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货学額	现金及现金等价物	3187	2659	3004	4160	5603	营业收入	3334	4040	6145	6674	7208
対極法対性性	应收款项	303	346	569	599	644	营业成本	2887	2836	3045	3015	3229
接続性	存货净额	543	561	559	550	584	营业税金及附加	20	23	35	38	42
日本学学   日本学学	其他流动资产	229	274	436	461	500	销售费用	56	53	64	68	74
接続性の	流动资产合计	4283	4102	4831	6032	7593	管理费用	163	178	259	281	301
投資性情場地         362         536         536         投資收益         投資收益         133         36         3         203         333         333         333         333         333         333         334         203         263         55         66         77           基本格計         672         7140         9356         11335         13382         其他收入         233         400         1019         2693         3215         3233           应付款項目         608         247         385         436         362         推业外争收支         77         40         0         0         0         0         0         0         0         263         323         基地外争收支         77         40         0	固定资产	1341	1764	3075	3760	4170	研发费用	53	81	104	113	119
<ul> <li>长期股投投资 402 23 308 333 353 353 353 353 353 353 353 353 35</li></ul>	无形资产及其他	340	505	606	675	731	财务费用	(124)	(94)	(48)	(54)	(78)
数子格計 短期情報及交易性金融 依性         6729         7400         7956         1338         13382         其他較入         (23)         (45)         (104)         (115)         323         四月間報報及交易性金融 依性         1         0         24         55         33         普速利润         209         770         2693         3215         3232           成付款項目         608         247         385         408         362         無利無額         375         965         2693         3215         3233           成功負債計         820         478         688         722         663         所得股费用         96         191         596         707         752           长期負債計         820         478         588         722         663         所得股费用         96         191         596         270         752           投機負債計         16         75         518         582         616         31         月厘十母の青神網         96         191         2521         2774           投機負債計         16         79         552         596         431         現金機工         120         2026         2027           放放放放放放放放放放放放放放放放放放放放放放放放放放放放放放放放放放放放	投资性房地产	362	536	536	536	536		(13)	(6)	3	9	9
短期借款及交易性金融	长期股权投资	402	233	308	333	353	动	2	(23)	5	(6)	(7)
気候10245533蓄地利润299970269332153223应付款項608247385408362营业外收支77(4)000其他流动负债212279288268742663利润格額375965269332153523基础负债付计820468752663所得税费用61915962070762762其他长期负债1613131313月具干母公司净利润280779210725212774长期负债付计1679532596631現金本養養(百万元)20232024202520262027负债付计336576121913171294奔利润280779210725212774少数股东投益672714802291211371294奔利润280779210725212774股东权益5892613180291211371294奔利润280779210725212774股份和股东权益5892714802291211371294奔利润280127401612要股收益0.461.283.4513351335133523352422023361672要股收益0.240.230.2512340.242223361672要股收益0.240.230.2513.141.24 <t< td=""><td></td><td>6729</td><td>7140</td><td>9356</td><td>11335</td><td>13382</td><td>其他收入</td><td>(23)</td><td>(45)</td><td>(104)</td><td>(113)</td><td>(119)</td></t<>		6729	7140	9356	11335	13382	其他收入	(23)	(45)	(104)	(113)	(119)
技能流动负债         212         251         279         258         268         利润总额         375         965         2693         3215         3235           旅动负债合计         820         498         688         722         663         所得稅费用         96         191         596         707         762           长期债债         16         313         582         617         少数股余损益         0         40         40         10         2021         2774           长期负债计         16         73         576         1219         5796         631         2月二年公司净利润         280         779         2020         2021         2774           免债债分         83         576         1219         1197         1294         净利润         280         779         2107         2521         2774           免债债利益         60         756         1219         1193         11984         280         277         202         202         202         2071         11993         折日除排         114         140         194         288         347           费债利利益         628         203         203         203         203         1338         1338         202 <t< td=""><td></td><td>1</td><td>0</td><td>24</td><td>55</td><td>33</td><td>营业利润</td><td>299</td><td>970</td><td>2693</td><td>3215</td><td>3523</td></t<>		1	0	24	55	33	营业利润	299	970	2693	3215	3523
法动负债合计         820         488         688         722         663         所得股费用         96         191         596         707         702           长期借款及应付债券         0         65         518         582         617         少数股东损益         0         40         (10)         (12)         (14)           其他长期负债         16         13         13         13         月月日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日日	应付款项	608	247	385	408	362	营业外净收支	77	(4)	0	0	0
长期借款及应付债券         0         65         518         582         617         少数股东报益         0         (4)         (10)         (12)         (14)           其他长期负债         16         13         13         13         13 <b>月風干母公司令利润</b> 280         779         2107         2521         2774           长期负债合计         16         79         532         596         631 <b>理金派量表(百万元)</b> 202         202         2025         2026         2072           负债合计         836         576         1219         1317         1294         净利润         280         779         2107         2521         2774           少数股东权益         0         123         115         106         95         资产减值准备         339         27         40         16         12           股东权益         5892         6441         8022         9912         11193         11日曜報         114         140         194         288         347           投棄財務与估值指标         2023         724         2025         2026         2027E         2027E         203         53         578         176         (24)         (24)         (24)         (26)         (27) <th< td=""><td>其他流动负债</td><td>212</td><td>251</td><td>279</td><td>258</td><td>268</td><td>利润总额</td><td>375</td><td>965</td><td>2693</td><td>3215</td><td>3523</td></th<>	其他流动负债	212	251	279	258	268	利润总额	375	965	2693	3215	3523
其他长期负债         16         13         13         13         13         13         13         13         2屆         596         631         现金流量表(百万元)         2023         2024         2025         2026         20276           负债合计         16         79         532         596         631         现金流量表(百万元)         2023         2024         2025         2026         20276           负债合计         836         576         1219         1317         1294         净利润         280         779         2107         2521         2774           少数股东权益         0         123         115         106         95         资产减值准备         (38)         27         40         16         12           投債利限         6729         7140         8025         9912         11993         折日摊销         114         140         194         288         347           投債利用         6729         7140         9356         1335         1382         公允价值度的         114         140         194         288         347           支債利用         6729         740         9356         1335         1382         2027E         2027E         2027E         2027E         2027	流动负债合计	820	498	688	722	663	所得税费用	96	191	596	707	762
状期負債合計         16         79         532         596         631         現金流量表(百万元)         2023         2024         2025E         2026E         2072           負債合計         836         576         1219         1317         1294         净利润         280         779         2107         2521         2774           少数限床权益         0         123         115         106         95         资产减值准备         (38)         27         40         16         12           負債和限水权益結         5892         6441         8022         9912         11935         13882         公允价值变动损失         (2)         23         (5)         6         7           支健財务与估值指标         2023         2024         2025E         2026E         2027E         营运资本变动         53         (578)         (176)         (27         (182)           無限地益         0.46         1.28         3.45         4.13         4.54         其它         38         (30)         (48)         (25)         (22)           無限地益         0.46         1.28         3.45         4.13         4.54         其它         38         (30)         (48)         (22)         (22)         (22)         (48)         (48)<	长期借款及应付债券	0	65	518	582	617	少数股东损益	0	(4)	(10)	(12)	(14)
负债合针         836         576         1219         1317         1294         净利润         280         779         2107         2521         2774           少数股东权益         0         123         115         106         95         资产减值准备         (38)         27         40         16         12           股东权益         5892         6441         8022         9912         11993         折旧摊销         114         140         194         288         347           负债和股东权益总计         6729         7140         9356         11335         13382         公允价值变动损失         (2)         23         (5)         6         7           大健財务与估值指标         2023         2024         2025E         2026E         2027E         营证资本变动         53         (578)         (176)         (27         (142)           每股位         0.46         1.28         3.45         4.13         4.54         其它         38         (30)         (48)         (25)         (22)           每股公司         0.24         0.23         0.86         1.03         1.14         经营活动现金         其它         360         2112         2779         2977           每股分子         0.65         10.55	其他长期负债	16	13	13	13	13	归属于母公司净利润	280	779	2107	2521	2774
少数般东权益       0       123       115       106       95       资产减值准备       (38)       27       40       16       12         股东权益       5892       6441       8022       9912       11993       折旧摊销       114       140       194       288       347         负债和股东权益总计       6729       7140       9356       11335       13382       公允价值变动损失       (2)       23       (5)       6       7         大健財务与估值指标       2023       2024       2025E       2026E       2027E       营运资本变动       53       (578)       (176)       (27)       (142)         每般收益       0.46       1.28       3.45       4.13       4.54       其它       38       (30)       (48)       (25)       (22)         每股公司       0.24       0.23       0.86       1.03       1.14       经营活动现金流       445       360       2112       2779       2977         每股公司       9.65       10.55       13.14       16.24       19.64       资本活动金流       445       360       2112       2779       2977         每日公司       9.65       10.55       13.14       16.24       19.64       资本活动强强       10       (557)       (1641)	长期负债合计	16	79	532	596	631	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益         5892         6441         8022         9912         11993         折旧摊销         114         140         194         288         347           负债和股东权益总计         6729         7140         9356         11335         13382         公允价值变动损失 财务费用         (124)         (94)         (48)         (54)         (78)           关键财务与估值指标         2023         2024         2025E         2026E         2027E         营运资本变动         53         (578)         (176)         (27)         (142)           每股位益         0.46         1.28         3.45         4.13         4.54         其它         38         (30)         (48)         (25)         (22)           每股公利         0.24         0.23         0.86         1.03         1.14         经营活动现金流         445         360         2112         2779         2977           每股分子         9.65         10.55         13.14         16.24         19.64         资本开支         0         (557)         (1641)         (104)         (832)           ROIC         3.93%         13.45%         30%         25%         25%         23%         投資活动现金流         (105)         (630)         (1716)         (1089)         (852)	负债合计	836	576	1219	1317	1294	净利润	280	779	2107	2521	2774
分債和股东权益总计   6729   7140   9356   11335   13382   公允价值变动损失   (2) 23 (5) 6 7	少数股东权益	0	123	115	106	95	资产减值准备	(38)	27	40	16	12
关键财务与估值指标         2023         2024         2025E         2026E         2027E         营运资本变动         53         (578)         (16)         (27)         (142)           每股收益         0.46         1.28         3.45         4.13         4.54         其它         38         (30)         (48)         (25)         (22)           每股红利         0.24         0.23         0.86         1.03         1.14         经营活动现金流         445         360         2112         2779         2977           每股净资产         9.65         10.55         13.14         16.24         19.64         资本开支         0         (557)         (1641)         (1064)         (832)           ROIC         3.93%         13.45%         30%         31%         其它投资现金流         108         (242)         0         0         0           ROE         4.75%         12.09%         26%         25%         23%         投资活动现金流         (105)         (630)         (1716)         (1089)         (852)           毛利率         13%         30%         50%         55%         55%         权益性融资         18         0         0         0         0           EBIT Margin         5%         21%	股东权益	5892	6441	8022	9912	11993	折旧摊销	114	140	194	288	347
关键财务与估值指标         2023         2024         2025E         2026E         2027E         营运资本变动         53         (578)         (176)         (27)         (142)           每股收益         0.46         1.28         3.45         4.13         4.54         其它         38         (30)         (48)         (25)         (22)           每股红利         0.24         0.23         0.86         1.03         1.14         经营活动现金流         445         360         2112         2779         2977           每股争资产         9.65         10.55         13.14         16.24         19.64         资本开支         0         (557)         (1641)         (1064)         (832)           ROIC         3.93%         13.45%         30%         31%         31%         其它投资现金流         108         (242)         0         0         0         0           ROE         4.75%         12.09%         26%         25%         25%         投资	负债和股东权益总计	6729	7140	9356	11335	13382	公允价值变动损失	(2)	23	(5)	6	7
毎股收益 0.46 1.28 3.45 4.13 4.54 其它 38 (30) (48) (25) (22) 年股红利 0.24 0.23 0.86 1.03 1.14 经营活动现金流 445 360 2112 2779 2977 年股净资产 9.65 10.55 13.14 16.24 19.64 资本开支 0 (557) (1641) (1064) (832) ROIC 3.93% 13.45% 30% 31% 31% 其它投资现金流 108 (242) 0 0 0 0 0 ROE 4.75% 12.09% 26% 25% 23% 投资活动现金流 (105) (630) (1716) (1089) (852) 毛利率 13% 30% 50% 55% 55% 权益性融资 18 0 0 0 0 0 EBIT Margin 5% 21% 43% 47% 48% 负债净变化 0 65 453 64 35 EBITDA Margin 8% 25% 46% 52% 53% 支付股利、利息 (146) (141) (527) (630) (694) 收入增长 -30% 21% 52% 9% 8% 其它融资现金流 (380) (109) 23 32 (22) 净利润增长率 -42% 178% 171% 20% 10% 融资活动现金流 (654) (259) (50) (535) (681) 资产负债率 12% 10% 14% 13% 10% 现金净变动 (314) (529) 346 1155 1444 股息率 0.4% 0.4% 1.5% 1.8% 2.0% 货币资金的期利余额 3501 3187 2659 3004 4160 P/E 122.8 44.1 16.3 13.6 12.4 货币资金的期末余额 3187 2659 3004 4160 5603 P/B							财务费用	(124)	(94)	(48)	(54)	(78)
毎股红利 0.24 0.23 0.86 1.03 1.14 <b>经营活动现金流</b> 445 360 2112 2779 2977 年股净资产 9.65 10.55 13.14 16.24 19.64 资本开支 0 (557) (1641) (1064) (832) ROIC 3.93% 13.45% 30% 31% 31% 其它投资现金流 108 (242) 0 0 0 0 0 ROE 表刊率 13% 30% 50% 55% 25% 权益性融资 18 0 0 0 0 0 0 EBIT Margin 5% 21% 43% 47% 48% 负债净变化 0 65 453 64 35 EBITDA Margin 8% 25% 46% 52% 53% 支付股利、利息 (146) (141) (527) (630) (694) 收入增长 -30% 21% 52% 9% 8% 其它融资现金流 (380) (109) 23 32 (22) 净利润增长率 -42% 178% 171% 20% 10% 融资活动现金流 (654) (259) (50) (535) (681) 资产负债率 12.8 10% 1.5% 1.8% 2.0% 货币资金的期初余额 3501 3187 2659 3004 4160 P/E 122.8 44.1 16.3 13.6 12.4 货币资金的期末余额 3187 2659 3004 4160 5603 P/B 5.8 5.3 4.3 3.5 2.9 企业自由现金流 0 (298) 431 1661 2071	关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	53	(578)	(176)	(27)	(142)
毎股浄资产 9. 65 10. 55 13. 14 16. 24 19. 64 资本开支 0 (557) (1641) (1064) (832) ROIC 3. 93% 13. 45% 30% 31% 31% 其它投资现金流 108 (242) 0 0 0 0 0 ROE 4. 75% 12. 09% 26% 25% 23% 投资活动现金流 (105) (630) (1716) (1089) (852) 毛利率 13% 30% 50% 55% 55% 权益性融资 18 0 0 0 0 0 EBIT Margin 5% 21% 43% 47% 48% 负债净变化 0 65 453 64 35 EBITDA Margin 8% 25% 46% 52% 53% 支付股利、利息 (146) (141) (527) (630) (694) 收入增长 -30% 21% 52% 9% 8% 其它融资现金流 (380) (109) 23 32 (22) 净利润增长率 -42% 178% 171% 20% 10% 融资活动现金流 (654) (259) (50) (535) (681) 资产负债率 12% 10% 14% 13% 10% 现金净变动 (314) (529) 346 1155 1444 股息率 0. 4% 0. 4% 1. 5% 1. 8% 2. 0% 货币资金的期初余额 3501 3187 2659 3004 4160 P/E 122. 8 44. 1 16. 3 13. 6 12. 4 货币资金的期末余额 3187 2659 3004 4160 5603 P/B	每股收益	0.46	1. 28	3. 45	4. 13	4. 54	其它	38	(30)	(48)	(25)	(22)
ROIC 3.93% 13.45% 30% 31% 31% 其它投资现金流 108 (242) 0 0 0 0 ROE	每股红利	0. 24	0. 23	0. 86	1. 03	1. 14	经营活动现金流	445	360	2112	2779	2977
ROE 4. 75% 12. 09% 26% 25% 23% 投资活动现金流 (105) (630) (1716) (1089) (852) 毛利率 13% 30% 50% 55% 55% 权益性融资 18 0 0 0 0 0 EBIT Margin 5% 21% 43% 47% 48% 负债争变化 0 65 453 64 35 EBITDA Margin 8% 25% 46% 52% 53% 支付股利、利息 (146) (141) (527) (630) (694) 收入增长 -30% 21% 52% 9% 8% 其它融资现金流 (380) (109) 23 32 (22) 净利润增长率 -42% 178% 171% 20% 10% 融资活动现金流 (654) (259) (50) (535) (681) 资产负债率 12% 10% 1.5% 1.8% 2.0% 货币资金的期初余额 3501 3187 2659 3004 4160 P/E 122.8 44.1 16.3 13.6 12.4 货币资金的期未余额 3187 2659 3004 4160 5603 P/B	每股净资产	9. 65	10. 55	13. 14	16. 24	19. 64	资本开支	0	(557)	(1641)	(1064)	(832)
毛利率 13% 30% 50% 55% 55% 权益性融资 18 0 0 0 0 0 EBIT Margin 5% 21% 43% 47% 48% 负债净变化 0 65 453 64 35 EBITDA Margin 8% 25% 46% 52% 53% 支付股利、利息 (146) (141) (527) (630) (694) 收入增长 -30% 21% 52% 9% 8% 其它融资现金流 (380) (109) 23 32 (22) 净利润增长率 -42% 178% 171% 20% 10% 融资活动现金流 (654) (259) (50) (535) (681) 资产负债率 12% 10% 14% 13% 10% 现金净变动 (314) (529) 346 1155 1444 股息率 0.4% 0.4% 1.5% 1.8% 2.0% 货币资金的期初余额 3501 3187 2659 3004 4160 P/E 122.8 44.1 16.3 13.6 12.4 货币资金的期未余额 3187 2659 3004 4160 5603 P/B 5.8 5.3 4.3 3.5 2.9 企业自由现金流 0 (298) 431 1661 2071	ROIC	3. 93%	13. 45%	30%	31%	31%	其它投资现金流	108	(242)	0	0	0
EBIT Margin 5% 21% 43% 47% 48% 负债净变化 0 65 453 64 35 EBITDA Margin 8% 25% 46% 52% 53% 支付股利、利息 (146) (141) (527) (630) (694) 收入增长 -30% 21% 52% 9% 8% 其它融资现金流 (380) (109) 23 32 (22) 净利润增长率 -42% 178% 171% 20% 10% 融资活动现金流 (654) (259) (50) (535) (681) 资产负债率 12% 10% 14% 13% 10% 现金净变动 (314) (529) 346 1155 1444 股急率 0.4% 0.4% 1.5% 1.8% 2.0% 货币资金的期初余额 3501 3187 2659 3004 4160 P/E 122.8 44.1 16.3 13.6 12.4 货币资金的期末余额 3187 2659 3004 4160 5603 P/B 5.8 5.3 4.3 3.5 2.9 企业自由现金流 0 (298) 431 1661 2071	ROE	4. 75%	12. 09%	26%	25%	23%	投资活动现金流	(105)	(630)	(1716)	(1089)	(852)
EBITDA Margin       8%       25%       46%       52%       53%       支付股利、利息       (146)       (141)       (527)       (630)       (694)         收入增长       -30%       21%       52%       9%       8%       其它融资现金流       (380)       (109)       23       32       (22)         净利润增长率       -42%       178%       171%       20%       10%       融资活动现金流       (654)       (259)       (50)       (535)       (681)         资产负债率       12%       10%       14%       13%       10%       现金净变动       (314)       (529)       346       1155       1444         股息率       0.4%       0.4%       1.5%       1.8%       2.0%       货币资金的期初余额       3501       3187       2659       3004       4160         P/E       122.8       44.1       16.3       13.6       12.4       货币资金的期未余额       3187       2659       3004       4160       5603         P/B       5.8       5.3       4.3       3.5       2.9       企业自由现金流       0       (298)       431       1661       2071	毛利率	13%	30%	50%	55%	55%	权益性融资	18	0	0	0	0
收入增长 -30% 21% 52% 9% 8% 其它融资现金流 (380) (109) 23 32 (22) 净利润增长率 -42% 178% 171% 20% 10% 融资活动现金流 (654) (259) (50) (535) (681) 资产负债率 12% 10% 14% 13% 10% 现金净变动 (314) (529) 346 1155 1444 股息率 0.4% 0.4% 1.5% 1.8% 2.0% 货币资金的期初余额 3501 3187 2659 3004 4160 P/E 122.8 44.1 16.3 13.6 12.4 货币资金的期末余额 3187 2659 3004 4160 5603 P/B 5.8 5.3 4.3 3.5 2.9 企业自由现金流 0 (298) 431 1661 2071	EBIT Margin	5%	21%	43%	47%	48%	负债净变化	0	65	453	64	35
净利润增长率       -42%       178%       171%       20%       10%       融资活动现金流       (654)       (259)       (50)       (535)       (681)         资产负债率       12%       10%       14%       13%       10%       现金净变动       (314)       (529)       346       1155       1444         股息率       0.4%       0.4%       1.5%       1.8%       2.0%       货币资金的期初余额       3501       3187       2659       3004       4160         P/E       122.8       44.1       16.3       13.6       12.4       货币资金的期末余额       3187       2659       3004       4160       5603         P/B       5.8       5.3       4.3       3.5       2.9       企业自由现金流       0       (298)       431       1661       2071	EBITDA Margin	8%	25%	46%	52%	53%	支付股利、利息	(146)	(141)	(527)	(630)	(694)
资产负债率     12%     10%     14%     13%     10%     现金净变动     (314)     (529)     346     1155     1444       股息率     0.4%     0.4%     1.5%     1.8%     2.0%     货币资金的期初余额     3501     3187     2659     3004     4160       P/E     122.8     44.1     16.3     13.6     12.4     货币资金的期未余额     3187     2659     3004     4160     5603       P/B     5.8     5.3     4.3     3.5     2.9     企业自由现金流     0     (298)     431     1661     2071	收入增长	-30%	21%	52%	9%	8%	其它融资现金流	(380)	(109)	23	32	(22)
股急率     0.4%     0.4%     1.5%     1.8%     2.0%     货币资金的期初余额     3501     3187     2659     3004     4160       P/E     122.8     44.1     16.3     13.6     12.4     货币资金的期末余额     3187     2659     3004     4160     5603       P/B     5.8     5.3     4.3     3.5     2.9     企业自由现金流     0     (298)     431     1661     2071	净利润增长率	-42%	178%	171%	20%	10%	融资活动现金流	(654)	(259)	(50)	(535)	(681)
P/E     122.8     44.1     16.3     13.6     12.4     货币资金的期末余额     3187     2659     3004     4160     5603       P/B     5.8     5.3     4.3     3.5     2.9     企业自由现金流     0     (298)     431     1661     2071	资产负债率	12%	10%	14%	13%	10%	现金净变动	(314)	(529)	346	1155	1444
P/B 5.8 5.3 4.3 3.5 2.9 企业自由现金流 0 (298) 431 1661 2071	股息率	0.4%	0. 4%	1. 5%	1. 8%	2. 0%	货币资金的期初余额	3501	3187	2659	3004	4160
шшшшжж	P/E	122. 8	44. 1	16. 3	13. 6	12. 4	货币资金的期末余额	3187	2659	3004	4160	5603
EV/EBITDA     130.5     34.6     12.6     10.3     9.4     权益自由现金流     0     (341)     944     1799     2145	P/B	5. 8	5. 3	4. 3	3. 5	2. 9	企业自由现金流	0	(298)	431	1661	2071
	EV/EBITDA	130. 5	34. 6	12. 6	10. 3	9.4	权益自由现金流	0	(341)	944	1799	2145

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		优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
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	股票 投资评级	中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
告发布日后的6到12个月内公司股价(或行业指数)		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
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		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
准; 新三板市场以三板成指(899001. CSI)为基准;		优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
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	行业 投资评级	中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
(IXIC. GI)为基准。	汉以行纵	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

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