

三美股份 (603379.SH)

三代制冷剂持续上涨，公司利润保持高增长

优于大市

核心观点

公司 2025 年归母净利润 20.61 亿元，同比大幅增长 164.75%；2026 年一季度归母净利润 5.06 亿元，同比增长 26.29%。2026 年 4 月 27 日，公司发布 2025 年年度报告及 2026 年一季报。根据公司公告，2025 年公司实现营业收入 58.50 亿元，同比增长 44.81%；实现归母净利润 20.61 亿元，同比增长 164.75%；实现扣非后归母净利润 20.44 亿元，同比增长 173.13%。公司 2025 年销售毛利率达 50.60%，同比增长 20.81pct；销售净利率达 34.95%，同比增长 15.77pct。其中 2025 年 Q4 实现营收 4.20 亿元，实现归母净利润 4.70 亿元，环比三季度均有所回落，主要由于四季度为需求淡季，制冷剂销量环比回落所致。2026 年 Q1 实现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。

2025 年制冷剂价增量稳，盈利能力显著提升。2025 年，公司氟制冷剂业务表现强劲，销量同比小幅下滑，但价格的强劲上涨成为业绩核心驱动力。2025 年公司氟制冷剂销量为 12.48 万吨，同比微降 0.47%，但销售均价达到 4.00 万元/吨，同比大幅上涨 53.48%，带动制冷剂板块营业收入同比增长 52.77% 至 49.93 亿元，毛利率提升 24.99pct 至 56.00%。2026 年 Q1 公司制冷剂均价维持高位上涨至 4.65 万元/吨，同比提升 24.45%，环比提升 14.85%；销量 2.52 万吨，同比下降 7.19%，环比下降 14.54%，公司 2026 年 Q1 制冷剂销量同环比下滑或与出口销量受春节假期及地缘政治影响下滑相关。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 R134a、R125、R32 等主流产品上分别拥有 24.98%、17.54%、11.92% 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。

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，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技改阶段；浙江三美 5000 吨/年聚全氟乙丙烯（FEP）、催化剂项目、重庆嘉利合氟化工一体化（一期）项目正处于设备仪表调试阶段；浙江三美 5000 吨/年聚偏氟乙烯（PVDF）项目处于设备安装阶段。此外，公司还在推进科创中心、R32 扩建等多个工程，为长远发展储备动能。同时，公司积极布局第四代制冷剂（HFOs），如 HFO-1234yf 等，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。

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：上调盈利预测，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，上调公司盈利预测：预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 26.38/30.17/32.78 亿元（前值为 25.21/27.74 亿元），同比增长 28%/14%/9%；摊薄 EPS 为 4.32/4.94/5.37 元；对应当前股价对应 PE 为 15.0/13.1/12.1X。

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究 · 财报点评

基础化工 · 化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：张歆钰

021-60375408

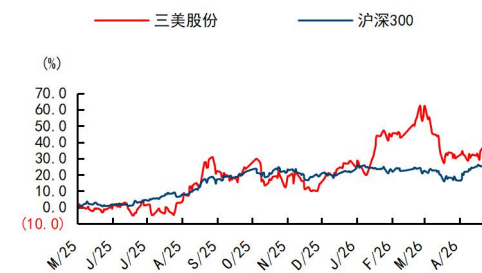
zhangxinyu4@guosen.com.cn

S0980524080004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	64.95 元
总市值/流通市值	39651/39651 百万元
52 周最高价/最低价	78.35/42.43 元
近 3 个月日均成交额	494.19 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，需求淡季彰显经营韧性》——2025-10-28
- 《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) - 制冷剂价格上涨趋势延续，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 年归母净利润高速增长》——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

维持“优于大市”评级。

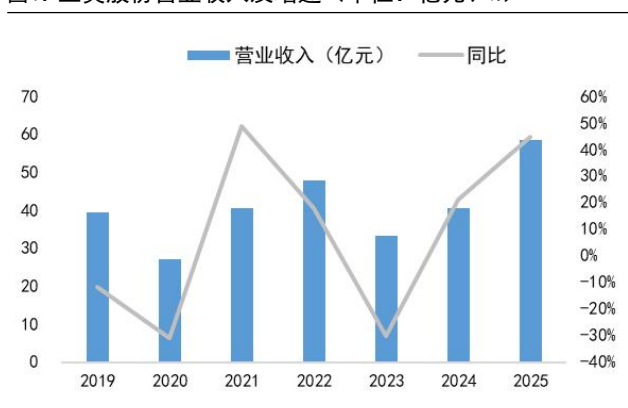
盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,040	5,850	7,131	7,434	7,642
(+/-%)	21.2%	44.8%	21.9%	4.2%	2.8%
归母净利润(百万元)	779	2061	2638	3017	3278
(+/-%)	178.4%	164.7%	28.0%	14.3%	8.7%
每股收益(元)	1.28	3.38	4.32	4.94	5.37
EBIT Margin	21.5%	42.7%	45.1%	49.2%	51.5%
净资产收益率 (ROE)	12.1%	25.5%	26.5%	25.0%	22.8%
市盈率 (PE)	50.9	19.2	15.0	13.1	12.1
EV/EBITDA	39.9	15.6	12.0	10.3	9.5
市净率 (PB)	6.16	4.90	3.99	3.29	2.76

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

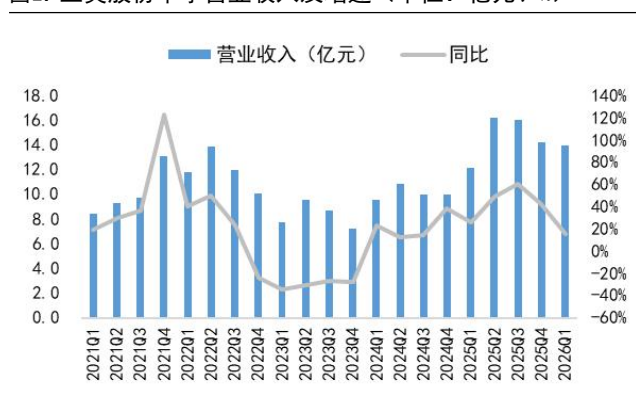
公司 2025 年归母净利润 20.61 亿元，同比大幅增长 164.75%；2026 年一季度归母净利润 5.06 亿元，同比增长 26.29%。2026 年 4 月 27 日，公司发布 2025 年年度报告及 2026 年一季报。根据公司公告，2025 年公司实现营业收入 58.50 亿元，同比增长 44.81%；实现归母净利润 20.61 亿元，同比增长 164.75%；实现扣非后归母净利润 20.44 亿元，同比增长 173.13%。公司 2025 年销售毛利率达 50.60%，同比增长 20.81pct；销售净利率达 34.95%，同比增长 15.77pct。其中 2025 年 Q4 实现营收 4.20 亿元，实现归母净利润 4.70 亿元，环比三季度均有所回落，主要由于四季度为需求淡季，制冷剂销量环比回落所致。2026 年 Q1 实现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、%）



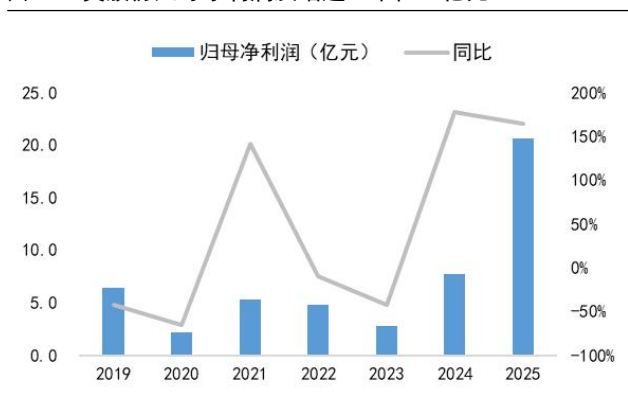
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：三美股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



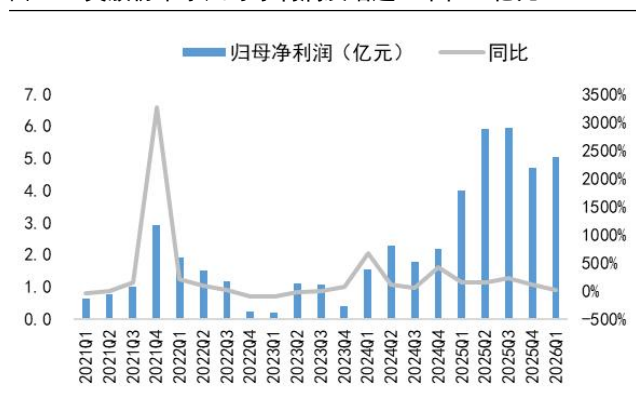
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：三美股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



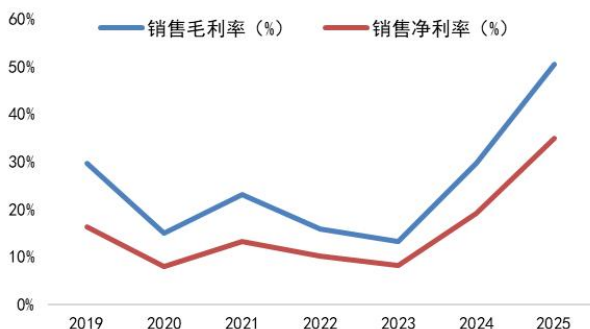
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：三美股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



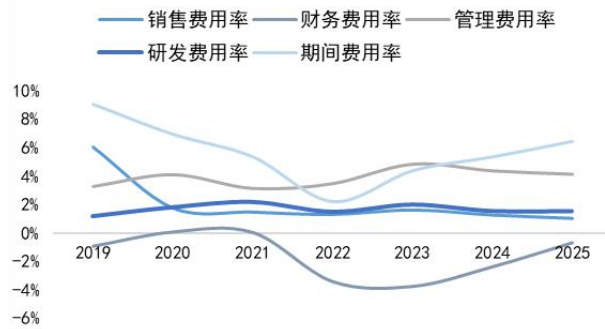
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

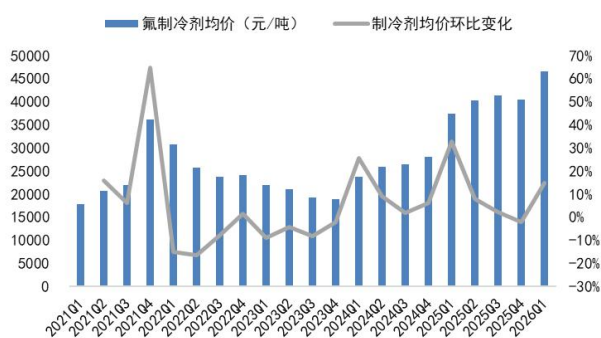
图6: 三美股份各项费用率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

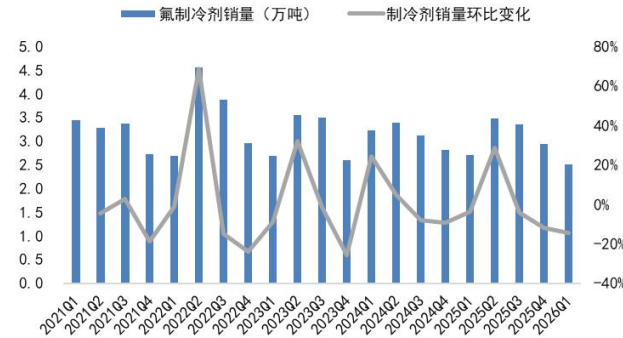
2025 年制冷剂价增量稳，盈利能力显著提升。2025 年，公司氟制冷剂业务表现强劲，销量同比小幅下滑，但价格的强劲上涨成为业绩核心驱动力。2025 年公司氟制冷剂销量为 12.48 万吨，同比微降 0.47%，但销售均价达到 4.00 万元/吨，同比大幅上涨 53.48%，带动制冷剂板块营业收入同比增长 52.77%至 49.93 亿元，毛利率提升 24.99pct 至 56.00%。2026 年 Q1 公司制冷剂均价维持高位上涨至 4.65 万元/吨，同比提升 24.45%，环比提升 14.85%；销量 2.52 万吨，同比下降 7.19%，环比下降 14.54%，公司 2026 年 Q1 制冷剂销量同环比下滑或与出口销量受春节假期及地缘政治影响下滑相关。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 R134a、R125、R32 等主流产品上分别拥有 24.98%、17.54%、11.92%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)

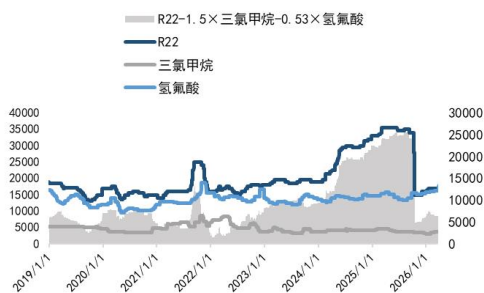


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理测算

制冷剂市场价格方面: R22 在终端补库、原料上涨背景下价格企稳回升，2026 年 Q1 均价为 1.69 万元/吨；据氟务在线，截至 4 月 22 日，R22 内贸及外贸价格达 1.75-1.8 万元/吨，成为当前市场交易最活跃的品种。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，2026 年 Q1 均价达 6.25 万元/吨；当前市场报价提升至 6.27-6.4 万元/吨。R134a 2026

年 Q1 均价上涨至 5.8 万元/吨，较 2025 年 Q4 价格上涨 1917 元/吨；2026 年一季度虽然汽车产销量同比下滑，但 R134a 全年景气预期仍为诸品种之首，当前报价逐步上涨至 6.0-6.1 万元/吨。R410a 受 R32 及 R125 提价带动，2026 年 Q1 均价达 5.6 万元/吨，较 2025 年 Q4 上涨 2160 元/吨；当前报价跟涨至 5.67-5.9 万元/吨。

图9：二代制冷剂 R22 价格及价差（元/吨）



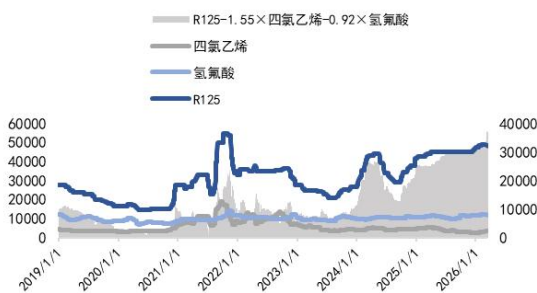
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图10：三代制冷剂 R32 价格及价差（元/吨）



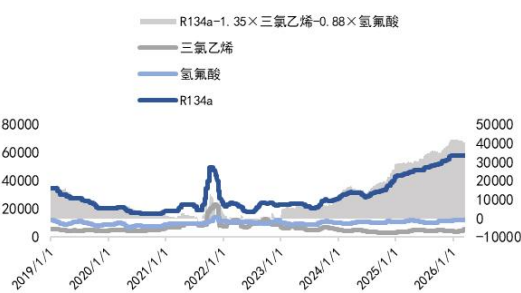
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

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，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技改阶段；浙江三美 5000 吨/年聚全氟乙丙烯（FEP）、催化剂项目、重庆嘉利合氟化工一体化（一期）项目正处于设备仪表调试阶段；浙江三美 5000 吨/年聚偏氟乙烯（PVDF）项目处于设备安装阶段。此外，公司还在推进科创中心、R32 扩建等多个工程，为长远发展储备动能。同时，公司积极布局第四代制冷剂（HFOs），如 HFO-1234yf 等，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。

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：上调盈利预测，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，上调公司盈利

预测：预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 26.38/30.17/32.78 亿元（前值为 25.21/27.74 亿元），同比增长 28%/14%/9%；摊薄 EPS 为 4.32/4.94/5.37 元；对应当前股价对应 PE 为 15.0/13.1/12.1X。维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(2026/4/27)			EPS			PE			PB
			(元)	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E			
600160	巨化股份	优于大市	35.88	1.40	2.05	2.47	27.4	17.5	14.5	4.74		
0189.HK	东岳集团	优于大市	12.46	0.98	1.48	1.70	10.3	8.4	7.3	1.36		
603379	三美股份	优于大市	64.95	3.35	4.32	4.94	18.0	15.0	13.1	5.4		

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

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2659	2567	3990	5377	7298	营业收入	4040	5850	7131	7434	7642
应收款项	346	605	666	700	741	营业成本	2836	2890	3351	3182	3102
存货净额	561	547	636	587	558	营业税金及附加	23	48	58	61	62
其他流动资产	274	454	509	537	563	销售费用	53	63	71	78	80
流动资产合计	4102	5295	6922	8322	10282	管理费用	178	243	301	313	321
固定资产	1764	3423	3775	3972	4129	研发费用	81	110	130	142	143
无形资产及其他	505	583	561	538	516	财务费用	(94)	(38)	(45)	(80)	(128)
投资性房地产	536	224	224	224	224	投资收益	(6)	20	3	3	3
长期股权投资	233	299	364	429	494	资产减值及公允价值变动	(23)	9	5	(1)	0
资产总计	7140	9823	11846	13485	15644	其他收入	(45)	(87)	(130)	(142)	(143)
短期借款及交易性金融负债	0	21	500	300	200	营业利润	970	2586	3271	3740	4065
应付款项	247	470	508	217	208	营业外净收支	(4)	(13)	0	0	0
其他流动负债	251	488	371	398	384	利润总额	965	2573	3271	3740	4065
流动负债合计	498	979	1379	915	793	所得税费用	191	529	654	748	813
长期借款及应付债券	65	599	369	369	369	少数股东损益	(4)	(17)	(22)	(25)	(27)
其他长期负债	13	45	65	75	80	归属于母公司净利润	779	2061	2638	3017	3278
长期负债合计	79	643	433	443	448	现金流量表 (百万元)					
负债合计	576	1622	1813	1358	1241	净利润	779	2061	2638	3017	3278
少数股东权益	123	106	91	73	55	资产减值准备	27	(25)	2	0	0
股东权益	6441	8096	9942	12054	14349	折旧摊销	140	151	224	325	366
负债和股东权益总计	7140	9823	11846	13485	15644	公允价值变动损失	23	(9)	(5)	1	0
关键财务与估值指标						财务费用	(94)	(38)	(45)	(80)	(128)
每股收益	1.28	3.38	4.32	4.94	5.37	营运资本变动	(578)	354	(261)	(268)	(55)
每股红利	0.23	0.78	1.30	1.48	1.61	其它	(30)	12	(18)	(18)	(19)
每股净资产	10.55	13.26	16.29	19.74	23.50	经营活动现金流	360	2544	2582	3057	3571
ROIC	13.45%	29.91%	34%	36%	37%	资本开支	0	(1780)	(551)	(501)	(501)
ROE	12.09%	25.46%	27%	25%	23%	其它投资现金流	(242)	(859)	0	0	0
毛利率	30%	51%	53%	57%	59%	投资活动现金流	(73)	(2705)	(616)	(566)	(566)
EBIT Margin	21%	43%	45%	49%	51%	权益性融资	18	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	45%	48%	54%	56%	负债净变化	65	533	(230)	0	0
收入增长	21%	45%	22%	4%	3%	支付股利、利息	(141)	(479)	(791)	(905)	(984)
净利润增长率	178%	165%	28%	14%	9%	其它融资现金流	(683)	(40)	479	(200)	(100)
资产负债率	10%	18%	16%	11%	8%	融资活动现金流	(816)	70	(543)	(1105)	(1084)
股息率	0.4%	1.2%	2.0%	2.3%	2.5%	现金净变动	(529)	(91)	1423	1386	1922
P/E	50.9	19.2	15.0	13.1	12.1	货币资金的期初余额	3187	2659	2567	3990	5377
P/B	6.2	4.9	4.0	3.3	2.8	货币资金的期末余额	2659	2567	3990	5377	7298
EV/EBITDA	39.9	15.6	12.0	10.3	9.5	企业自由现金流	0	708	1987	2483	2958
						权益自由现金流	0	1202	2272	2346	2960

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