

## 基础化工

2026年05月05日

# 三美股份 (603379)

——制冷剂景气上行带动公司业绩持续增长，2Q26 制冷剂景气继续向上

报告原因：有业绩公布需要点评

**增持** (维持)

市场数据：2026年04月30日

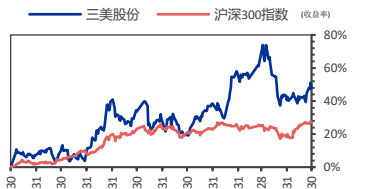
收盘价(元)	65.27
一年内最高/最低(元)	78.35/44.37
市净率	4.6
股息率%(分红/股价)	1.18
流通A股市值(百万元)	39,846
上证指数/深证成指	4,112.16/15,107.55

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2026年03月31日

每股净资产(元)	14.12
资产负债率%	17.70
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

王瑞健 A0230526020001  
wangrj@swsresearch.com

### 联系人

马昕晔 A0230511090002  
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **公司发布 2025 年年报，业绩符合预期。**25 年公司实现营业收入 58.50 亿元 (yoy+45%)，归母净利润 20.61 亿元 (yoy+165%)，扣非后归母净利润 20.44 亿元 (yoy+173%)，毛利率 50.60% (yoy+20.81pct)，净利率 34.95% (yoy+15.77pct)，业绩符合预期。其中 25Q4 公司实现营业收入为 14.20 亿元 (yoy+42%，QoQ-11%)，归母净利润为 4.70 亿元 (yoy+116%，QoQ-21%)，扣非后归母净利润为 4.64 亿元 (yoy+132%，QoQ-22%)，毛利率 50.19% (yoy+15.80 pct，QoQ-2.71 pct)，净利率 32.68% (yoy+11.11pct，QoQ-4.26pct)。25 年公司业绩同比大幅提升的主要原因为，制冷剂价格同比大幅增长。25Q4 业绩环比下滑的原因预计为：Q4 制冷剂销量下滑；R22 价格及盈利承压。公司拟向全体股东每股派发现金红利 1.20 元 (含税)，叠加 25 年中期现金分红 1.95 亿元，25 年合计派发现金分红 9.28 亿元，占当期归母净利润的 45.02%。
- **公司发布 2026 年一季报，制冷剂涨价弹性持续兑现，26Q1 业绩同环比保持增长，符合预期。**26Q1 公司实现营业收入为 13.98 亿元 (yoy+15%，QoQ-2%)，归母净利润为 5.06 亿元 (yoy+26%，QoQ+8%)，扣非后归母净利润为 4.96 亿元 (yoy+25%，QoQ+7%)，毛利率 53.42% (yoy+6.72 pct，QoQ+3.23pct)，净利率 35.74% (yoy+2.90pct，QoQ+3.06pct)，业绩符合预期。26Q1 业绩同环比增长的原因系制冷剂价格和盈利同环比持续提升。
- **25 年及 26Q1 整体制冷剂价格及盈利保持上行，受地缘冲突及国补退坡导致 26Q1 销量略有下滑，26Q2 三代主流制冷剂产品价格继续上行，长周期景气逻辑继续。**25 年公司实现制冷剂营收 49.93 亿元 (yoy+53%)，外销量 12.48 万吨 (同比基本持平)，单价 39991 元/吨 (yoy+53%)，销售毛利 27.96 亿元 (yoy+155%)，毛利率为 56.00% (YoY+22.49 pct)；其中 25Q4 公司实现制冷剂销量 2.94 万吨 (yoy+4%，QoQ-12%)，单价 40516 元/吨 (yoy+44%，QoQ-2%)。季度均价环比下行主要是 R22 价格下跌拖累整体均价，根据百川盈孚数据，R22 市场均价自 25Q3 的 35879 元/吨下滑至 25Q4 的 18608 元/吨。2025 年子公司江苏三美实现净利润 7.58 亿元 (YoY+242%)，东莹化工净利润 6.44 亿元 (YoY+235%)。26Q1 公司实现制冷剂销量 2.52 万吨 (yoy-7%，QoQ-15%)，单价 46534 元/吨 (yoy+24%，QoQ+15%)。预计 26Q1 受地缘冲突影响，对中东出口量有所下滑；同时受国补退坡影响，制冷剂内销量略有承压。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。据氟务在线，二季度空调企业长协价继续上调，R32 价格上调 1000 元/吨，成交价格 62700-63000 元/吨，R410a 价格上调 1600 元/吨，价格区间 56700-58000 元/吨。现货价继续上涨，根据卓创资讯，截止 4 月 27 日，浙江主流大厂 R32/R125/R134a 报价分别为 6.55/6.00/6.20 万元/吨 (内外贸同价)，较 26Q1 均价分别提升 3144/5267/4700 元/吨。公司拥有各类三代制冷剂配额共 12.15 万吨，涨价弹性大。
- **25 年氟发泡剂单价、毛利显著提升，且 26Q1 单价继续提升，受 R141b 禁用及相应配额削减影响，25Q4 及 26Q1 销量下滑。**25 年公司实现氟发泡剂营收 1.91 亿元 (yoy+19%)，销量 7674 吨 (yoy-18%)，单价 24929 元/吨 (yoy+46%)，销售毛利 1.23 亿元 (yoy+56%)，毛利率为 64.49% (YoY+15.13pct)；其中 25Q4 公司实现氟发泡剂销量 1134 吨 (yoy-46%，QoQ-49%)，单价 30890 元/吨 (yoy+68%，QoQ+18%)。26Q1 公司实现氟发泡剂销量吨 (yoy-%，QoQ-%)，单价元/吨 (yoy+%，QoQ+%)。受生

态环境部《关于禁止生产以 1,1-二氯-1-氟乙烷 (HCFC-141b) 为发泡剂的聚氨酯产品的公告》、《关于禁止生产以含氢氯氟烃 (HCFCs) 为发泡剂的挤出聚苯乙烯泡沫产品的公告》、《关于禁止使用含氢氯氟烃 (HCFCs) 作为清洗剂的公告》等文件的限制, R141b 已进入产品生命周期的末期, 即将退出市场。

- **四代制冷剂项目顺利推进中, 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。福建东莹已建成的 1500 吨/年六氟磷酸锂产能处于技改阶段; 浙江三美 5000 吨/年聚全氟乙丙烯项目、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/年聚偏氟乙烯项目处于设备安装阶段; 森田新材料微电子蚀刻材料项目 (二期) 处于试生产阶段, 微电子蚀刻材料项目 (三期) 设备安装处于收尾阶段; 盛美锂电年产 3000 吨双氟磺酰亚胺锂项目技改已完成设备安装。
- **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持续增长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上行, 我们维持公司 2026-27 年归母净利润预测为 29.84、37.23 亿元, 并新增 2028 年预测为 44.67 亿元, 对应的 EPS 为 4.89、6.10、7.32 元, 当前市值对应 PE 为 13X、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。

#### 财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	5,850	1,398	8,381	9,285	9,513
同比增长率 (%)	44.8	15.4	43.3	10.8	2.5
归母净利润 (百万元)	2,061	506	2,984	3,723	4,467
同比增长率 (%)	164.8	26.3	44.8	24.8	20.0
每股收益 (元/股)	3.40	0.83	4.89	6.10	7.32
毛利率 (%)	50.6	53.4	52.6	58.2	65.2
ROE (%)	25.5	5.9	29.4	29.7	32.3
市盈率	19		13	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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4,040	5,850	8,381	9,285	9,513
其中: 营业收入	4,040	5,850	8,381	9,285	9,513
减: 营业成本	2,836	2,890	3,975	3,881	3,313
减: 税金及附加	23	48	67	74	76
主营业务利润	1,181	2,912	4,339	5,330	6,124
减: 销售费用	53	63	109	121	124
减: 管理费用	178	243	352	390	361
减: 研发费用	81	110	168	186	190
减: 财务费用	-94	-38	-3	-9	-32
经营性利润	963	2,534	3,713	4,642	5,481
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	8	-2	0	0	0

加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-26	-1	-30	0	0
加：投资收益及其他	25	56	57	43	122
营业利润	970	2,586	3,740	4,685	5,603
加：营业外净收入	-4	-13	0	-5	-5
利润总额	965	2,573	3,740	4,680	5,598
减：所得税	191	529	744	930	1,103
净利润	775	2,044	2,996	3,750	4,495
少数股东损益	-4	-17	12	27	28
归属于母公司所有者的净利润	779	2,061	2,984	3,723	4,467

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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@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，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 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。