

## 三代制冷剂持续涨价，业绩同比持续高增

### 核心观点

自 2024 年三代制冷剂执行配额制度生产以来，价格已脱离需求淡季周期而持续上涨。展望后续，2026 年新增配额较少，三代制冷剂延续供需平衡趋势，随着制冷剂企业的产业链定价权持续强化，价格有望继续上行。公司是三代制冷剂龙头，且公司业务较纯，具备较大制冷剂涨价弹性。从业绩端看，制冷剂涨价持续兑现，净利润逐季度高增。

### 事件

公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报，2025 年实现营收 58.50 亿元，同比+44.81%；归母净利润 20.61 亿元，同比+164.75%。2026Q1 实现营收 13.98 亿元，同比+15.36%/环比-1.58%；归母净利润 5.06 亿元，同比+26.29%/环比+7.58%。

### 简评

#### 2025 年制冷剂价格同比大幅上行，为公司主要盈利点

1) 氟制冷剂板块：2025 年三代制冷剂价格持续上涨，是公司业绩的主要增长点。根据公司公告，该板块 2025 年实现营收 49.93 亿元，同比+52.77%，销售均价 4.0 万元/吨，同比+53.48%，销量 12.48 万吨，同比-0.47%。

2) 氟发泡剂板块：公司发泡剂主要为 F141b，用于聚氨酯硬泡的生产。F141b 属于二代制冷剂，2025 年行业配额继续削减，对应价格上行。根据公司公告，该板块 2025 年实现营收 1.91 亿元，同比+19.25%，销售均价 2.5 万元/吨，同比+45.97%，外销量 0.77 万吨，同比-18.31%。

3) 氟化氢板块：公司目前拥有 22.1 万吨 AHF 产能。2025 年氟化氢价格小幅上行，对应营收有所增长。根据公司公告，该板块 2025 年实现营收 5.8 亿元，同比+7.93%，销售均价 0.86 万元/吨，同比+9.24%，外销量 6.88 万吨，同比-1.2%。

## 三美股份 (603379.SH)

维持

买入

杨晖

yanghuil@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120006

王鲜俐

wangxianli@csc.com.cn

SAC 编号:S1440526030003

发布日期：2026 年 05 月 10 日

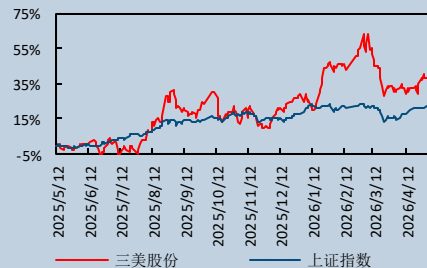
当前股价：63.18 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.73/-6.72	-8.03/-10.85	29.02/3.97
12 月最高/最低价 (元)		76.72/45.20
总股本 (万股)		61,047.90
流通 A 股 (万股)		61,047.90
总市值 (亿元)		385.70
流通市值 (亿元)		385.70
近 3 月日均成交量 (万)		738.52
主要股东		
胡荣达		33.98%

### 股价表现



**2026Q1 净利润同环比持续上行，公司后续弹性可期。**2026Q1 制冷剂价格继续上涨，销量受季节性因素及下游排产影响同环比下降，营收总体上行。根据公司披露的经营数据，氟制冷剂均价为 4.65 万元/吨，同比+24.25%/环比+14.85%，销量为 2.52 万吨，同比-7.01%/环比-14.29%。从行业数据来看，26Q1 R32/R125/R134a 的均价分别为 6.32/5.10/5.82 万元/吨，环比分别+0.4%/+11.3%/+5.8%。在公司的配额结构中，R125 和 R134a 占比相对更高。而在新的配额细则下，2026 年 R125 和 R134a 的涨价预期较强，后续有望继续涨价，公司弹性可观。

**制冷剂短期景气持续向上，中长期涨价空间广阔。**展望 2026 年来看，2026 年配额最大增量预期相较于 2025 年仅增加约 2.2 万吨，企业可以根据市场供需情况考虑是否行使调整配额，今年有望继续保持供需偏紧趋势，价格有望继续上涨。我们认为，今年有望看到制冷剂涨价趋势取决于强供给抱团，而对需求的敏感度下降，这也有望是制冷剂板块拔估值的重要验证。远期来看，三代制冷剂景气有望持续上行。公司作为三代制冷剂龙头，有望充分受益三代制冷剂长期涨价趋势。

**投资建议：**公司是三代制冷剂龙头，且公司业务较纯，具备较大制冷剂涨价弹性。我们预计公司 2026-2028 年实现营收 71.09/83.91/93.5 亿元，同比分别+21.53%/+18.04%/+11.42%；实现归母净利润 27.66/35.05/42.50 亿元，同比分别+34.18%/+26.72%/+21.25%。当前股价对应 PE 分别为 14.0/11.0/9.1x，维持“买入”评级。

**表 1: 重要财务指标**

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,039.54	5,849.55	7,108.77	8,391.10	9,349.75
YoY(%)	21.17	44.81	21.53	18.04	11.42
净利润(百万元)	778.54	2,061.14	2,765.67	3,504.78	4,249.50
YoY(%)	178.40	164.75	34.18	26.72	21.25
毛利率(%)	29.79	50.60	57.53	61.06	65.62
销售净利率(%)	19.27	35.24	38.91	41.77	45.45
ROE(%)	12.09	25.46	27.45	27.85	27.20
EPS(摊薄/元)	1.28	3.38	4.53	5.74	6.96
P/E(倍)	49.54	18.71	13.95	11.00	9.08
P/B(倍)	5.99	4.76	3.83	3.07	2.47

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 风险分析

（1）原油价格上行或下行超预期：原油价格与国际政治经济形势高度关联且波动较大，原油价格大幅波动时，都会影响下游产业链价格价差和盈利稳定性，进而影响公司的盈利能力；（2）制冷剂配额政策大幅变化：当前执行的配额政策是制冷剂涨价的核心，如果配额政策有大幅调整，可能影响市场对未来制冷剂涨价预期的判断，进而影响股价；（3）宏观经济波动，全球经济下行：化工产品下游分支众多且分布较广，与宏观经济形势关联度较高，经济下行可能影响制冷剂、氟化氢等产品需求等。（4）空调排产不及预期：空调排产影响制冷剂价格，如果大幅下降，则对制冷剂价格有一定影响。

## 分析师介绍

### 杨晖

杨晖 中信建投研究部石油化工&基础化工首席分析师

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4 年化工实业经验，9 年化工行业研究经验。曾任职于西部证券、华创证券研究所。2024 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名，2025 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名。

### 王鲜俐

能源化工行业研究员，清华大学材料科学与工程硕士，2020 年开始从事证券研究，曾任职开源证券研究所、西部证券研究所、华创证券研究所，所在团队在 2024、2025 年连续获得证券时报新财富最佳分析师第四名。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明: (i) 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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk