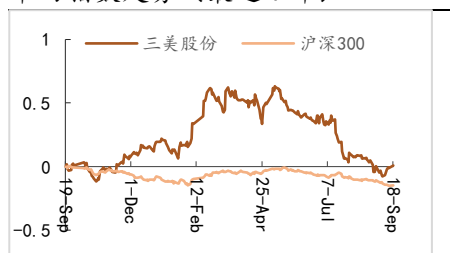


**评级： 买入**

翟绪丽  
 首席分析师  
 SAC 执证编号: S0110522010001  
 zhaixuli@sczq.com.cn  
 电话: 010-81152683

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

**公司基本数据**

最新收盘价 (元)	28.59
一年内最高/最低价 (元)	46.92/24.67
市盈率 (当前)	32.71
市净率 (当前)	2.83
总股本 (亿股)	6.10
总市值 (亿元)	174.54

资料来源: 聚源数据

**相关研究**

- 主营产品量价齐跌短期承压, HFCs 配额方案落地未来有望长期改善
- 23Q2 环比修复显著, 长期上行趋势有望开启
- 【首创化工】三美股份 2022 年报&23 年一季报点评: 制冷剂业绩底部承压, 触底反弹长期增长可期

**核心观点**

- **事件:** 公司发布 2024 年半年报, 报告期内, 公司实现营业收入 20.40 亿元, 同比+17.51%, 实现归母净利润 3.84 亿元, 同比+195.83%, 其中 Q1/Q2 分别实现归母净利润 1.54/2.29 亿元, 分别同比+672.53%/+109.06%, 分别环比+270.79%/+48.68%。
- **2024H1 氟制冷剂量价齐升, 带动业绩大幅上涨。** 2024 年上半年, 公司氟制冷剂、氟发泡剂、氟化氢业务板块产品外销量分别为 66115.92、5120.06、35594.21 吨, 同比+5.83%、+14.21%、+2.61%, 外售均价分别为 24940.16、16557.17、7622.78 元/吨, 同比+16.29%、-27.31%、+2.37%, 营收分别为 16.49、0.85、2.71 亿元, 同比+23.06%、-16.98%、+5.05%。公司氟制冷剂量价齐升, 盈利能力同步改善, 2024H1, 公司氟制冷剂板块毛利率修复至 29.71%, 达到自 2019 年以来的高点。
- **自 2024 年制冷剂进入配额元年, 价格价差开启上行通道。** 据百川盈孚数据, 二代制冷剂方面, 2024 年 9 月 13 日, R22 价格为 30000 元/吨, 价差为 21249 元/吨, 较年初分别上涨 53.85%、91.95%。三代制冷剂方面, 2024 年 9 月 13 日, R32 价格为 35500 元/吨, 价差为 22296 元/吨, 较年初分别上涨 105.80%、371.77%; R134a 价格为 33000 元/吨, 价差为 19286 元/吨, 较年初分别上涨 17.86%、62.54%; R125 价格为 29500 元/吨, 价差为 13911 元/吨, 较年初分别上涨 6.31%、12.14%。
- **公司作为制冷剂行业龙头之一, 未来将充分受益于行业景气周期。** 二代制冷剂方面, 公司现有 R22 产能 1.44 万吨/年, 2024 年生产配额 9547 吨, 国内占比 5.29%。三代制冷剂方面, 公司现有 R32 产能 4 万吨/年, 2024 年生产配额 27779 吨, 国内占比 11.6%; 现有 R134a 产能 6.5 万吨/年, 2024 年生产配额 51506 吨, 国内占比 23.88%; 现有 R125 产能 5.2 万吨/年, 2024 年生产配额 31498 万吨, 国内占比 19.01%。
- **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.28/12.63/17.52 亿元, EPS 分别为 1.36/2.07/2.87 元, 对应 PE 分别为 21/14/10 倍, 考虑公司作为国内制冷剂行业龙头, 将充分受益于制冷剂行业的景气修复, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 上游原材料价格大涨; 配额政策变化风险; 下游需求不及预期; 新建项目投产进度不及预期。

**盈利预测**

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	33.34	53.50	56.67	61.58
同比增速 (%)	-30.1%	60.5%	5.9%	8.7%
归母净利润 (亿元)	2.8	8.28	12.63	17.52
同比增速 (%)	-42.4%	196.1%	52.5%	38.7%
EPS (元/股)	0.46	1.36	2.07	2.87
PE (倍)	61	21	14	10

资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,283	4,540	5,537	6,989	经营活动现金流	484	286	1,317	1,838
现金	3,187	2,984	3,940	5,421	净利润	280	828	1,263	1,752
应收账款	279	536	593	564	折旧摊销	127	173	190	205
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	-18	-78	-93	-107
预付账款	13	16	15	15	投资损失	13	-22	-22	-22
存货	543	618	600	565	营运资金变动	92	-621	-17	24
其他	261	386	389	424	其它	-9	5	-5	-14
非流动资产	2,446	2,770	2,984	3,196	投资活动现金流	-715	-483	-394	-408
长期投资	402	442	486	535	资本支出	-618	-417	-324	-331
固定资产	1,113	1,181	1,241	1,295	长期投资	-213	-40	-44	-49
无形资产	340	416	490	562	其他	116	-26	-26	-28
其他	325	365	401	438	筹资活动现金流	-147	-7	34	50
资产总计	6,729	7,310	8,521	10,185	短期借款	0	20	20	20
流动负债	821	738	798	834	长期借款	0	10	10	10
短期借款	0	10	20	30	其他	-1	95	149	178
应付账款	263	235	236	241	现金净增加额	-378	-204	957	1,480
其他	113	125	137	151					
非流动负债	16	30	40	50	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	10	20	30	成长能力				
其他	16	20	20	20	营业收入	-30.1%	60.5%	5.9%	8.7%
负债合计	837	768	838	884	营业利润	-53.9%	246.5%	56.4%	40.5%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-42.4%	196.1%	52.5%	38.7%
归属母公司股东权益	5,892	6,542	7,683	9,301	获利能力				
负债和股东权益	6,729	7,310	8,521	10,185	毛利率	13.4%	24.1%	33.6%	42.2%
					净利率	8.4%	15.5%	22.3%	28.4%
					ROE	4.7%	12.7%	16.4%	18.8%
					ROIC	3.3%	16.0%	21.5%	25.0%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	偿债能力				
营业收入	3,334	5,350	5,667	6,158	资产负债率	12.4%	10.5%	9.8%	8.7%
营业成本	2,887	4,062	3,761	3,557	净负债比率	0.3%	0.6%	0.8%	0.9%
营业税金及附加	20	24	28	31	流动比率	5.2	6.2	6.9	8.4
营业费用	56	81	86	96	速动比率	4.6	5.3	6.2	7.7
研发费用	53	64	68	74	营运能力				
管理费用	163	205	231	262	总资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.6
财务费用	-124	-78	-93	-107	应收账款周转率	10.3	13.1	10.0	10.6
资产减值损失	0	-10	-20	-30	应付账款周转率	11.5	16.3	16.0	14.9
公允价值变动收益	2	2	2	2	每股指标(元)				
投资净收益	-13	20	20	20	每股收益	0.46	1.36	2.07	2.87
营业利润	299	1,035	1,619	2,275	每股经营现金	0.79	0.47	2.16	3.01
营业外收入	85	86	86	86	每股净资产	9.65	10.72	12.59	15.24
营业外支出	9	9	9	9	估值比率				
利润总额	375	1,112	1,696	2,352	P/E	61.0	20.6	13.5	9.7
所得税	95	284	433	600	P/B	2.9	2.6	2.2	1.8
净利润	280	828	1,263	1,752					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	280	828	1,263	1,752					
EBITDA	378	1,206	1,793	2,450					
EPS (元)	0.46	1.36	2.07	2.87					

## 分析師簡介

翟緒麗，化工行業首席分析師，清華大學化工專業博士，有 6 年實業工作經驗和 6 年金融從業經驗，曾就職於太平洋證券，2022 年 1 月加入首創證券。

## 分析師聲明

本報告清晰準確地反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響，作者將對報告的內容和觀點負責。

## 免責聲明

本報告由首創證券股份有限公司（已具備中國證監會批復的證券投資諮詢業務資格）製作。本報告所在資料的來源及觀點的出處皆被首創證券認為可靠，但首創證券不保證其準確性或完整性。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求，必要時就法律、商業、財務、稅收等方面諮詢專業財務顧問的意見。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，首創證券及/或其關聯人員均不承擔任何法律責任。投資者需自主作出投資決策並自行承擔投資風險，任何形式的分享證券投資收益或者分擔證券投資損失的書面或口頭承諾均為無效。

本報告所載的信息、材料或分析工具僅提供給閣下作參考用，不是也不應被視為出售、購買或認購證券或其他金融工具的要約或要約邀請。該等信息、材料及預測無需通知即可隨時更改。過往的表現亦不應作為日後表現的預示和擔保。在不同時期，首創證券可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。

首創證券的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。首創證券沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。首創證券的自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

在法律許可的情況下，首創證券可能會持有本報告中提及公司所發行的證券頭寸並進行交易，也可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。因此，投資者應當考慮到首創證券及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。投資者請勿將本報告視為投資或其他決定的唯一信賴依據。

本報告的版權僅為首創證券所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、複製、刊登、發表或引用。

## 評級說明

	評級	說明
<b>1. 投資建議的比較標準</b>		
投資評級分為股票評級和行業評級	<b>股票投資評級</b>	買入 相對沪深 300 指數漲幅 15% 以上
以報告發布後的 6 個月內的市場表現為比較標準，報告發布日後的 6 個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的沪深 300 指數的漲跌幅為基準	增持	相對沪深 300 指數漲幅 5%-15% 之間
	中性	相對沪深 300 指數漲幅 -5%-5% 之間
	減持	相對沪深 300 指數跌幅 5% 以上
<b>2. 投資建議的評級標準</b>	<b>行業投資評級</b>	看好 行業超越整體市場表現
報告發布日後的 6 個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的沪深 300 指數的漲跌幅為基準	中性	行業與整體市場表現基本持平
	看淡	行業弱於整體市場表現