

2026 年 02 月 25 日

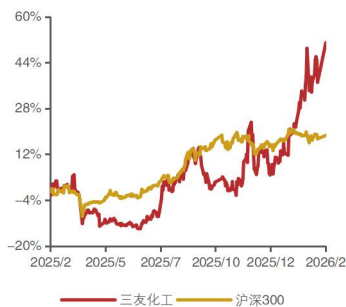
投资评级： 买入（首次）

证券分析师

李辉
SAC: S1350526010001
lihui01@huayuanstock.com
张峰
SAC: S1350525120003
zhangfeng03@huayuanstock.com
李佳骏
SAC: S1350526010004
lijiajun@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 02 月 24 日
收盘价（元）	8.31
一年内最高/最低（元）	8.31/4.78
总市值（百万元）	17,154.74
流通市值（百万元）	17,154.74
总股本（百万股）	2,064.35
资产负债率（%）	42.18
每股净资产（元/股）	6.74

资料来源：聚源数据

三友化工 (600409. SH)

——估值低位，涨价可期

投资要点：

- **业绩下滑，估值处于低位。**2025 年公司预计实现归母净利润 0.91 亿元左右，同比下降 82%。主要原因是纯碱、氯碱、有机硅价格下跌。截至 2026 年 2 月 24 日公司 PB1.2 倍，处于 2003 年至今 26%分位，明显低于申万化工行业整体 PB2.5 倍的平均水平。
- **粘胶短纤有望持续复苏。**粘胶短纤行业连续多年无新增产能，据百川盈孚数据，目前行业有效产能 490 万吨，25 年开工率 87%，位于历史高位。供给高度集中，赛得利、三友化工等 CR4 产能占比达 76%。供需改善，粘胶短纤盈利复苏，公司 25 年 H1 粘胶短纤净利润 1.1 亿,同比增长约 6 倍。26/27 年度新疆棉花目标种植面积 3600 万亩，较去年实际规模大幅缩减 500-700 万亩。受此影响，棉花期货现货近期涨幅明显，目前（2 月 14 日，下同）328 级棉涨至 1.61 万元/吨，较粘胶短纤高 3400 元/吨左右。棉粘价差高或将带动粘胶价格和需求上升。公司粘胶短纤收入占比 5 成左右，产能 80 万吨，价格每上涨 1000 元/吨，公司年化业绩有望增厚约 6 亿元。
- **反内卷，有机硅价格大涨。**有机硅下游应用集中在地产、电子、汽车及光伏等领域，22-25 年年均需求增速 14%。中国 DMC 供给集中，据百川盈孚，CR4 产能占比 45%。行业自 22 年开始亏损，2025 年价格降至历史低位。反内卷政策下，去年 11 月行业龙头纷纷减产，DMC 价格上涨 3000 元/吨至 1.4 万元/吨。据百川盈孚测算，DMC 扭亏为盈，目前行业毛利润为 2000 元/吨。公司现有产能 20 万吨，价格每涨 1000 元/吨，年化业绩有望增厚约 1.5 亿元。
- **纯碱氯碱盈利或已见底。**市场担心天然碱冲击，但天然碱规划产能无法满足当前需求，纯碱底部价格或将由合成法产能决定，而公司在其中具有明显成本优势。目前纯碱价格跌至 1124 元/吨，天然碱龙头考虑运费后盈利有限，我们认为价格或已见底。氯碱作为高耗能行业，盈利较差未来产能增速低。政府加强碳排放和能耗考核，若落后产能出清及地产需求复苏，行业盈利亦有望好转。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.91/8.52/12.18 亿元，同比增速分别为-82%/836%/43%，当前股价对应的 PE 分别为 188.5/20.1/14.1 倍。我们选择中泰化学、新疆天业、君正集团作为可比公司，公司是国内粘胶、纯碱、有机硅和氯碱龙头，一体化优势明显，粘胶短纤和有机硅涨价弹性较大，PB 估值低位安全边际高，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：原料及产品价格大幅波动；安全生产风险；新项目投产不及预期**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	21,920	21,361	19,532	21,058	22,036
同比增长率（%）	-7.43%	-2.55%	-8.56%	7.82%	4.64%
归母净利润（百万元）	566	499	91	852	1,218
同比增长率（%）	-42.79%	-11.78%	-81.77%	836.30%	42.99%
每股收益（元/股）	0.27	0.24	0.04	0.41	0.59
ROE（%）	4.17%	3.60%	0.65%	5.86%	7.92%
市盈率（P/E）	30.33	34.38	188.54	20.14	14.08

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,474	3,711	4,001	4,187
应收票据及账款	1,707	2,332	2,515	2,631
预付账款	132	132	143	149
其他应收款	90	56	60	63
存货	1,625	1,479	1,513	1,553
其他流动资产	108	62	67	70
流动资产总计	7,136	7,773	8,299	8,654
长期股权投资	27	27	27	27
固定资产	14,969	14,660	14,372	13,321
在建工程	1,632	1,056	421	542
无形资产	1,100	1,087	1,104	1,093
长期待摊费用	11	6	1	1
其他非流动资产	1,183	1,229	1,242	1,281
非流动资产合计	18,921	18,064	17,166	16,265
资产总计	26,057	25,837	25,464	24,918
短期借款	125	1,090	891	213
应付票据及账款	3,282	2,843	2,908	2,985
其他流动负债	2,759	2,923	3,018	3,109
流动负债合计	6,166	6,856	6,817	6,307
长期借款	3,738	2,797	1,885	1,014
其他非流动负债	810	810	810	810
非流动负债合计	4,548	3,607	2,696	1,824
负债合计	10,714	10,463	9,513	8,130
股本	2,064	2,064	2,064	2,064
资本公积	3,545	3,545	3,546	3,548
留存收益	8,265	8,328	8,922	9,771
归属母公司权益	13,874	13,938	14,532	15,383
少数股东权益	1,469	1,436	1,419	1,405
股东权益合计	15,343	15,374	15,951	16,788
负债和股东权益合计	26,057	25,837	25,464	24,918

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	654	-31	761	1,130
折旧与摊销	1,240	1,258	1,300	1,305
财务费用	166	162	136	75
投资损失	-1	-12	0	0
营运资金变动	-267	-675	-76	-2
其他经营现金流	14	104	92	92
经营性现金净流量	1,806	806	2,214	2,601
投资性现金净流量	-1,085	-404	-419	-420
筹资性现金净流量	-272	-166	-1,504	-1,995
现金流量净额	433	237	290	186

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,361	19,532	21,058	22,036
营业成本	17,942	17,057	17,444	17,904
税金及附加	311	273	295	309
销售费用	139	156	168	176
管理费用	1,462	1,270	1,369	1,432
研发费用	607	586	632	661
财务费用	166	162	136	75
资产减值损失	-59	-59	-63	-66
信用减值损失	3	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1	12	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	2	0	0	0
其他收益	79	61	61	61
营业利润	760	42	1,012	1,473
营业外收入	99	67	67	67
营业外支出	28	35	35	35
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	831	74	1,044	1,505
所得税	177	16	209	301
净利润	654	58	835	1,204
少数股东损益	155	-33	-17	-14
归属母公司股东净利润	499	91	852	1,218
EPS(元)	0.24	0.04	0.41	0.59

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-2.55%	-8.56%	7.82%	4.64%
营业利润增长率	-46.94%	-94.49%	2,316.48%	45.51%
归母净利润增长率	-11.78%	-81.77%	836.30%	42.99%
经营现金流增长率	7.62%	-55.34%	174.51%	17.50%
盈利能力				
毛利率	16.01%	12.67%	17.16%	18.75%
净利率	3.06%	0.30%	3.97%	5.46%
ROE	3.60%	0.65%	5.86%	7.92%
ROA	1.92%	0.35%	3.35%	4.89%
估值倍数				
P/E	34.38	188.54	20.14	14.08
P/S	0.80	0.88	0.81	0.78
P/B	1.24	1.23	1.18	1.12
股息率	0.88%	0.16%	1.51%	2.15%
EV/EBITDA	7	15	9	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。