

三友化工(600409)

报告日期: 2025年08月28日

## 粘胶 Q3 有望涨价, 多产品底部弹性大

——三友化工 25H1 点评

### 报告导读

公司发布 2025 中报, 上半年收入 95.62 亿同比-11.1%, 归母净利 0.73 亿同比-77.6%, 扣非归母净利 0.46 亿同比-85.8%。Q2 收入 47.97 亿同比-13.5%环比+0.7%, 归母净利 0.92 亿同比-63%环比大幅扭亏。

### 投资要点

#### 粘胶盈利修复, 纯碱跌价拖累业绩

上半年公司业绩同比大幅下滑我们认为主要系纯碱盈利下滑。25H1 公司纯碱、粘胶、烧碱、PVC、有机硅销量同比分别变化-5.6%/-1.7%/+12.7%/+8.1%/-7.6%; 均价同比分别变化-33.1%/+3.2%/+4.5%/-13.7%/-11.3%。受价格大幅下跌影响, 纯碱板块盈利明显减少, 上半年青海纯碱公司净利润亏损约 1700 万元, 同比减少约 2.7 亿。粘胶销量较为稳定, 价格上涨带动价差修复, 上半年粘胶子公司净利润 1.07 亿元, 同比增 0.91 亿。此外上半年有机硅、氯碱子公司利润同比也有所改善。上半年公司毛利率 12.92%, 同比降 4.7pct, 净利率 0.69%, 同比降 3.49pct。单季度看, Q2 纯碱价差环比跌 54 元, 粘胶价差环比跌 209 元, 有机硅价差环比跌 343 元, 氯碱价差环比跌 185 元(双吨), 净利润环比大幅改善我们预计系粘胶销量环比增长 12%以及管理费用环比减少 1.24 亿。

#### 粘胶 Q3 旺季有望涨价, 多品种底部弹性大

据百川盈孚, 21 年至 24 年粘胶短纤行业连续多年无新增产能, 截至 25H1 行业有效产能 493.5 万吨同比略增 1%。此外粘胶短纤行业供给高度集中, 赛得利、三友化工、中泰化学和山东雅美 4 家企业产能合计占比达 75.8%。25 年以来粘胶行业开工处于同期高位, 行业库存从 5 月初的 24.2 万吨下降至 8 月 22 日的 15.2 万吨, 降幅达 37%。高开工低库存看好 Q3 旺季涨价, 近期市场均价已上涨 150 元/吨。公司粘胶短纤产能 80 万吨, 每涨价 100 元/吨公司利润有望增厚约 6 千万元, 此外纯碱、有机硅、氯碱反内卷政策下, 价格有望触底回升, 每涨 100 元业绩有望增厚 2.1/0.15/0.38 亿。

#### 盈利预测与估值

纯碱价格大幅下跌, 我们下调公司 25-27 年归母净利润至 4.75/5.79/8.07 亿元, 现价对应 PE 为 26.6/21.9/15.7 倍。公司为粘胶、纯碱双龙头企业, 当前 PB 仅 0.91, 维持买入评级。

#### 风险提示

产品价格波动风险; 原材料价格波动风险; 宏观经济波动风险; 安全生产风险

### 财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	21361.19	20455.57	21448.29	23415.11
(+/-) (%)	-2.55%	-4.24%	4.85%	9.17%
归母净利润	499.02	475.30	578.56	807.08
(+/-) (%)	-11.78%	-4.75%	21.73%	39.50%
每股收益(元)	0.24	0.23	0.28	0.39
P/E	25.36	26.62	21.87	15.68

资料来源: 浙商证券研究所

### 投资评级: 买入(维持)

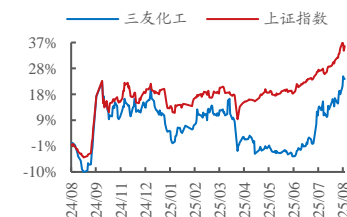
分析师: 李辉  
执业证书号: S1230521120003  
lihui01@stocke.com.cn

分析师: 沈国琼  
执业证书号: S1230524100001  
shenguoqiong@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 6.13
总市值(百万元)	12,654.46
总股本(百万股)	2,064.35

### 股票走势图



### 相关报告

- 《粘胶量价齐升, 纯碱盈利有望触底》2024.10.27
- 《业绩同比高增, 看好粘胶 Q3 旺季涨价》2024.09.01
- 《Q2 超预期, 看好粘胶 Q3 旺季涨价》2024.07.10

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	7,136	8,803	9,953	11,667
现金	3,474	5,047	6,221	7,735
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	249	485	405	424
其它应收款	90	59	58	76
预付账款	132	144	139	152
存货	1,625	1,503	1,564	1,715
其他	1,566	1,566	1,566	1,566
<b>非流动资产</b>	18,921	19,161	19,293	19,342
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	27	27	27	27
固定资产	14,556	14,179	13,855	13,564
无形资产	1,100	1,135	1,133	1,109
在建工程	1,546	2,196	2,557	2,846
其他	1,692	1,624	1,720	1,796
<b>资产总计</b>	26,057	27,965	29,245	31,009
<b>流动负债</b>	6,166	6,465	6,496	6,793
短期借款	125	200	300	300
应付款项	3,282	3,150	3,278	3,494
预收账款	55	53	57	61
其他	2,704	3,063	2,861	2,938
<b>非流动负债</b>	4,548	5,727	6,499	7,258
长期借款	2,332	3,032	3,832	4,732
其他	2,216	2,695	2,667	2,526
<b>负债合计</b>	10,714	12,192	12,995	14,051
少数股东权益	1,469	1,573	1,623	1,675
归属母公司股东权益	13,874	14,199	14,627	15,283
<b>负债和股东权益</b>	26,057	27,965	29,245	31,009

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	21,361	20,456	21,448	23,415
营业成本	17,942	17,330	18,037	19,492
营业税金及附加	311	266	300	328
营业费用	139	123	150	164
管理费用	1,462	1,227	1,394	1,522
研发费用	607	491	429	468
财务费用	166	239	276	301
资产减值损失	(56)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
其他经营收益	81	0	0	0
<b>营业利润</b>	760	780	862	1,140
营业外收支	71	0	0	0
<b>利润总额</b>	831	780	862	1,140
所得税	177	200	233	281
<b>净利润</b>	654	580	629	859
少数股东损益	155	104	50	52
<b>归属母公司净利润</b>	499	475	579	807
EBITDA	2,104	1,998	2,156	2,501
EPS (最新摊薄)	0.24	0.23	0.28	0.39

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-2.55%	-4.24%	4.85%	9.17%
营业利润	-46.94%	2.60%	10.51%	32.25%
归属母公司净利润	-11.78%	-4.75%	21.73%	39.50%
<b>获利能力</b>				
毛利率	16.01%	15.28%	15.90%	16.75%
净利率	3.06%	2.83%	2.93%	3.67%
ROE	3.29%	3.06%	3.61%	4.86%
ROIC	3.84%	3.80%	3.93%	4.77%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.12%	43.60%	44.43%	45.31%
净负债比率	39.56%	41.39%	45.05%	48.43%
流动比率	1.16	1.36	1.53	1.72
速动比率	0.89	1.13	1.29	1.47
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.83	0.76	0.75	0.78
应收账款周转率	69.05	71.48	67.06	72.44
应付账款周转率	6.78	6.36	6.80	6.93
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.24	0.23	0.28	0.39
每股经营现金	0.87	0.98	0.93	1.09
每股净资产	6.72	6.88	7.09	7.40
<b>估值比率</b>				
P/E	25.36	26.62	21.87	15.68
P/B	0.91	0.89	0.87	0.83
EV/EBITDA	7.83	7.46	6.75	5.62

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1,806	2,020	1,919	2,260
净利润	654	580	629	859
折旧摊销	1,191	979	1,019	1,060
财务费用	166	239	276	301
投资损失	(1)	0	0	0
营运资金变动	949	(67)	118	204
其它	(1,154)	290	(123)	(164)
<b>投资活动现金流</b>	(1,085)	(1,337)	(1,112)	(1,098)
资本支出	(1,036)	(1,249)	(1,058)	(1,064)
长期投资	3	0	0	0
其他	(51)	(87)	(54)	(33)
<b>筹资活动现金流</b>	(272)	889	368	351
短期借款	(280)	75	100	0
长期借款	1,175	700	800	900
其他	(1,168)	114	(532)	(549)
<b>现金净增加额</b>	449	1,573	1,174	1,513

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>