

➤ **事件：**公司披露 2025 年半年度报告：2025 年上半年实现营业收入 95.62 亿元，yoy-11.13%；实现归母净利润 0.73 亿元，yoy-77.64%；扣非净利润 0.46 亿元，yoy-85.77%。其中，2025Q2 实现营业收入 47.97 亿元，yoy-13.48%，qoq+0.66%；实现归母净利润 0.92 亿元，yoy-63.05%，qoq+585.20%；扣非净利润 0.80 亿元，yoy-68.23%，qoq+337.27%。

➤ **二季度公司产品售价有所下滑。**分板块来看，销量角度，粘胶短纤和 PVC 板块产品销量环比提升，单二季度分别实现销量 21.05 万吨和 11.14 万吨，分别环比提升 2.24 万吨和 0.67 万吨；纯碱、烧碱和有机硅 DMC 销量有所下滑，单二季度分别实现销量 80.58 万吨、13.65 万吨和 1.79 万吨，分别环比减少 1.18 万吨、0.49 万吨和 0.44 万吨。售价角度，二季度化工品销售价格均有所下滑，纯碱二季度均价为 1220.74 元/吨，环比下滑 6.70%；粘胶短纤二季度均价 12354.20 元/吨，环比下降 2.69%；烧碱二季度均价 2559.34 元/吨，环比下降 6.16%；PVC 二季度均价 4483.69 元/吨，环比下降 5.01%；有机硅 DMC 二季度均价 10406.56 元/吨，环比下降 9.18%。

➤ **产品价格处于历史相对低位水平，期待“反内卷”政策落地带来的业绩弹性。**公司多个产品价格处于历史低位水平，根据百川盈孚的数据，截至 8 月 22 日，重质纯碱处于十年价格分位数 0.5%、粘胶短纤维处于十年价格分位数 32.0%、PVC 处于十年价格分位数 3.1%，有机硅 DMC 处于十年价格分位数 0.5%。而政策端，《价格法修正草案（征求意见稿）》明确提出“依法依规治理低价无序竞争、推动落后产能有序退出”，我们认为后续各子行业“反内卷”细则明确并且逐步落地后，公司周期板块价格有望回升，公司盈利能力有望修复。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.90、3.91、4.99 亿元，EPS 分别为 0.09、0.19 与 0.24 元，08 月 28 日收盘价对应 PE 为 67、32 和 25 倍。考虑到公司多个板块业务价格处于周期低点，后续随着“反内卷”等政策的落地，公司业绩有望修复，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；政策推进不及预期；地缘冲突加剧的风险。

**推荐**

维持评级

当前价格：

6.23 元

**分析师 刘海荣**

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@glms.com.cn

**分析师 刘隆基**

执业证书：S0100524080006

邮箱：liulongji@glms.com.cn

**相关研究**

1.三友化工 (600409.SH) 2024H1 业绩预增公告点评：降本增效助力业绩修复，看好粘胶短纤板块盈利的进一步改善-2024/07/10

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	21,361	20,546	23,206	25,272
增长率 (%)	-2.5	-3.8	12.9	8.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	499	190	391	499
增长率 (%)	-11.8	-62.0	106.4	27.5
每股收益 (元)	0.24	0.09	0.19	0.24
PE	25	67	32	25
PB	0.9	0.9	0.9	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 08 月 28 日收盘价）

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	21,361	20,546	23,206	25,272
营业成本	17,942	17,687	19,687	21,343
营业税金及附加	311	299	337	367
销售费用	139	134	151	165
管理费用	1,462	1,406	1,588	1,730
研发费用	607	584	660	719
EBIT	932	510	865	1,039
财务费用	166	169	169	156
资产减值损失	-59	-48	-53	-58
投资收益	1	1	1	2
营业利润	760	296	646	829
营业外收支	71	20	5	1
利润总额	831	316	651	830
所得税	177	67	139	177
净利润	654	248	513	654
归属于母公司净利润	499	190	391	499
EBITDA	2,172	1,769	2,157	2,352

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,474	4,375	4,533	4,880
应收账款及票据	249	237	268	292
预付款项	132	130	145	157
存货	1,625	1,554	1,730	1,875
其他流动资产	1,655	1,673	1,886	2,055
流动资产合计	7,136	7,969	8,562	9,259
长期股权投资	27	27	27	27
固定资产	14,556	15,130	15,513	15,764
无形资产	1,100	1,100	1,100	1,100
非流动资产合计	18,921	18,987	19,007	19,016
资产合计	26,057	26,956	27,568	28,275
短期借款	125	170	150	130
应付账款及票据	3,282	3,235	3,601	3,904
其他流动负债	2,759	3,998	4,109	4,197
流动负债合计	6,166	7,404	7,860	8,231
长期借款	2,332	1,853	1,553	1,353
其他长期负债	2,216	2,246	2,246	2,246
非流动负债合计	4,548	4,099	3,799	3,599
负债合计	10,714	11,503	11,659	11,830
股本	2,064	2,064	2,064	2,064
少数股东权益	1,469	1,528	1,649	1,804
股东权益合计	15,343	15,454	15,909	16,445
负债和股东权益合计	26,057	26,956	27,568	28,275

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-2.55	-3.82	12.95	8.90
EBIT 增长率	-43.97	-45.32	69.79	20.10
净利润增长率	-11.78	-62.00	106.40	27.46
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	16.01	13.92	15.16	15.55
净利润率	2.34	0.92	1.69	1.97
总资产收益率 ROA	1.92	0.70	1.42	1.76
净资产收益率 ROE	3.60	1.36	2.74	3.41
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.16	1.08	1.09	1.12
速动比率	0.62	0.63	0.62	0.64
现金比率	0.56	0.59	0.58	0.59
资产负债率 (%)	41.12	42.67	42.29	41.84
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	5.21	4.26	3.92	3.99
存货周转天数	30.80	32.36	30.02	30.40
总资产周转率	0.83	0.78	0.85	0.91
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.24	0.09	0.19	0.24
每股净资产	6.72	6.75	6.91	7.09
每股经营现金流	0.87	0.81	1.00	1.07
每股股利	0.07	0.03	0.06	0.07
<b>估值分析</b>				
PE	25	67	32	25
PB	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	7.13	8.75	7.18	6.58
股息收益率 (%)	1.19	0.45	0.93	1.19

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	654	248	513	654
折旧和摊销	1,240	1,259	1,291	1,313
营运资金变动	-267	-54	-14	-21
经营活动现金流	1,806	1,666	2,059	2,212
资本开支	-1,085	-1,219	-1,255	-1,271
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-1,085	-1,226	-1,254	-1,269
股权募资	0	0	0	0
债务募资	217	849	-320	-220
筹资活动现金流	-272	461	-647	-597
现金净流量	433	901	158	346

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048