

导语：行业底部，还能赚钱。

作者：市值风云 App：火花

## 三友化工：“两碱一化”巨轮，循环经济壁垒助我穿越周期！

### 一、从一场“饭碗”之争说起

资本市场的记忆总是充满了戏剧性。几年前，一场关于“都在二级市场混饭吃”的激烈对话，曾将三友化工推向舆论的风口浪尖。

彼时，董秘的直言不讳虽显粗糙，却道出了实业经营与资本博弈之间微妙的张力。如今，当喧嚣退去，我们剥离情绪，回归数据与产业逻辑。

总体来说，三友化工在数十年的周期波动中，凭借“两碱一化”产业布局，在强周期的化工红海中不仅保住了“饭碗”，更构建起独特的生存壁垒。

三友化工成立于 1999 年，2003 年登陆沪市。

二十多年下来，公司已不再是单一的纯碱生产商，而是进化为拥有纯碱、粘胶短纤维、氯碱、有机硅四大核心主业的化工小霸王。不仅做到了单一产品的规模领先，更打通了“两碱一化”的循环经济命脉。

在这一体系中，氯碱业务扮演着中枢神经的角色。生产烧碱产生的氯气、氢气，被转化为氯化氢，进而输送给 PVC 和有机硅单体生产线；而氯碱生产产生的废电石渣浆，则被用于纯碱生产，替代了原本昂贵的石灰石原料。

这种上下游的有机串联，实现了资源的梯级利用，极大地平衡了耗氯产品的结构。

**规模优势是三友化工另一张王牌。**

**在纯碱领域，公司产能长期位居全国首位。**根据 2023 年的行业数据对比，三友化工全年纯碱产量达到 337.8 万吨，与中盐化工的 384.4 万吨同处行业第一梯队。

这种规模效应在粘胶短纤领域同样显著，公司产能位居国内前三，与赛得利、中泰化学共同占据了行业半壁江山。

此外，公司在成本控制上拥有得天独厚的优势。**依托自备电厂和自有盐田，公司在能源和原材料端拥有较强的议价权与控制力。**

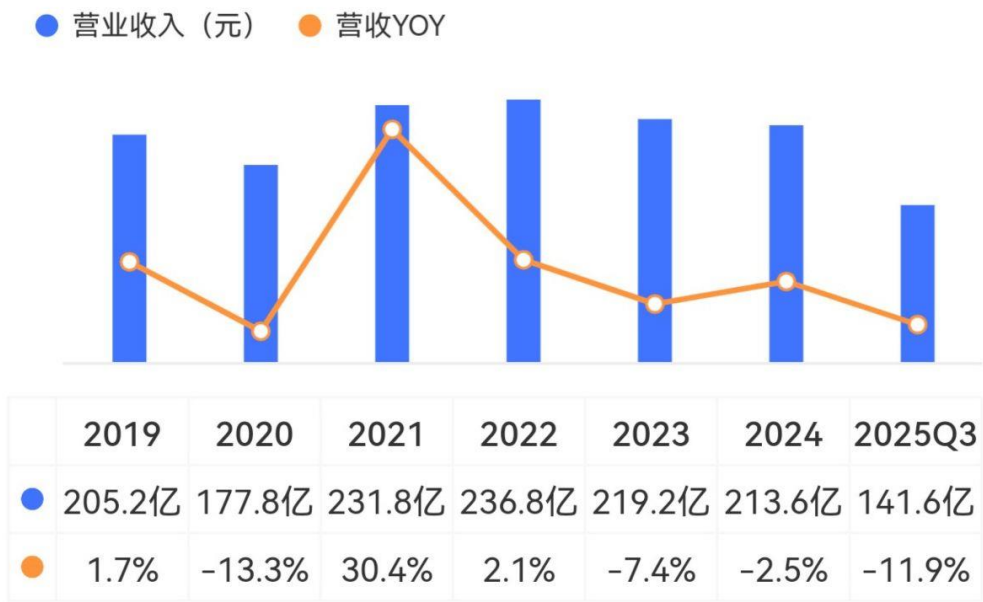
纯碱制造费用中，除了原材料，人工和制造费用相对稳定，这使得公司在行业低谷期，依然能够保持优于同行的成本底线。这种“低成本+大基数”的组合，是其穿越周期的底气。

二、从财务看循环经济护城河

翻开 2025 年的财务答卷，必须承认，三友化工正处于周期的寒冬之中。

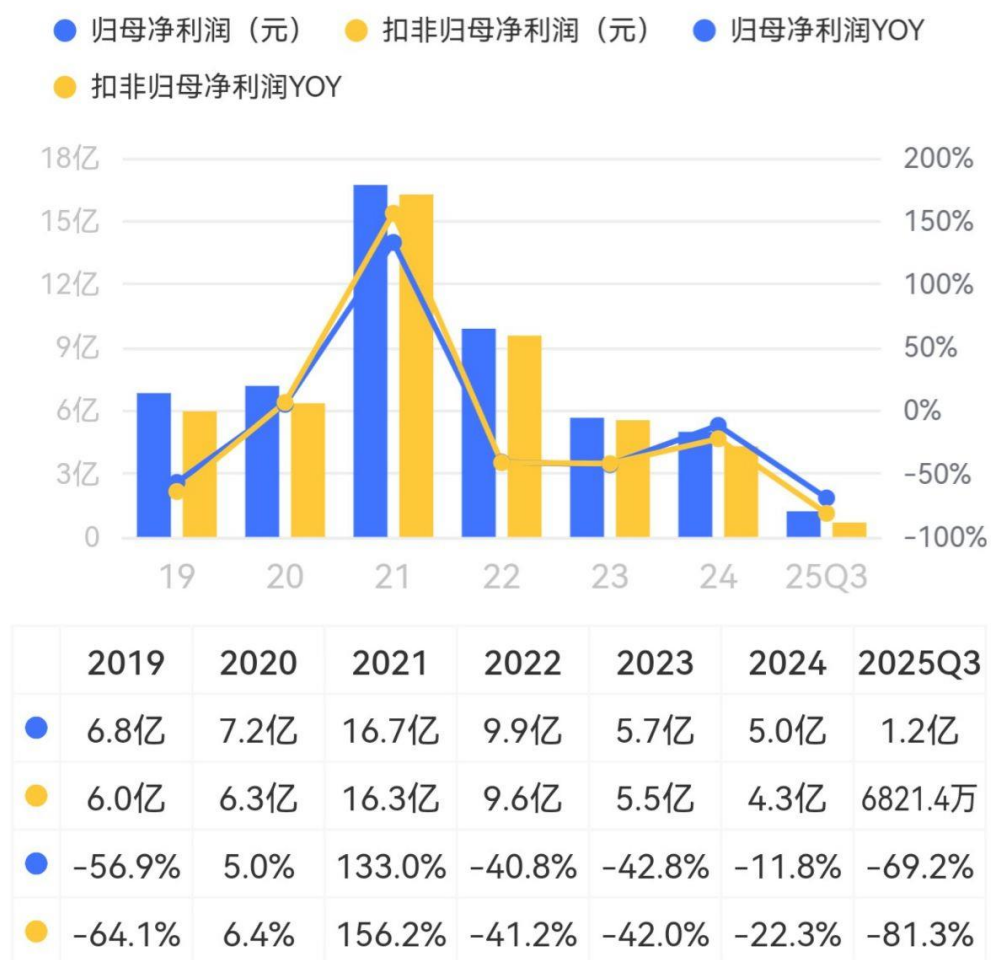
2025 年三季报显示,公司前三季度实现营业总收入 141.6 亿元,同比下降 11.9%。

三友化工 - 营收及增速



归属于上市公司股东的净利润为 1.2 亿元，同比大幅下滑 69.2%。扣除非经常性损益后，净利润降幅更是达到了 81.3%。

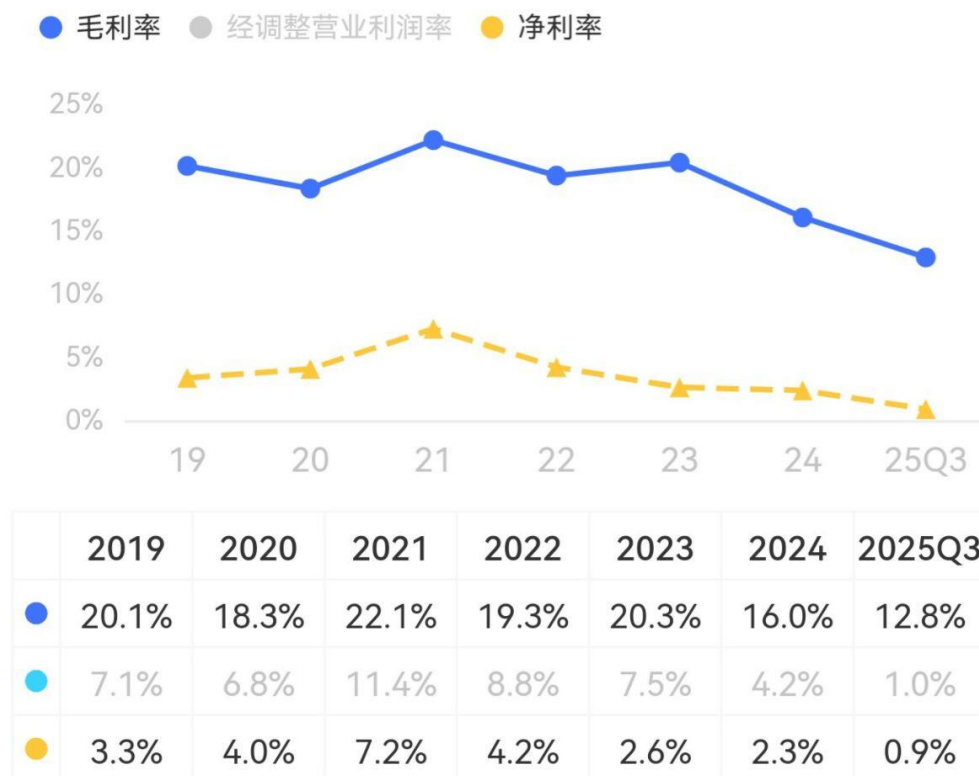
### 三友化工 - 净利润



具体到单季度，第三季度的压力尤为明显。单季营收 46.0 亿元，同比跌 13.5%；归母净利润仅为 4841 万元，同比缩水 27.8%。

造成这一局面的核心原因，是主力产品遭遇了“量价齐跌”。这也导致利润率大幅承压，前三季度的毛利率水平相较 2021 年已经下跌超 9 个百分点。

### 三友化工 - 利润率



首先是纯碱板块，这是公司的“利润奶牛”，但今年却不仅产不出奶，甚至有些“贫血”。

2025 年上半年，国内纯碱产能达到 4120 万吨，净增 40 万吨，行业开工率维持在 90%的高位。

**然而，下游浮法玻璃需求持续疲软，光伏玻璃也仅维持刚需。**

高产出碰上弱需求，导致库存高企，价格一路下行。尽管公司上半年生产了 160.4 万吨纯碱，但价格的下跌直接吞噬了利润空间。

其次是粘胶短纤板块，虽然上半年行业没有新增产能投放，但受制于出口关税政策扰动和内需改善有限，价格虽然在一季度有所反弹，但二季度又高位回落。

然而，在利润表的一片惨淡中，我们也能看到公司“内功深厚”。

上半年，公司营业成本同比下降了 5.4 亿元，纯碱、烧碱、PVC 等主要产品的单位成本均有不同程度降低。这得益于公司推行的“极限降本”策略，例如纯碱生产中全部用白煤替代焦炭，优化化纤碱法浆的使用比例。

同时，研发投入并未因业绩下滑而缩减。上半年研发费用达到 2.7 亿元，与去年同期基本持平。公司正在攻关绿色制碱新工艺、新型粘胶纺丝工艺等技术，并被认定为河北省 A 级研发机构。

**这说明公司没有为了短期报表好看而牺牲长期的技术积累。**

为了摆脱单纯依赖周期波动的宿命，三友化工正在讲述一个新的故事——“三转”战略（向海洋转身、向绿色转型、向高质量转变）。

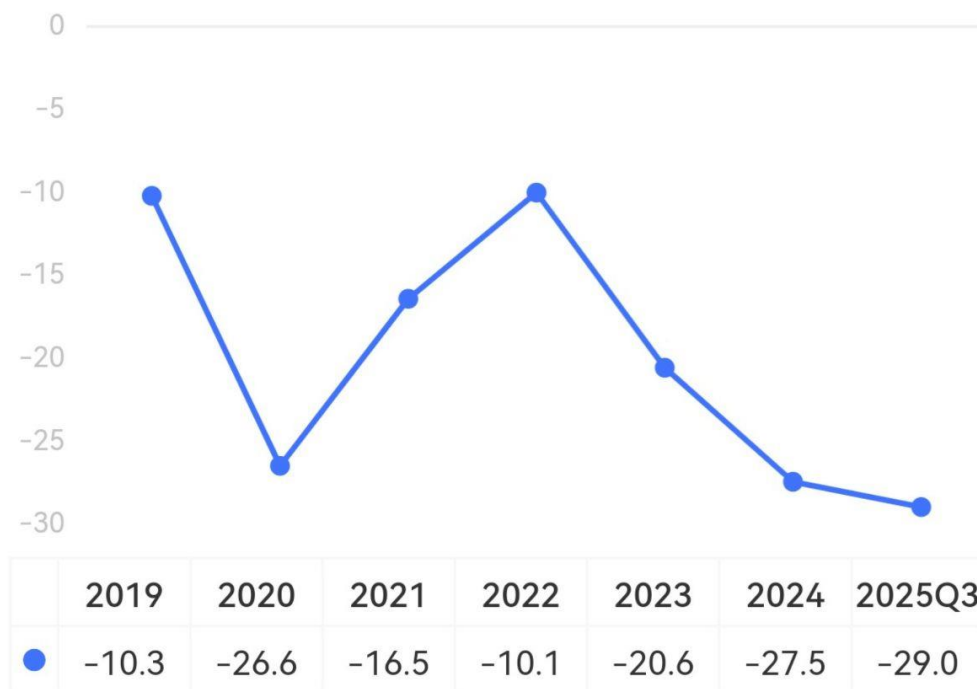
公司正在构建“三链一群”产业布局。除了传统的“两碱一化”循环产业链，公司正在发力有机硅新材料产业链和精细化工产业链。上半年，有机硅 D5 销量同比增长 27%，食用碱销量更是大增 79%。

更值得关注的是其在新能源新材料领域的布局。年产 10 万吨的电池级碳酸钠项目已经进入试生产阶段，海水淡化及浓海水综合利用项目也在稳步推进。

这些项目一旦达产，不仅能丰富产品结构，还能进一步降低综合能耗和原材料成本，将“一滴水、一粒盐”的价值吃干榨净。

而在现金流方面，这类龙头向来不需要投资者操心。经营方面，公司的现金循环天数持续为负，说明正常开展业务根本不需要自己垫资。

三友化工 - 现金循环天数



从另一个角度也能印证：经营现金流只有多少之分，没有正（流入）负（流出）之分。

### 三友化工 - 经营现金流

● 经营现金流（元）



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q3
● 经营现金流（元）	18.0亿	9.8亿	20.9亿	15.8亿	24.1亿	16.8亿	18.1亿	3.5亿

## 三、剩者为王，静待复苏

化工行业通过多年的供给侧改革，竞争逻辑已经从“增量厮杀”演变为“剩者为王”。

在纯碱赛道，行业集中度正在进一步提升。2023 年国内纯碱总产量接近 3000 万吨，头部企业如中盐化工、三友化工占据了绝大部分市场份额，小企业如苏盐井神市占率仅约 2%。

未来两年，虽然仍有部分规划产能，但在环保和能耗双控的背景下，行业准入门槛极高，新增供给相对有序。

在粘胶短纤赛道，行业格局更为稳固。CR3（前三名市场份额）已超过 50%，且未来两年除了技改外，几乎没有新增产能。这种供给端的刚性约束，意味着一旦下游纺织服装需求回暖，行业景气度将迅速回升。

对于三友化工而言，当下的策略是明确的：凭规模优势和技术实力，熬死竞争对

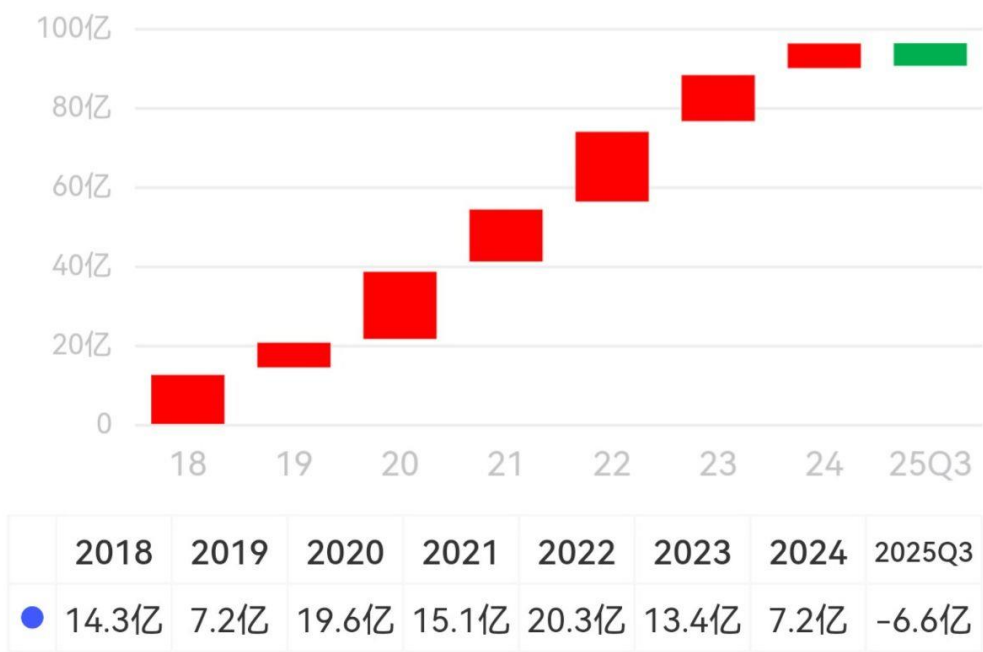
手。

历史上，三友化工一直以高分红著称。

2012 年以来，公司股利支付率基本保持在 30%以上，2019、2020 年甚至超过了 50%。

三友化工 - 自由现金流

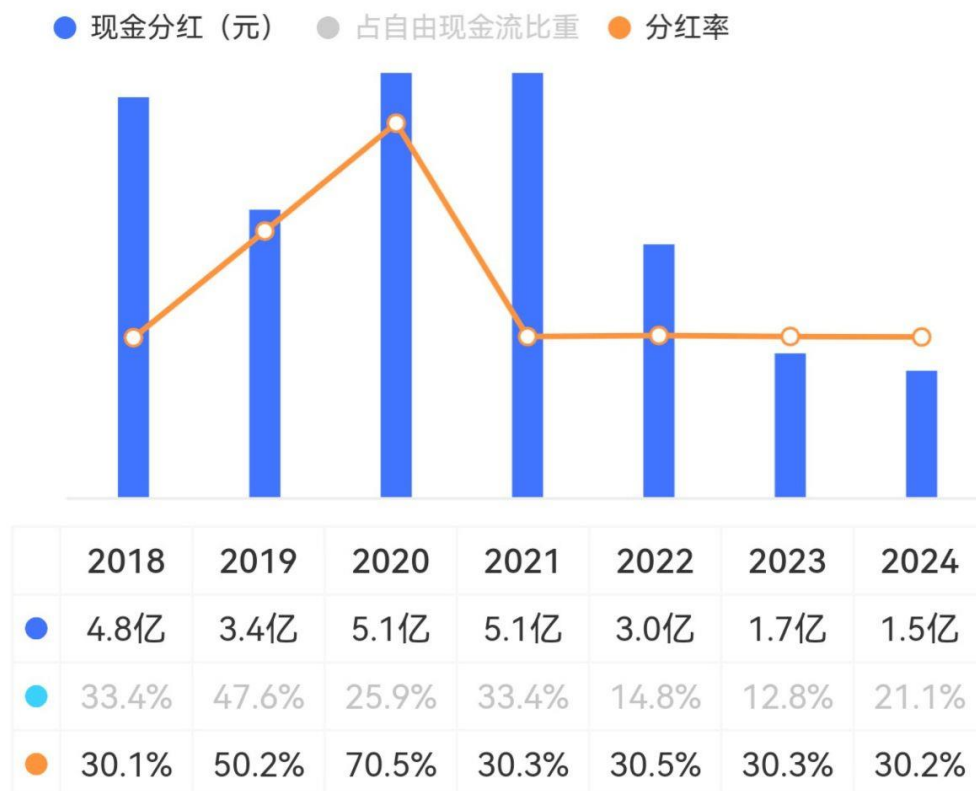
自由现金流（元）



而随着行业寒冬到来，公司也不再像此前一般豪横，而是转为量力而为，为过冬储备现金，自 2021 年起的分红率都维持在 30%。但风云君认为，不用怀疑公司作为“现金牛”的潜质。



### 三友化工 - 现金分红



作为行业老兵，为可能的周期极端环境做好准备是基本觉悟。风云君认为，再熬一熬，伴随本轮周期底部成为“过去式”，公司凭借其庞大的产能基数和循环经济带来的成本优势，利润弹性将非常可观。