



股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	6.62
总股本/流通股本(亿股)	20.69 / 20.69
总市值/流通市值(亿元)	137 / 137
52周内最高/最低价	7.92 / 4.16
资产负债率(%)	45.7%
市盈率	31.52
第一大股东	安徽皖维集团有限责任公司

研究所

分析师: 刘海荣
SAC 登记编号: S1340525120006
Email: liuhairong@cnpsec.com
分析师: 刘隆基
SAC 登记编号: S1340525120002
Email: liulongji@cnpsec.com

三孚股份(603938)

2025 年工业硅价格触底，一体化驱动成本优势凸显盈利弹性

● 事件

2026 年 4 月 16 日，三孚股份发布 2025 年年度报告，实现营业收入 20.97 亿元，同比上涨 18.49%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.80 亿元，同比增长 27.63%；实现扣除非经常性损益归母净利润 0.69 亿元，同比增长 25.90%。其中 2026Q1，公司实现营业收入 6.47 亿元，同比增长 30.91%，环比增长 17.87%；实现归母净利润 0.39，同比增长 43.88%，环比增长 140.36%；实现扣除非经常性损益归母净利润 0.37，同比增长 55.11%，环比增长 181.74%。

● 工业硅周期底部明确，价格回升释放利润弹性

2025 年公司核心硅系列产品年度均价 4894.42 元/吨，同比下降 12.66%，其中三氯氢硅产量 3.29 万吨，同比下降 34.56%，销量 3.33 万吨，同比下降 35.35%。高纯四氯化硅产量 1.67 万吨，同比增长 21%，销量 1.68 万吨，动笔增长 17.22%。气相二氧化硅产量 0.61 万吨，同比增长 9.32%，销量 0.59 万吨，同比增长 2.43。四氯化硅产量 0.56 万吨，同比增长 29.98%，销量 0.54 万吨同比增长 9.60%。均价下降主要原因是硅系列产品供需关系失衡，价格中枢持续下移，价格处于底部区间，成本优势与需求增长。

● 氯碱一体化保障成本稳定，钾产品盈利具备韧性

2025 年公司年产 12 万吨氢氧化钾产能释放，氢氧化钾产量 14.09 万吨，同比增长 78.25%。销量 13.90 万吨同比增长 77.09 万吨。钾系列产品平均售价 5385.93 元/吨，同比增长 15.43%。公司具有完整的氯碱工业体系有效提升资源利用率，公司完整工业体系通过副产品加工降低了综合治理成本。氯碱产业链景气度回升将扩大公司的一体化氯碱工业优势。

● 下游景气带动需求增长，国产替代逻辑强化成长空间

光纤价格回升带动产液量景气提升，电子级四氯化硅作为光纤预制棒关键原料需求同步提升，高端电子级原料因其生产的技术壁垒具有更高的附加值和议价权，叠加中国对日税率提高导致相关产业进口成本大幅攀升，具备规模化生产能力的国内企业能够凭借其成本优势进入光纤大厂的供应链，公司有望受益于光通信需求增长和高端原料国产替代，实现业务结构与盈利能力的全面升级

● 风险提示：

宏观经济波动风险；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；新项目进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	2097	2658	2773	2898
增长率 (%)	18.49	26.76	4.33	4.51
EBITDA (百万元)	245.64	373.22	417.66	466.73
归属母公司净利润 (百万元)	80.30	147.90	171.03	197.91
增长率 (%)	25.90	84.19	15.64	15.72
EPS (元/股)	0.21	0.39	0.45	0.52
市盈率 (P/E)	141.90	77.04	66.62	57.57
市净率 (P/B)	4.56	4.33	4.09	3.85
EV/EBITDA	29.16	30.10	26.60	23.57

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	2097	2658	2773	2898	营业收入	18.5%	26.8%	4.3%	4.5%
营业成本	1817	2262	2340	2425	营业利润	29.4%	81.7%	15.2%	15.5%
税金及附加	15	20	20	21	归属于母公司净利润	25.9%	84.2%	15.6%	15.7%
销售费用	28	35	37	39	获利能力				
管理费用	71	90	94	99	毛利率	13.3%	14.9%	15.6%	16.3%
研发费用	81	103	107	112	净利率	3.8%	5.6%	6.2%	6.8%
财务费用	-2	-1	0	-2	ROE	3.2%	5.6%	6.1%	6.7%
资产减值损失	-8	1	1	0	ROIC	2.9%	5.4%	5.8%	6.3%
营业利润	97	176	202	234	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	23.5%	26.3%	26.3%	26.0%
营业外支出	2	2	2	1	流动比率	1.93	1.84	1.99	2.10
利润总额	94	174	201	233	营运能力				
所得税	14	27	31	35	应收账款周转率	16.22	16.85	15.39	15.40
净利润	80	147	170	197	存货周转率	10.39	11.90	10.92	10.93
归母净利润	80	148	171	198	总资产周转率	0.66	0.78	0.75	0.74
每股收益(元)	0.21	0.39	0.45	0.52	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.21	0.39	0.45	0.52
货币资金	211	265	419	546	每股净资产	6.54	6.88	7.28	7.74
交易性金融资产	410	450	500	540	估值比率				
应收票据及应收账款	470	546	569	595	PE	141.90	77.04	66.62	57.57
预付款项	25	31	33	34	PB	4.56	4.33	4.09	3.85
存货	169	211	218	226	现金流量表				
流动资产合计	1396	1641	1882	2090	净利润	80	147	170	197
固定资产	1617	1647	1612	1579	折旧和摊销	159	200	217	236
在建工程	35	60	63	114	营运资本变动	-158	-22	-12	-13
无形资产	130	129	127	124	其他	-3	-6	-6	-5
非流动资产合计	1877	1931	1898	1914	经营活动现金流净额	78	319	369	415
资产总计	3273	3572	3780	4004	资本开支	-39	-255	-183	-252
短期借款	63	103	133	153	其他	-23	-32	-41	-31
应付票据及应付账款	449	558	578	599	投资活动现金流净额	-62	-286	-224	-282
其他流动负债	212	231	236	243	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	724	892	947	995	债务融资	79	40	30	20
其他	47	47	47	47	其他	-7	-18	-21	-25
非流动负债合计	47	47	47	47	筹资活动现金流净额	72	22	9	-5
负债合计	771	939	994	1042	现金及现金等价物净增加额	87	54	154	128
股本	383	383	383	383					
资本公积金	199	199	199	199					
未分配利润	1704	1813	1941	2088					
少数股东权益	2	1	1	0					
其他	215	237	262	292					
所有者权益合计	2503	2633	2786	2962					
负债和所有者权益总计	3273	3572	3780	4004					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048