

2026年04月28日

三友化工 (600409.SH)

投资评级: 买入 (维持)

——Q1 业绩低于市场预期, 粘胶、有机硅涨价有望驱动业绩回升

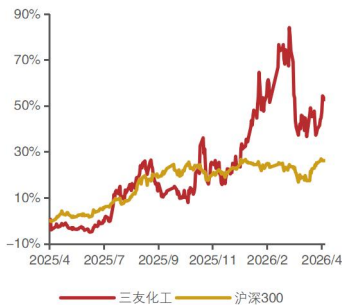
投资要点:

证券分析师

张峰
SAC: S1350525120003
zhangfeng03@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
李辉
SAC: S1350526010001
lihui01@huayuanstock.com
李佳骏
SAC: S1350526010004
lijiajun@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



基本数据 2026年04月27日

收盘价 (元)	7.61
一年内最高/最低 (元)	9.50/4.78
总市值 (百万元)	15,709.70
流通市值 (百万元)	15,709.70
总股本 (百万股)	2,064.35
资产负债率 (%)	43.47
每股净资产 (元/股)	6.67

资料来源: 聚源数据

事件: 公司披露 25 年年报和 26 年 1 季报, 2025 年实现收入 188.3 亿元, 同比下滑 11.8%, 归母净利润 0.9 亿元, 同比下滑 82.1%。26 年 Q1 实现收入 45.1 亿元, 同比下滑 5.4%, 归母净利润 -0.9 亿元, 亏损同比扩大。Q1 业绩低于市场预期。

纯碱、有机硅大幅亏损拖累业绩。 2025 年公司纯碱销量 322 万吨, 同比微降 1.5%; 均价 1181 元/吨, 同比大跌 30.3%; 毛利率 6.9%, 同比减少 18.5pct, 子公司青海五彩碱业 2024 年盈利 3.07 亿, 25 年转亏 7 千万; 有机硅 (含硅胶) 销量 11.6 万吨, 量价齐跌盈利小幅改善, 2025 年有机硅业务 (硅业公司) 净利润亏损 2.46 亿, 同比减亏 4 千万; 粘胶短纤销量 82.55 万吨, 量价同比基本持平, 原料浆粕价格下跌致毛利率同比增加 1.4pct 至 8.65%, 粘胶短纤业务 (兴达化纤) 净利润盈利 2.6 亿, 同比增加 1.2 亿。纯碱业务大幅亏损是公司业绩同比大幅下降的主要原因, 公司计提各项资产及信用减值损失 5 千万。

纯碱阶段性底部企稳, 原料涨价影响 Q1 业绩。 据公司披露, 纯碱、粘胶短纤、氯碱 (双吨) 和有机硅 Q1 均价分别为 1102/12093/6561/12121 元/吨, 同比变化 -15.77%/-4.75%/-11.9%/5.79%, 环比变化 1.06%/-1.37%/-5.29%/15.09%。有机硅技改导致三友硅业开工率偏低 Q1 亏损 2951 万, 硫酸大幅涨价影响粘胶短纤业务盈利, 电子化学品项目投产试车费用增加, 我们预计是 Q1 业绩低于预期的主要原因。

粘胶短纤、有机硅价格近期持续上涨, 业绩有望触底回升。 据百川盈孚, 我们认为纯碱价格基本阶段性见底, 粘胶短纤现价 1.375 万元/吨较 3 月底涨 500 元/吨, DMC 现价 1.48 万元/吨较 3 月底涨 800 元/吨。公司现有粘胶短纤产能 80 万吨/年及 DMC 产能 20 万吨/年, 涨价弹性较大。公司积极发展精细化工和电子化学品项目, 项目一期 Q1 均进入试生产阶段, 海水淡化项目 Q2 有望投产。公司拟投资 7.05 亿元建设 3 千吨电子级盐酸、6 千吨电子级硝酸、1.2 万吨电子级光阻稀释剂、0.85 万吨电子级丙二醇甲醚、0.37 万吨电子级丙二醇甲醚乙酸酯项目, 项目达产后有望实现年均收入 3.9 亿元, 年均利润总额 1.34 亿元。

盈利预测与评级: 我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.28/11.2/13.25 亿元, 同比增速分别为 602%/78.2%/18.3%, 当前股价对应的 PE 分别为 25/14/11.9 倍。公司是国内粘胶短纤和纯碱龙头, 一体化优势明显。粘胶短纤和有机硅涨价弹性较大, PB 估值低位安全边际较高, 维持“买入”评级。

风险提示。 产品价格波动; 客户开拓不及预期; 产能投放不及预期

盈利预测与估值 (人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	21,361	18,831	20,946	22,314	22,876
同比增长率 (%)	-2.55%	-11.84%	11.23%	6.53%	2.52%
归母净利润 (百万元)	499	90	628	1,120	1,325
同比增长率 (%)	-11.78%	-82.06%	601.89%	78.24%	18.31%
每股收益 (元/股)	0.24	0.04	0.30	0.54	0.64
ROE (%)	3.60%	0.65%	4.39%	7.42%	8.27%
市盈率 (P/E)	31.48	175.47	25.00	14.03	11.86

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	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,639	2,522	3,111	3,901
应收票据及账款	1,388	1,988	2,118	2,171
预付账款	121	129	138	141
其他应收款	33	49	52	53
存货	1,379	1,510	1,563	1,587
其他流动资产	292	189	199	202
流动资产总计	6,852	6,387	7,180	8,055
长期股权投资	33	37	37	37
固定资产	14,617	14,675	14,928	15,127
在建工程	2,804	2,119	1,185	252
无形资产	1,265	1,240	1,261	1,278
长期待摊费用	9	4	1	1
其他非流动资产	1,086	1,133	1,130	1,128
非流动资产合计	19,813	19,208	18,542	17,823
资产总计	26,665	25,596	25,722	25,878
短期借款	115	0	0	0
应付票据及账款	3,044	2,981	3,087	3,134
其他流动负债	3,544	3,119	3,247	3,302
流动负债合计	6,703	6,100	6,333	6,435
长期借款	3,762	2,891	2,032	1,189
其他非流动负债	846	846	846	846
非流动负债合计	4,608	3,737	2,878	2,035
负债合计	11,311	9,837	9,211	8,470
股本	2,064	2,064	2,064	2,064
资本公积	3,572	3,572	3,573	3,575
留存收益	8,231	8,671	9,455	10,382
归属母公司权益	13,867	14,307	15,092	16,022
少数股东权益	1,487	1,451	1,419	1,387
股东权益合计	15,354	15,759	16,511	17,408
负债和股东权益合计	26,665	25,596	25,722	25,878

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	52	533	1,028	1,235
折旧与摊销	1,289	1,209	1,268	1,323
财务费用	152	140	100	59
投资损失	-15	-8	-4	-4
营运资金变动	-682	-1,139	29	16
其他经营现金流	49	75	75	72
经营性现金净流量	845	810	2,496	2,702
投资性现金净流量	-1,526	-611	-612	-613
筹资性现金净流量	811	-1,315	-1,295	-1,300
现金流量净额	114	-1,116	589	790

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	18,831	20,946	22,314	22,876
营业成本	16,435	17,606	18,230	18,505
税金及附加	263	293	312	320
销售费用	144	168	179	183
管理费用	1,324	1,466	1,562	1,601
研发费用	535	586	625	641
财务费用	152	140	100	59
资产减值损失	-45	-21	-22	-23
信用减值损失	-5	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	15	8	4	4
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	66	67	71	68
营业利润	11	741	1,359	1,616
营业外收入	94	0	0	0
营业外支出	8	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	97	741	1,359	1,616
所得税	45	148	272	323
净利润	52	593	1,087	1,293
少数股东损益	-38	-36	-33	-32
归属母公司股东净利润	90	628	1,120	1,325
EPS(元)	0.04	0.30	0.54	0.64

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-11.84%	11.23%	6.53%	2.52%
营业利润增长率	-98.53%	6,532.59%	83.43%	18.89%
归母净利润增长率	-82.06%	601.89%	78.24%	18.31%
经营现金流增长率	-53.22%	-4.15%	208.22%	8.29%
盈利能力				
毛利率	12.72%	15.95%	18.30%	19.11%
净利率	0.28%	2.83%	4.87%	5.65%
ROE	0.65%	4.39%	7.42%	8.27%
ROA	0.34%	2.46%	4.35%	5.12%
估值倍数				
P/E	175.47	25.00	14.03	11.86
P/S	0.83	0.75	0.70	0.69
P/B	1.13	1.10	1.04	0.98
股息率	0.00%	1.20%	2.14%	2.53%
EV/EBITDA	11	9	7	6

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）。