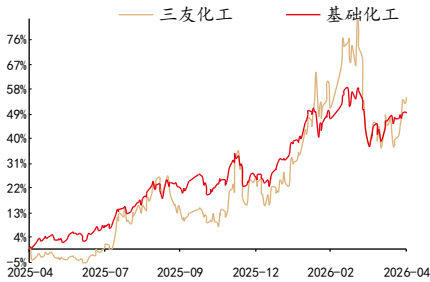




股票投资评级

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)	7.75
总股本/流通股本(亿股)	20.64 / 20.64
总市值/流通市值(亿元)	160 / 160
52周内最高/最低价	9.17 / 4.81
资产负债率(%)	42.4%
市盈率	178.57
第一大股东	唐山三友碱业(集团)有限公司

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

三友化工(600409)

粘胶短纤板块较强运行，多板块产品价格具备弹性

● 事件

2026年4月24日，三友化工发布2025年年报和2026年第一季度报告。2025年公司实现营业收入188.31亿元，同比下降11.84%，实现归属于上市公司股东的净利润0.90亿元，同比下降82.06%，实现扣除非经常性损益归母净利润0.05亿元，同比下降98.91%。2026Q1公司实现营业收入45.08亿元，同比下降5.40%；实现归属于上市公司股东的净利润-0.92亿元，亏损额同比有所扩大；实现扣除非经常性损益归母净利润-1.17亿元。

● 板块表现分化，粘胶短纤出口优势与高端化引领增长

分产品板块来看，一季度粘胶短纤维实现营收23.54亿元，销量19.47万吨，均价同比上涨2.83%，是公司规模最大的业务支柱；纯碱实现营收8.64亿元，均价同比下跌15.77%，受行业新增产能及库存压力影响明显；烧碱实现营收3.35亿元，均价同比上涨3.32%；PVC实现营收4.15亿元，均价同比下降4.49%；有机硅（混合环体）实现营收2.70亿元，均价同比回升1.61%。粘胶板块依然是公司最核心的经营亮点，2026Q1粘胶短纤维平均售价为12,092.92元/吨，同比与环比均表现出较强的价格稳定性，公司作为行业龙头，具备80万吨/年粘胶短纤产能，出口量占全国总量的40%以上，在全球市场具有显著的溢价能力。并且根据百川盈孚的数据，目前粘胶行业的开工率88.71%，库存7天，粘胶基本面较强运行，产业链具备涨价条件。

● 产品价格深筑历史底部，具备极强的周期向上弹性

当前，公司主要产品如纯碱、PVC及有机硅的价格均已处于历史底部区间。2026Q1数据显示，纯碱均价已跌至1,101.95元/吨的历史低点，PVC价格亦在4,400元/吨附近低位震荡，行业整体盈利水平处于低位。考虑到公司拥有完善的“两碱一化”循环经济产业链和极佳的成本控制能力，随着宏观经济回暖，公司各板块巨大的产能基数将释放极强的价格弹性。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	18831	22113	23221	24461
增长率(%)	-11.84	17.42	5.01	5.34
EBITDA(百万元)	1440.79	2844.33	3078.13	3639.22
归属母公司净利润(百万元)	89.53	775.24	812.56	1064.72
增长率(%)	-82.06	765.91	4.81	31.03
EPS(元/股)	0.04	0.38	0.39	0.52
市盈率(P/E)	178.70	20.64	19.69	15.03
市净率(P/B)	1.15	1.11	1.07	1.02
EV/EBITDA	10.81	6.43	5.66	4.42

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)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	18831	22113	23221	24461	营业收入	-11.8%	17.4%	5.0%	5.3%
营业成本	16435	18292	19196	19879	营业利润	-98.5%	10,833.1%	6.1%	32.2%
税金及附加	263	308	324	341	归属于母公司净利润	-82.1%	765.9%	4.8%	31.0%
销售费用	144	169	178	187	获利能力				
管理费用	1324	1555	1633	1720	毛利率	12.7%	17.3%	17.3%	18.7%
研发费用	535	628	660	695	净利率	0.5%	3.5%	3.5%	4.4%
财务费用	152	36	39	34	ROE	0.6%	5.4%	5.4%	6.8%
资产减值损失	-45	0	0	0	ROIC	0.4%	4.6%	4.6%	5.7%
营业利润	11	1222	1296	1713	偿债能力				
营业外收入	94	60	50	45	资产负债率	42.4%	42.0%	41.8%	41.2%
营业外支出	8	23	27	30	流动比率	1.02	1.11	1.26	1.48
利润总额	97	1259	1319	1728	营运能力				
所得税	45	252	264	346	应收账款周转率	68.76	68.18	64.67	64.77
净利润	52	1007	1055	1383	存货周转率	10.94	12.55	12.20	12.12
归母净利润	90	775	813	1065	总资产周转率	0.71	0.81	0.82	0.82
每股收益(元)	0.04	0.38	0.39	0.52	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.04	0.38	0.39	0.52
货币资金	3639	3999	5115	6741	每股净资产	6.72	6.98	7.25	7.62
交易性金融资产	48	48	48	48	估值比率				
应收票据及应收账款	298	350	368	388	PE	178.70	20.64	19.69	15.03
预付款项	121	135	141	146	PB	1.15	1.11	1.07	1.02
存货	1379	1535	1611	1668	现金流量表				
流动资产合计	6852	7659	8981	10793	净利润	52	1007	1055	1383
固定资产	14421	14906	15050	14890	折旧和摊销	1289	1549	1720	1877
在建工程	2804	2663	2494	2376	营运资本变动	-682	122	24	-4
无形资产	1265	1291	1312	1327	其他	186	-9	35	48
非流动资产合计	19813	20158	20128	19841	经营活动现金流净额	845	2670	2835	3303
资产总计	26665	27817	29109	30634	资本开支	-1535	-1851	-1665	-1573
短期借款	115	105	95	85	其他	9	35	19	20
应付票据及应付账款	3044	3474	3645	3775	投资活动现金流净额	-1526	-1816	-1646	-1553
其他流动负债	3544	3306	3365	3417	股权融资	100	0	0	0
流动负债合计	6703	6885	7105	7277	债务融资	1002	-182	250	280
其他	4608	4806	5066	5356	其他	-291	-309	-322	-404
非流动负债合计	4608	4806	5066	5356	筹资活动现金流净额	811	-491	-72	-124
负债合计	11311	11691	12171	12633	现金及现金等价物净增加额	114	360	1116	1626
股本	2064	2064	2064	2064					
资本公积金	3572	3572	3572	3572					
未分配利润	7207	7631	8078	8663					
少数股东权益	1487	1719	1961	2279					
其他	1024	1141	1262	1422					
所有者权益合计	15354	16126	16938	18001					
负债和所有者权益总计	26665	27817	29109	30634					

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