

华谊集团 (600623)

证券研究报告

2025年07月17日

上海国资化工平台，收购三爱富股权扩大版图

上海华谊集团股份有限公司是一家大型国有控股上市公司，主要从事能源化工、绿色轮胎、先进材料、精细化工和化工服务五大核心业务，并已基本形成“制造+服务”双核驱动的业务发展模式，及上下游产业链一体化发展体系。公司公告收购氟化工企业三爱富60%股权，进一步完善化工版图。

由上海化学工业局起步，作为上海国资控股的化工综合平台型公司，五大业务版块产品丰富

华谊集团前身上海市化学工业局1957年成立，后改制为上海化工控股(集团)公司，并在1995年通过资产重组成立华谊集团，2016年完成整体上市。公司控股股东为上海华谊(集团)公司，持股比例为37.65%。上市公司拥有较大业务版图，与外资企业联营、合营企业众多。

公司拥有能源化工、绿色轮胎、先进材料、精细化工和化工服务五大核心业务，主要产品包括甲醇、醋酸、醋酸乙酯、合成气等基础化学品和清洁能源产品；载重胎、乘用车胎、工程胎等绿色轮胎产品；丙烯酸及酯、丙烯酸催化剂、高吸水性树脂等先进化工材料；工业涂料、颜料、油墨、日用化学品等精细化工产品；以及围绕化工品的贸易、投资、信息技术等。

公司各版块业务各有特色，盈利随周期波动，现金流稳定提供稳定的分红

华谊集团2024年营业收入451.03亿元，归母净利润9.11亿元。公司盈利能力受产品价格周期波动影响存在周期性，但公司资产负债率稳定、各项费用整体平稳、较好的现金流水平也为公司提供了稳定的分红。

公司先进材料、绿色轮胎、能源化工、精细化工、化工服务五大核心业务板块，2024年分别产生营业收入132.32/109.41/69.05/64.27/66.40亿元。其中能源化工板块产品行业领先，周期波动明显；绿色轮胎板块商用车胎为主，乘用车胎为辅，拥有较强品牌影响力；先进材料板块，丙烷-丙烯酸及酯产业链布局完成，广西钦州实现产业链再延伸；精细化工板块，布局涂料、颜料、油墨、日用化学品等多领域，收入毛利稳定。

现金收购三爱富60%股权，三爱富为国内氟化工拥有交钱竞争力的企业

2025年3月公司公告，拟以现金方式收购控股股东上海华谊持有的三爱富60%的股权，2025年5月6日公司董事会审议通过了该项收购。三爱富是全球氟化工行业20强企业，通过长期深耕于有机氟化工业务。

盈利预测：考虑到三爱富对公司收入及利润的贡献，我们预计2025-2027年，公司归母净利润分别为13.97/19.43/22.75亿元，参考可比公司PB估值1.23倍，给予目标价13.17元/股，给予“买入”评级。

风险提示：全球经济增长不确定性风险；化工企业安全生产风险；收购资产三爱富存在业绩波动风险；全球贸易摩擦风险；产品价格和原材料价格波动风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	41,326.66	45,103.03	49,952.06	52,786.20	53,818.44
增长率(%)	6.14	9.14	10.75	5.67	1.96
EBITDA(百万元)	4,221.59	4,779.48	4,960.24	6,251.66	6,976.11
归属母公司净利润(百万元)	905.32	910.64	1,397.16	1,943.16	2,275.38
增长率(%)	(29.34)	0.59	53.43	39.08	17.10
EPS(元/股)	0.42	0.43	0.66	0.92	1.07
市盈率(P/E)	18.65	18.54	12.03	8.65	7.39
市净率(P/B)	0.76	0.75	0.72	0.69	0.65
市销率(P/S)	0.41	0.37	0.34	0.32	0.31
EV/EBITDA	0.76	1.13	2.88	1.99	1.85

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学原料
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	7.96元
目标价格	13.17元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,879.73
流通A股股本(百万股)	1,871.84
A股总市值(百万元)	14,962.66
流通A股市值(百万元)	14,899.86
每股净资产(元)	10.70
资产负债率(%)	55.88
一年内最高/最低(元)	8.18/5.48

作者

郭建奇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522110002
guojianqi@tfzq.com

邢颜凝 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070006
xingyanning@tfzq.com

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

张峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《华谊集团-公司研究简报:看好公司的三点逻辑》2018-10-07
- 《华谊集团-半年报点评:醋酸盈利驱动公司业绩，轮胎业务同比减亏》2018-08-28
- 《华谊集团-季报点评:1季报业绩大幅增长，业绩拐点初步确立!》2018-05-02

内容目录

1. 公司业务介绍	5
1.1. 公司重要历史事件：从上海市化学工业局，到华谊集团整体上市	5
1.2. 公司股权结构-上海市国资委控股企业	5
1.3. 公司业务五大板块，集团资产众多	6
1.3.1. 公司业务版图大，包含五大业务板块	6
1.3.2. 华谊集团通过参控股公司完成集团多个版图划分	6
1.3.3. 集团拥有一系列知名品牌	7
1.4. 控股股东上海华谊控股集团及上市公司拥有较大业务版图，联营、合营企业众多	8
1.4.1. 公司合作众多头部外资企业	9
2. 公司财务情况	9
2.1. 公司收入增长和拆分	9
2.2. 公司五大业务板块，周期性和稳定性并存	10
2.3. 公司负债情况、各项费用和其他财务状况	12
2.3.1. 盈利能力存在明显周期性	12
2.3.2. 资产负债率较为稳定	12
2.3.3. 各项费用总额稳定，费用占比随收入波动而波动	13
2.4. 公司重视股东回报，2021年以来，分红支付率均高于30%，2024年有所提升	13
2.5. 公司经营活动现金流状况良好	14
3. 重要板块公司所处地位和发展现状	14
3.1. 能源化工版块：煤炭-合成气-甲醇-醋酸-醋酸酯产业链一体化版块，醋酸产能行业领先，广西华谊能源控股股东投资，公司负责销售	14
3.1.1. 广西华谊能源，控股股东先行完成投资，通过华谊集团实现销售，后续承诺上市公司整体收购解决同业竞争	16
3.1.2. 公司及关联公司醋酸总产能行业领先	17
3.1.3. 能源化工板块盈利景气波动明显	17
3.2. 中国较早的轮胎企业，“双钱”、“回力”品牌影响力强	18
3.2.1. 全钢胎为主，半钢胎2024年产能提升	18
3.2.2. 轮胎板块收入稳步提升，毛利率逐步抬升	19
3.3. 先进材料版块：丙烷-丙烯酸及酯产业链布局完成，广西钦州实现产业链再延伸	19
3.3.1. 钦州基地投产，先进材料板块收入体量站上新台阶，盈利存在周期波动	20
3.4. 精细化工版块：布局涂料、颜料、油墨、日用化学品等多领域，收入毛利稳定	21
4. 合并三爱富，制冷剂板块发展情况	22
4.1. 公司收购三爱富60%股权	22
4.2. 三爱富：深耕氟化工领域	22
4.2.1. 氟化工领先企业，2024年受行业压力影响收入利润同比下滑	22
4.2.2. 三爱富(邵武)氟化学产业基地为三爱富重点在建项目，围绕含氟精细化学品、PVDF展开	23
4.2.3. 常熟三爱富中昊化工新材料、常熟三爱富氟化工为重点子公司，二者利润加和占公	

司利润的八成以上.....	24
4.3 四代制冷剂、氟聚合物、氟精细化学品行业梳理.....	25
4.3.1 四代制冷剂.....	25
4.3.2 氟聚合物：预计我国市场规模约为 149 亿元.....	26
4.3.3 含氟精细化学品：预计 2025 年全球/中国含氟精细化学品市场规模分别为 178 亿美元/246 亿元，中国复合增速高于全球。.....	26
5. 盈利预测和板块拆分.....	27
6. 估值和目标价.....	28
7. 风险提示.....	28
7.1. 全球经济增长不确定性风险.....	28
7.2. 化工企业安全生产风险.....	28
7.3. 收购资产三爱富存在业绩波动风险.....	28
7.4. 全球贸易摩擦风险.....	28
7.5. 产品价格和原材料价格波动风险.....	28

图表目录

图 1：华谊集团重要历史事件.....	5
图 2：华谊集团前十大股东明细（截至 2025 年 4 月 8 日）.....	5
图 3：公司业务版图.....	6
图 4：华谊集团参控股公司（截至 2024 年年报数据）.....	6
图 5：公司拥有一些列国家知名品牌.....	7
图 6：控股股东上海华谊控股集团有限公司截至 2024 年 3 月末，纳入合并范围的二级子公司情况.....	8
图 7：华谊集团收入、归母净利润及增速.....	10
图 8：公司各版块收入情况（单位：亿元）.....	10
图 9：2024 年公司各版块收入占比.....	10
图 10：公司各版块毛利情况（单位：亿元）.....	11
图 11：2024 年公司各版块毛利占比.....	11
图 12：公司各版块毛利率水平.....	11
图 13：公司主要产品收入情况（单位：亿元）.....	12
图 14：公司毛利率、净利率情况.....	12
图 15：公司 ROE、ROA 情况.....	12
图 16：公司资产负债率情况.....	12
图 17：公司四项费用情况.....	13
图 18：公司分红情况.....	13
图 19：公司按照当年收盘价（不复权）测算股息率.....	14
图 20：经营活动现金流及净利润情况.....	14
图 21：能源化工板块生产工艺.....	15
图 22：甲醇、醋酸及酯产销量及收入情况.....	15

图 23: 广西华谊能源化工与华谊集团关联交易金额 (单位: 亿元)	16
图 24: 能源化工板块收入和盈利状态	17
图 25: 双钱轮胎商标	18
图 26: 回力轮胎商标	18
图 27: 公司轮胎产能、产量及产能利用率	18
图 28: 轮胎板块收入、毛利、毛利率情况	19
图 29: 先进化工材料板块流程	19
图 30: 公司先进材料收入、毛利及毛利率情况	20
图 31: 公司丙烯及其下游产能及产量情况	20
图 32: 公司精细化工业务收入、毛利、毛利率情况	21
图 33: 涂料、日化、颜料产品收入	21
图 34: 全球氟聚合物市场规模	26
图 35: 我国氟树脂市场规模	26
图 36: 预测 2025 年全球含氟精细化学品市场规模为 178 亿美元	27
图 37: 预测 2025 年中国含氟精细化学品市场规模为 246 亿元	27
表 1: 华谊集团控股、参股公司业务版图 (截至 2024 年年报数据)	7
表 2: 公司中外合资联营企业众多	9
表 3: 公司主要业务板块及产品	10
表 4: 公司甲醇、醋酸产能、产量及规划产能情况 (截至 2024 年年报)	15
表 5: 公司醋酸产能	17
表 6: 公司 2024 年先进材料板块产能及在建产能 (单位: 万吨)	20
表 7: 三爱富产品介绍	22
表 8: 三爱富合并口径财务指标	22
表 9: 2024 年三爱富在建工程	23
表 10: 三爱富 (邵武) 氟化学产业基地项目一期工程主要产品	23
表 11: 三爱富 (邵武) 氟化学产业基地项目二期工程主要产品	24
表 12: 三爱富子公司统计	24
表 13: 常熟三爱富氟化工有限责任公司产能梳理	24
表 14: 全球四代制冷剂产能不完全统计	25
表 15: 公司业务拆分 (单位: 百万元)	27
表 16: 可比公司 PB 估值 (截至 2025 年 7 月 16 日)	28

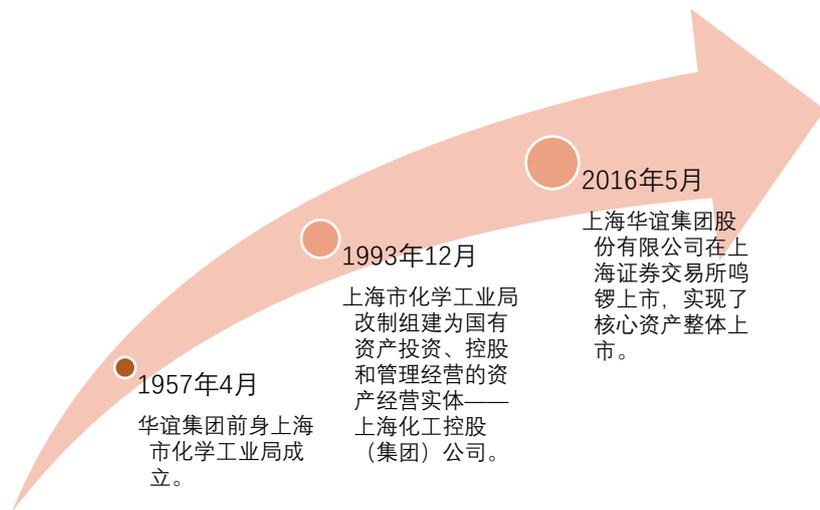
1. 公司业务介绍

上海华谊集团股份有限公司（简称“华谊集团”）是一家大型国有控股上市公司，主要从事能源化工、绿色轮胎、先进材料、精细化工和化工服务五大核心业务，并已基本形成“制造+服务”双核驱动的业务发展模式，以及上下游产业链一体化发展体系。

1.1. 公司重要历史事件：从上海市化学工业局，到华谊集团整体上市

1957年4月，华谊集团前身上海市化学工业局成立，涉及的化学工业有化工原料、塑料、染料、农药、涂料、化工装备、炼焦和焦炭等。1993年12月，上海市化学工业局改制组建为国有资产投资、控股和管理经营的资产经营实体——上海化工控股（集团）公司。1995年11月，华谊集团通过资产重组正式成立。2016年5月18日，上海华谊集团股份有限公司在上海证券交易所鸣锣上市，标志着上海华谊核心资产华谊集团完成整体上市。

图 1：华谊集团重要历史事件



资料来源：上海华谊（集团）官方网站，天风证券研究所

1.2. 公司股权结构-上海市国资委控股企业

上海华谊集团股份有限公司控股股东为上海华谊（集团）公司（简称“上海华谊”），上海华谊是由上海市人民政府国有资产监督管理委员会授权，通过资产重组建立的大型化工企业集团。截至2025年4月8日数据，华谊集团控股股东上海华谊持股比例为37.65%，是公司的控股股东，其实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会。

图 2：华谊集团前十大股东明细（截至 2025 年 4 月 8 日）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

1.3. 公司业务五大板块，集团资产众多

1.3.1. 公司业务版图大，包含五大业务板块

公司是一家大型国有控股上市公司，主要从事能源化工、绿色轮胎、先进材料、精细化工和化工服务五大核心业务，并已基本形成“制造+服务”双核驱动的业务发展模式，以及上下游产业链一体化发展体系。

其中，**能源化工**业务主要产品包括甲醇、醋酸、醋酸乙酯、合成气等基础化学品和清洁能源产品，广泛应用于医药、农业、建筑、纺织和新能源汽车等领域，是国内领先的洁净煤综合利用公司；**绿色轮胎**业务主要产品包括载重胎、乘用车胎、工程胎等，产品广泛应用于卡车、客车、乘用车以及采矿和农业车辆等领域，并为众多汽车制造厂提供原厂配套；**先进材料**业务主要产品包括丙烯酸及酯、丙烯酸催化剂、高吸水性树脂等，产品广泛应用于涂料、胶黏剂、合成橡胶、水处理以及卫生用品等领域；**精细化工**业务主要产品包括工业涂料、颜料、油墨、日用化学品等，产品广泛应用于家电、汽车、高铁、航空航天、海洋工程、建筑、医药、食品、化妆品等领域；**化工服务**业务主要包括化工贸易、化工投资、信息技术等，为化工制造提供相应的配套贸易、投资、信息化服务等。

图 3：公司业务版图

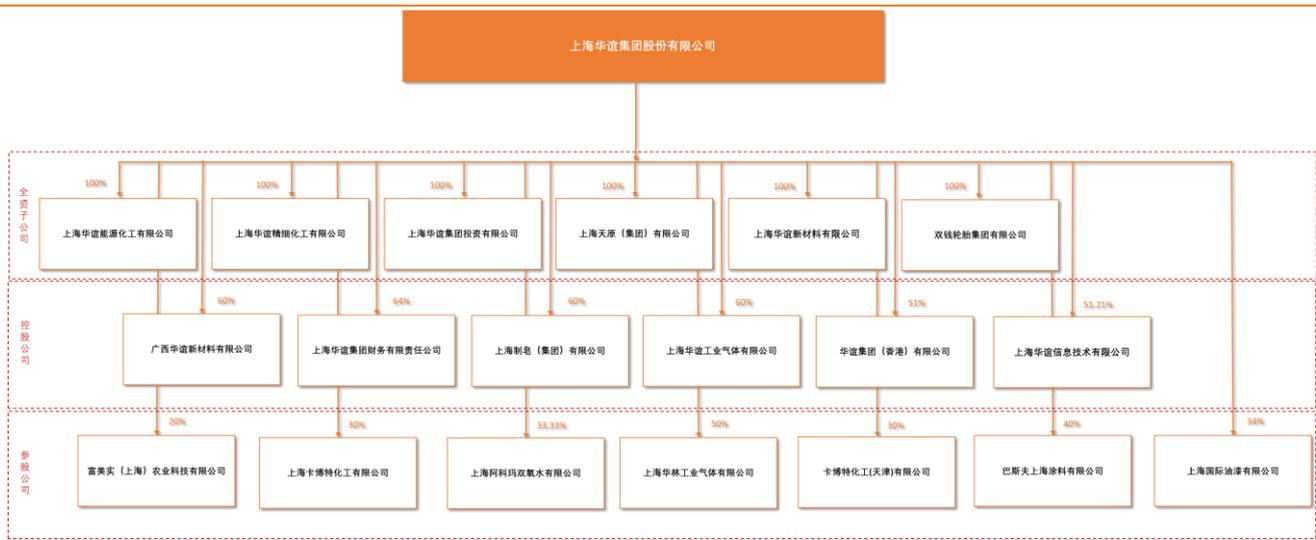


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

1.3.2. 华谊集团通过参控股公司完成集团多个版图划分

截至 2024 年年报，公司旗下拥有上海华谊能源化工有限公司、上海华谊精细化工有限公司、上海华谊集团投资有限公司、上海天原（集团）有限公司、上海华谊新材料有限公司、双钱轮胎集团有限公司 6 家全资子公司；控股（股权比例超过 50%）广西华谊新材料有限公司、上海华谊集团财务有限责任公司、上海制皂（集团）有限公司、华谊集团（香港）有限公司、上海华谊工业气体有限公司、上海华谊信息技术有限公司 6 家公司；参股富美实（上海）农业科技有限公司、上海卡博特化工有限公司、上海阿科玛双氧水有限公司、上海华林工业气体有限公司、卡博特化工(天津)有限公司、巴斯夫上海涂料有限公司、上海国际油漆有限公司 7 家公司。

图 4：华谊集团参控股公司（截至 2024 年年报数据）



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

表 1: 华谊集团控股、参股公司业务版图 (截至 2024 年年报数据)

公司名称	业务性质	主要产品	股权%
上海华谊能源化工有限公司	制造、服务、贸易	甲醇、醋酸	100
上海华谊精细化工有限公司	制造、批发、运输	涂料、油漆、树脂	100
上海华谊集团投资有限公司	投资、贸易、服务、制造	塑料、树脂	100
上海天原(集团)有限公司	实业投资、制造、货运代理、国内国际贸易等	塑料件、树脂、医用料	100
上海华谊信息技术有限公司	技术开发	软件开发	51.21
上海华谊新材料有限公司	制造业	丙烯酸、丙烯酸酯	100
广西华谊新材料有限公司	制造业	丙烯酸、丙烯酸酯	60
上海华谊集团财务有限责任公司	金融业	金融服务	64
上海制皂(集团)有限公司	制造	肥皂、油墨、电池	60
双钱轮胎集团有限公司	制造	轮胎	100
华谊集团(香港)有限公司	制造、投资及融资、贸易	轮胎	51
上海华谊工业气体有限公司	制造	醋酸、工业气体、合成氨	60
富美实(上海)农业科技有限公司	制造	农药	20
上海卡博特化工有限公司	制造	橡胶用各类炭黑	30
上海阿科玛双氧水有限公司	制造	双氧水	33.33
上海华林工业气体有限公司	制造	一氧化碳、氢气	50
卡博特化工(天津)有限公司	制造	橡胶用各类炭黑	30
巴斯夫上海涂料有限公司	制造	OEM 汽车涂料、汽车零部件涂料和摩托车涂料产品等	40
上海国际油漆有限公司	制造	船舶、海洋工程、游艇的油漆涂料等	34

资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

1.3.3. 集团拥有一系列知名品牌

公司拥有一系列中国名牌、中华老字号和上海老字号、上海名牌等著名商标。其中中华老字号和上海老字号品牌产品有“双钱”牌轮胎、“飞虎”牌涂料、“眼睛”牌油漆、“光明”牌油漆、“一品”牌颜料、“牡丹”牌油墨、“白象”牌电池、“蜂花”牌香皂及“回力”牌运动鞋等。

图 5: 公司拥有一些列国家知名品牌



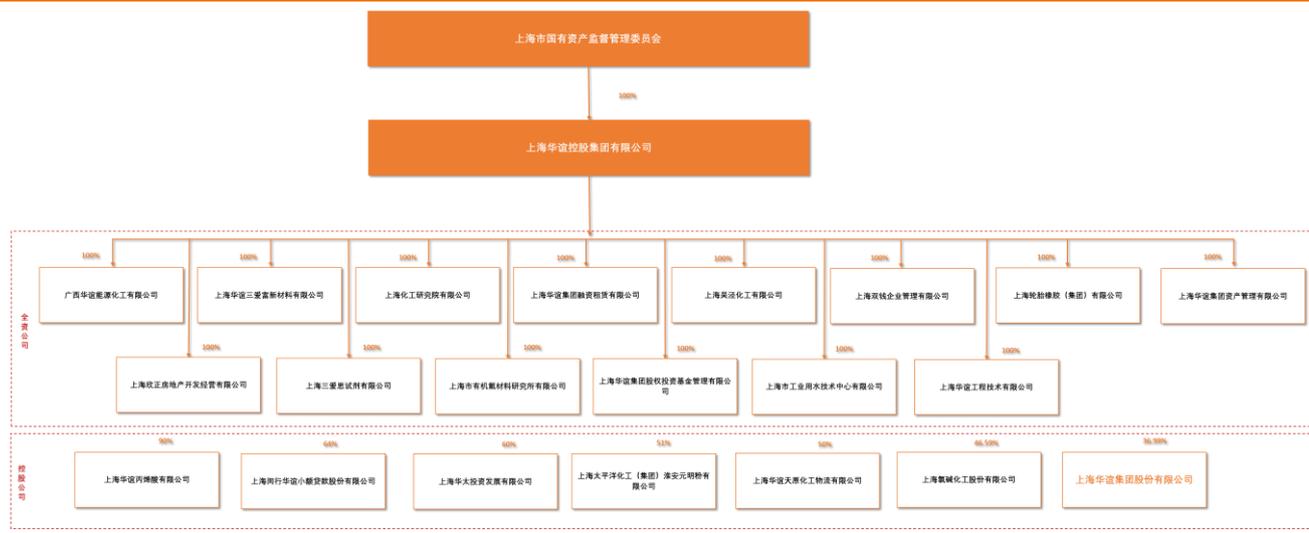
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

1.4. 控股股东上海华谊控股集团及上市公司拥有较大业务版图，联营、合营企业众多

根据控股股东上海华谊控股集团有限公司 25 年发行的一般中期票据公告，截至该公告发布日期，纳入控股股东上海华谊合并范围二级子公司共 22 家，其中 15 家为 100%控股子公司，7 家为纳入合并范围非全资子公司。

截至 2024 年年报，上市公司华谊集团主体关联企业包括：联营企业 1 家，子公司合营企业 3 家，子公司联营企业 31 家，控股股东联营企业 17 家，最终受同一控制方控制企业 59 家。公司及控股股东业务版图大，联营、合营企业众多。

图 6：控股股东上海华谊控股集团有限公司截至 2024 年 3 月末，纳入合并范围的二级子公司情况



资料来源: Wind, 25 上海华谊 MTN002 公告, 天风证券研究所

1.4.1. 公司合作众多头部外资企业

公司通过联营（子公司联营）与众多外资企业合作，与之合作的企业包括巴斯夫、国际油漆、藤仓化成、阿科玛、卡博特、林德、威立雅、富美实、环球分子筛等欧洲、日本等国家和地区的化工巨头。

表 2：公司中外合资联营企业众多

子公司的联营企业	合营企业
	巴斯夫上海涂料有限公司
	上海国际油漆有限公司
	上海藤仓化成涂料有限公司
	藤仓化成涂料（天津）有限公司
	藤仓化成（佛山）涂料有限公司
	上海阿科玛双氧水有限公司
	上海卡博特化工有限公司
	卡博特化工（天津）有限公司
	上海林德二氧化碳有限公司
	林德气体（广西）有限公司
	威立雅环保科技（钦州）有限公司
	富美实（上海）农业科技有限公司
	上海环球分子筛有限公司

资料来源: Wind, 天风证券研究所

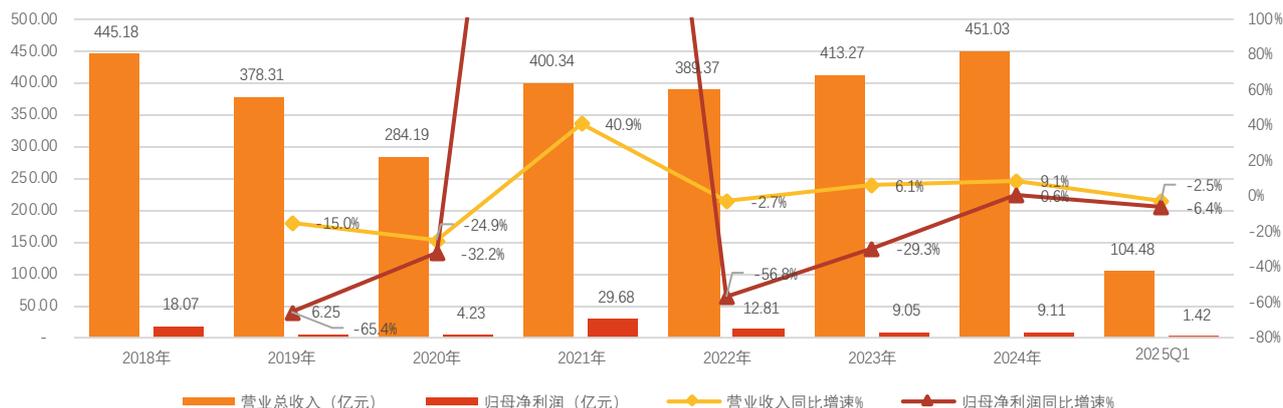
2. 公司财务情况

2.1. 公司收入增长和拆分

华谊集团 2024 年实现营业收入 451.03 亿元，同比+9.1%，收入创 2018 年以来新高。2025 年一季度，实现营业收入 104.48 亿元，同比-2.5%。公司 2020 年营业收入为 2018 年以来低点，2021 年快速回复，营业收入单年度同比+40.9%，虽然 2022 年有所回落，但公司 2023-2024 年实现连续两年营业收入的正增长，2024 年营业收入 451.03 亿元创 2018 年以来新高。

利润方面，公司 2024 年实现归母净利润 9.11 亿元，同比+0.6%，2025 年一季度，公司实现归母净利润 1.42 亿元，同比-6.4%。回顾历史，2021 年为公司归母净利润高点，实现归母净利润 29.68 亿元，虽然 2022-2023 年逐步回落，但在 2024 年，公司实现归母净利润同比回升。

图 7：华谊集团收入、归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 公司五大业务板块，周期性和稳定性并存

公司业务主要分为先进材料、绿色轮胎、能源化工、精细化工、化工服务五大核心业务板块，2024 年分别产生营业收入 132.32/109.41/69.05/64.27/66.40 亿元，占总营业收入比重分别为 29%/24%/15%/14%/15%。

表 3：公司主要业务板块及产品

主要产品	下游应用	2024 年收入 (亿元)	2024 年收入占比	2024 年收入增速
先进材料 包括丙烯酸及酯、丙烯酸催化剂、高吸水性树脂等	产品广泛应用于涂料、胶黏剂、合成橡胶、水处理以及卫生用品等领域	132.32	29%	30%
绿色轮胎 包括载重胎、乘用车胎、工程胎等	产品广泛应用于卡车、客车、乘用车以及采矿和农业车辆等领域，并为众多汽车制造厂提供原厂配套	109.41	24%	7%
能源化工 包括甲醇、醋酸、醋酸乙酯、合成气等基础化学品和清洁能源产品	广泛应用于医药、农业、建筑、纺织和新能源汽车等领域	69.05	15%	-3%
化工服务 包括化工贸易、化工投资、信息技术等	为化工制造提供相应的配套贸易、投资、信息化服务等	66.40	15%	4%
精细化工 包括工业涂料、颜料、油墨、日用化学品等	产品广泛应用于家电、汽车、高铁、航空航天、海洋工程、建筑、医药、食品、化妆品等领域	64.27	14%	-1%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

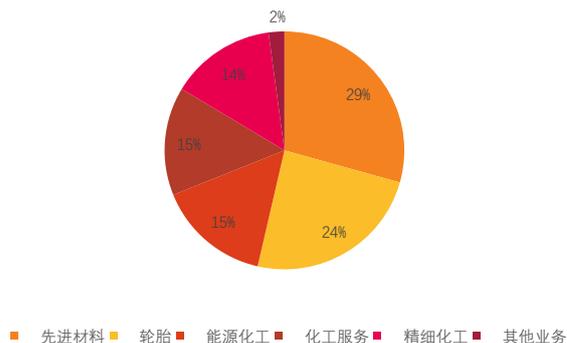
图 8：公司各版块收入情况（单位：亿元）

图 9：2024 年公司各版块收入占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

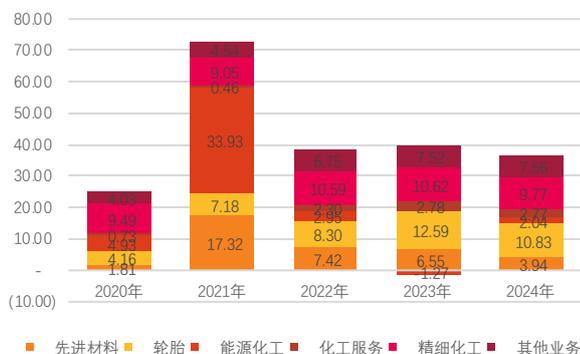
毛利方面先进材料、绿色轮胎、能源化工、精细化工、化工服务五大核心业务板块毛利贡献占比分别为 10.7%/29.4%/5.5%/26.5%/7.5%，其中绿色轮胎、精细化工两个业务领域贡献毛利均超过 25%，是公司利润重要来源。



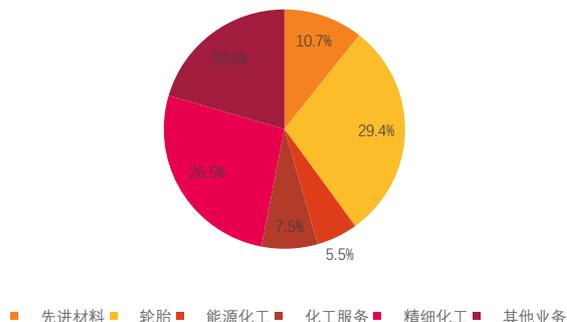
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10: 公司各版块毛利情况 (单位: 亿元)

图 11: 2024 年公司各版块毛利占比



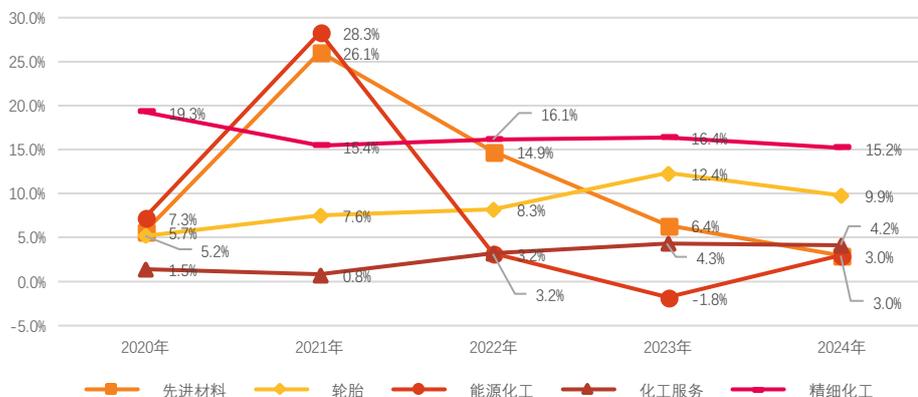
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

盈利能力来看, 公司先进材料、能源化工板块毛利率波动较大, 2021 年由于产品价格快速上行, 两个板块整体毛利率快速提升至 26.1%/28.3%, 这两个板块受到行业景气产生周期性波动, 2024 年先进材料、能源化工板块毛利率分别为 3.0%/3.0%。相比而言, 精细化工、轮胎、化工服务板块毛利率则较为稳定, 2024 年三个板块毛利率分别为 15.2%/9.9%/4.2%。

图 12: 公司各版块毛利率水平

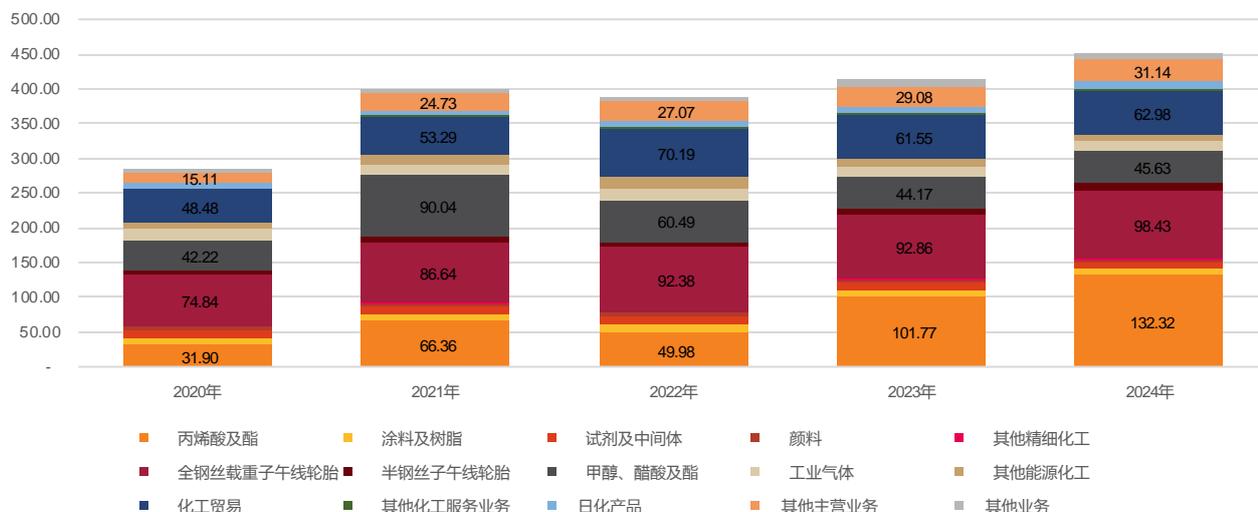


资料来源: Wind, 天风证券研究所

分产品来看, 公司丙烯酸及酯, 全钢载重子午线轮胎, 化工贸易, 甲醇、醋酸及酯四类主要产品 2024 年分别产生收入 132.32/98.43/62.98/45.63 亿元, 占公司总收入比重分别为

29.3%/21.8%/14.0%/10.1%，为公司贡献收入最大的四类产品。

图 13：公司主要产品收入情况（单位：亿元）



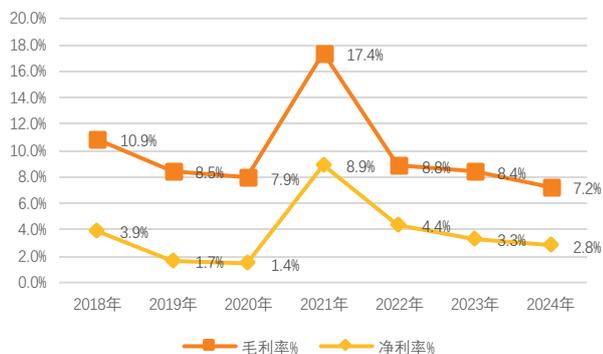
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 公司负债情况、各项费用和其他财务状况

2.3.1. 盈利能力存在明显周期性

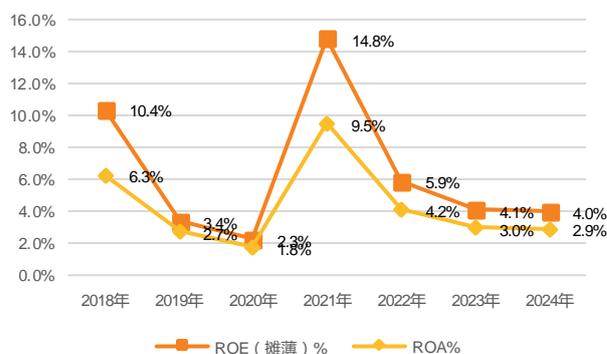
公司整体盈利能力存在周期性波动，毛利率和净利率水平在 2021 年一度增长至 17.4%/8.9%，随着化工行业景气波动，2024 年毛利率、净利率分别降至 7.2%/2.8%。而公司 ROE（摊薄）和 ROA 也受到景气周期影响，在 2021 年达到历史 5 年高点后，2024 年 ROE 和 ROE 分别回调至 4.0%/2.9%。

图 14：公司毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：公司 ROE、ROA 情况

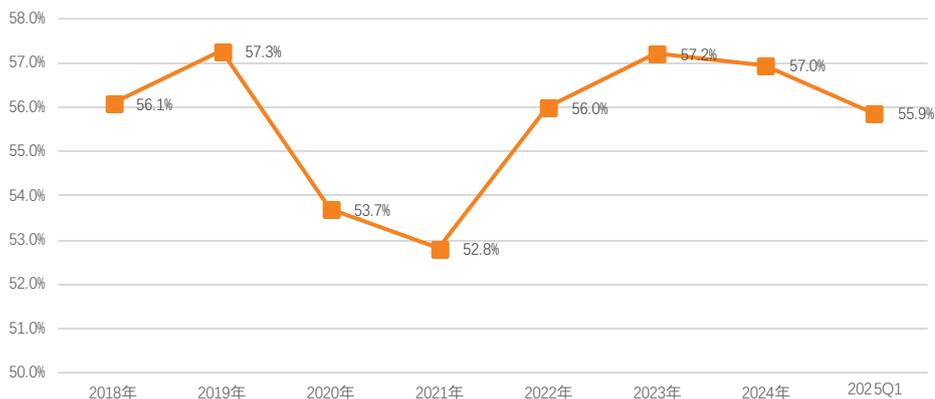


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3.2. 资产负债率较为稳定

公司资产负债率保持稳定，2018-2024 年资产负债率保持在 52-58%之间，较为稳定，2023 年以来稳中有降，截至 2025 年一季度，公司资产负债率为 55.9%。

图 16：公司资产负债率情况

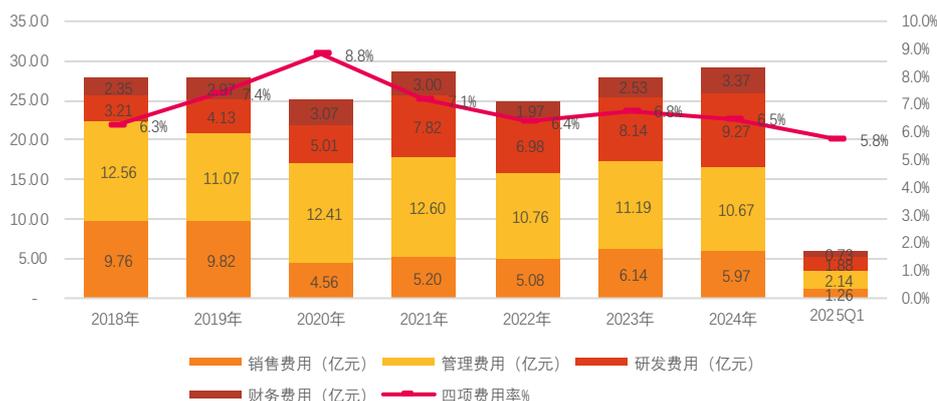


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.3.3. 各项费用总额稳定，费用占比随收入波动而波动

公司费用总额较为稳定，随着收入的增长，费用占总收入比例则下降明显。公司四项费用在 24-30 亿间波动，整体费用总金额较为稳定。2024 年公司四项费用占总收入比重为 6.5%，2025 年 Q1 则降为 5.8%。

图 17: 公司四项费用情况

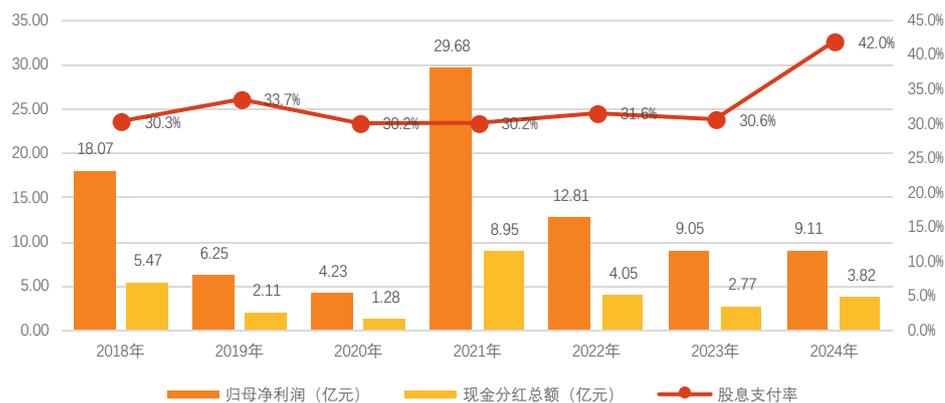


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.4. 公司重视股东回报，2021 年以来，分红支付率均高于 30%，2024 年有所提升

公司十分重视股东回报，2012 年以来，公司现金分红支付率未低于 30%，并在 2024 年提高股息支付比例至 42.0%。若按照当年收盘价（不复权）以及当年每股分红测算，公司除 2019-2020 年股息率低于 2% 以外，2020 年以来股息率均高于 2%，在 2021 年盈利水平较高年份，年度股息率达到 4.6%，而在公司 2024 年提高分红比例后，以 2024 年收盘价计算，当年股息率达到 2.6%。

图 18: 公司分红情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 公司按照当年收盘价 (不复权) 测算股息率

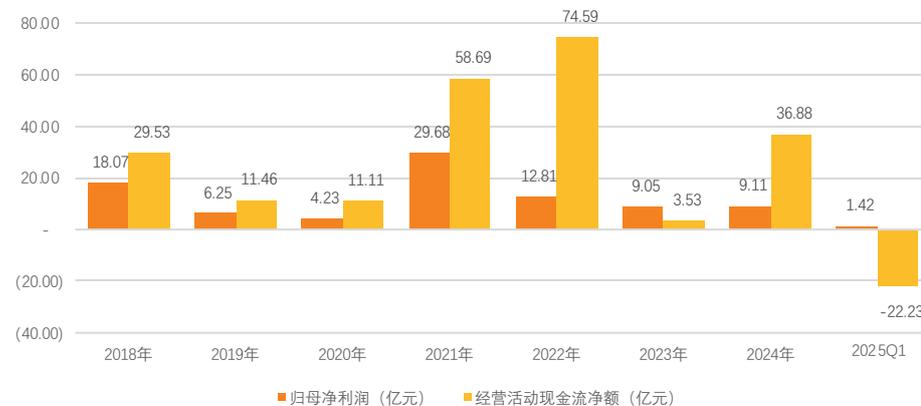


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.5. 公司经营活动现金流状况良好

公司经营活动现金流状况良好, 自 2018 年以来, 除 2023 年经营活动现金流净额和归母净利润差异为-5.53 亿元外, 其余年份均为正, 且 2018-2024 年累计差额达到 136.59 亿元。

图 20: 经营活动现金流及净利润情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

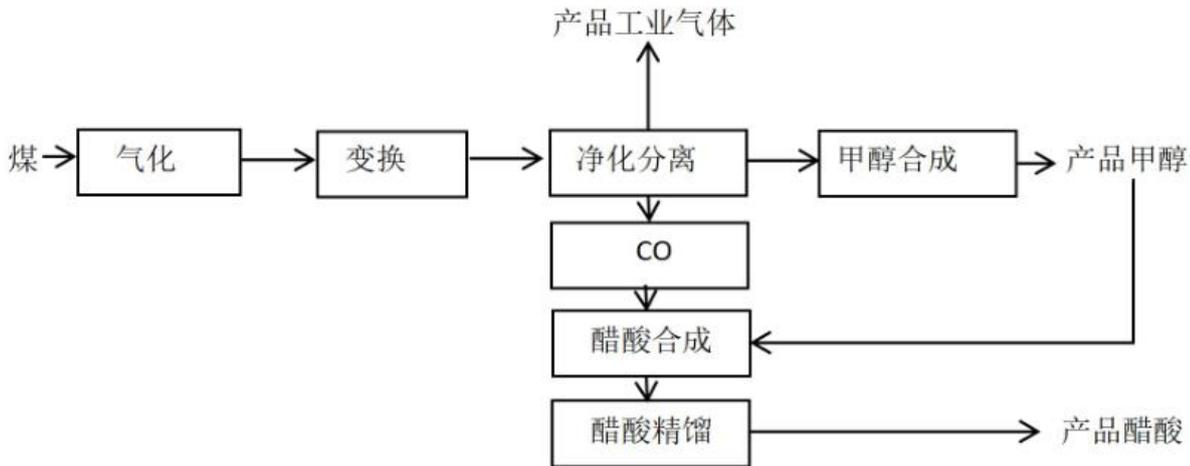
3. 重要板块公司所处地位和发展现状

3.1. 能源化工版块: 煤炭-合成气-甲醇-醋酸-醋酸酯产业链一体化版块, 醋

酸产能行业领先，广西华谊能源控股股东投资，公司负责销售

公司能源化工板块业务，主要产品包括甲醇、醋酸、醋酸乙酯、合成气等基础化学品和清洁能源产品。公司以煤为原料，经过煤气化工艺形成合成气。气化煤和氧气，经过不完全燃烧的混合气，经脱除杂质后在催化剂作用下合成得到粗甲醇，再通过精馏得到甲醇产品。醋酸生产采用甲醇低压羰基合成法的工艺生产路线，以甲醇和 CO 为原料，在催化剂和助催化剂的联合催化下进行连续反应生成醋酸。再经过闪蒸分离和精馏后得到合格的醋酸产品。

图 21：能源化工板块生产工艺



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司在能化本部、安徽华谊分别拥有甲醇产能 95/66 万吨，总产能 161 万吨，醋酸分别为 70/60 万吨，总产能 130 万吨，公司气体公司规划新建醋酸产能 80 万吨，预计 2025 年建设完成，届时公司将拥有甲醇 161 万吨，醋酸 210 万吨产能。根据公司 2024 年各个工厂产能利用率推算，公司 2024 年生产甲醇 114.66 万吨，综合开工率为 71.2%，生产醋酸 111.95 万吨，综合开工率为 86.1%。

表 4：公司甲醇、醋酸产能、产量及规划产能情况（截至 2024 年年报）

	能化本部	安徽华谊	总产能	在建产能	在建产能预计完工时间	2024 年产量	2024 年综合开工率
甲醇(万吨)	95	66	161			114.66	71.2%
醋酸(万吨)	70	60	130	80	预计 2025 年建成	111.95	86.1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：甲醇、醋酸及酯产销量及收入情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.1.1. 广西华谊能源，控股股东先行完成投资，通过华谊集团实现销售，后续承诺上市公司整体收购解决同业竞争

公司九届九次董事会审议通过了《关于公司及其全资子公司上海华谊能源化工有限公司与上海华谊（集团）公司就钦州项目签署同业不竞争协议的议案》。公司全资子公司能化公司在钦州市注册成立了“广西华谊能源化工有限公司”，广西钦州公司注册资本为 1,000 万元。

鉴于项目前期投入巨大，且投入初期风险较大，为缓解公司和能化公司的资金压力，使钦州项目能尽快建成投产，公司控股股东根据评估价 488.83 万元先期出资收购能化公司全资子公司广西钦州公司 100% 股权，并按照项目进度增加广西钦州公司注册资本到 36.88 亿元人民币。广西钦州公司已于 2017 年 8 月完成注册资本工商变更手续。

与此同时，为避免广西钦州公司建成投产并开始销售后与上市公司产生同业竞争的问题，经各方协商达成如下条款：

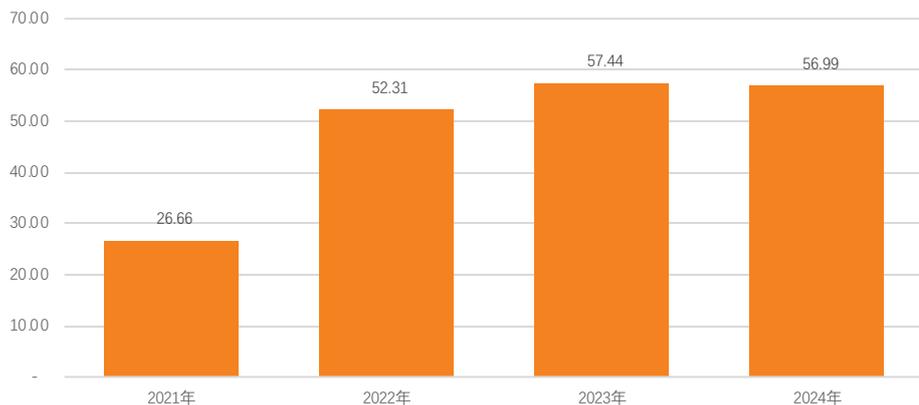
一、同意在钦州项目建成且广西钦州公司实现盈利后，将广西钦州公司 100% 股权根据评估确认价值转让给上市公司或其指定主体，具体受让方式由上市公司自行决定。未经上市公司同意，上海华谊不得将钦州项目出售给任何第三方，上海华谊出于融资目的调整广西钦州公司股权结构的，应以协议方式确保其他股东同意上述上市公司回购安排。

二、同意将自广西钦州公司后续工厂建设、竣工投产、具体经营，直至根据第一条约定完成上市公司收购广西钦州公司全部股权的整个过程中的项目管理和运营管理，全部委托能化公司的团队具体实施，具体由能化公司和广西钦州公司签订委托管理协议约定。

三、广西钦州公司投产后的产品只能通过能化公司销售，具体由双方另行签署协议进行约定，确保不影响能化公司现有的市场份额，并不与能化公司产生竞争关系。

由于《同业不竞争协议的议案》承诺，广西华谊能源化工销售产品全部通过公司进行销售，产生了关联交易，2022-2024 年关联交易金额稳定在 50 亿元以上，2024 年达到 56.99 亿元。此关联交易可以看作广西华谊能源的营业收入。

图 23: 广西华谊能源化工与华谊集团关联交易金额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.1.2. 公司及关联公司醋酸总产能行业领先

根据卓创资讯统计, 广西华谊能源化工醋酸产能 120 万吨, 根据公司公告, 华谊集团两个主体上海华谊和安徽华谊分别拥有醋酸产能 70/60 万吨, 广西华谊能化及华谊集团整体产能为 250 万吨, 占国内总产能的 19.4%, 公司醋酸总产能行业领先。并且公司气体公司规划了 80 万吨醋酸产能, 计划在 2025 年投产, 届时公司醋酸产能龙头地位将更加巩固。

表 5: 公司醋酸产能

	产能 (万吨), 占比 (%)
广西华谊能化	120
华谊集团	100
其中 上海华谊	70
其中 安徽华谊	60
总产能	250
中国醋酸总产能	1261
华谊集团市占率	10.1%
华谊集团及广西华谊能化总市占率	19.4%

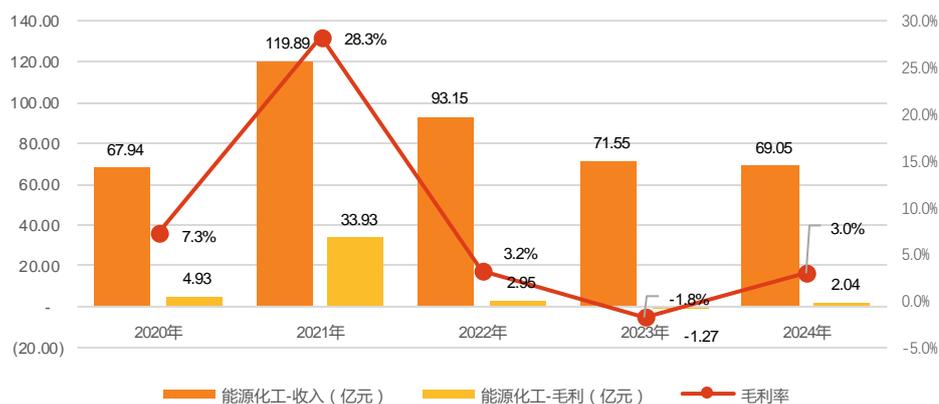
资料来源: 卓创资讯, Wind, 公司公告, 天风证券研究所

备注: 上海华谊、安徽华谊产能数据根据公司 2024 年年报进行调整

3.1.3. 能源化工板块盈利景气波动明显

公司能源化工板块收入和利润存在周期波动, 2021 年能化板块实现收入 119.89 亿元, 实现毛利 33.93 亿元, 为 2020 年以来高点, 而 2023 年该板块毛利则为 -1.27 亿元, 出现毛利亏损。2024 年, 能源化工板块实现营业收入 69.05 亿元, 实现毛利 2.04 亿元。

图 24: 能源化工板块收入和盈利状态



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2. 中国较早的轮胎企业，“双钱”、“回力”品牌影响力强

1990年6月19日，根据上海市政府强强联合、组建企业集团的要求，建厂于上世纪20年代，国内最早生产轮胎的上海大中华橡胶厂和上海正泰橡胶厂组建了“上海轮胎橡胶(集团)公司”。1992年5月，双钱轮胎(此章节内“公司”均为双钱轮胎)成为国内轮胎行业首家发行A/B股的上市公司，更名为“上海轮胎橡胶(集团)股份有限公司”；2007年5月，为进一步提升集团品牌知名度，因循国际国内品牌名与公司名一致的做法，更名为“双钱集团股份有限公司”；2016年8月，双钱轮胎公司控股股东完成整体上市后，轮胎板块独立组建为“双钱轮胎有限公司”，2017年7月，更名为“双钱轮胎集团有限公司”。

公司主要产品有全钢子午线载重汽车轮胎、全钢子午线轻型载重汽车轮胎、全钢子午线工程车辆轮胎、全钢子午线工业车辆轮胎、农业子午线轮胎、半钢子午线乘用车轮胎、斜交载重汽车轮胎、斜交轻型载重汽车轮胎、斜交工程工业轮胎等。公司享有自营进出口权，产品销往国外一百多个国家和地区，国内市场覆盖各省、市和自治区，同时为中集集团、郑州宇通、厦门金龙、沃尔沃等30余家汽车制造厂配套，并进入欧美原配胎市场，与SCHMITZ CARGO、Caterpillar、Autocar、UTILITY TRAILER等著名汽车厂商的卡车、校车、工程机械车辆配套，而且还进入了以J.B.HUNT等著名物流公司为代表的欧美主流市场。

公司的创业者于1929年和1935年分别创立了我国橡胶行业民族品牌“双钱”和“回力”，将引进技术与自主创新相结合，研发制造了中国轮胎行业的多个领先，培育和带动了中国轮胎产业的发展。

图 25：双钱轮胎商标



图 26：回力轮胎商标



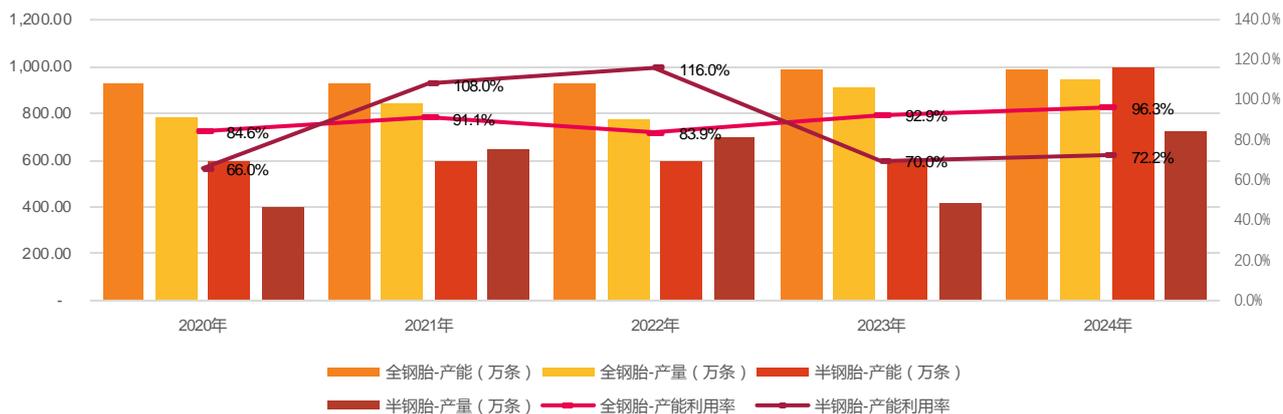
资料来源：双钱轮胎官网，天风证券研究所

资料来源：双钱轮胎官网，天风证券研究所

3.2.1. 全钢胎为主，半钢胎 2024 年产能提升

截至 2024 年，公司拥有江苏、重庆、新疆、泰国四个载重轮胎基地，以及安徽乘用车轮胎基地。2024 年公司全钢胎（载重轮胎）总产能为 985 万条/年，半钢胎（乘用车）1000 万条/年。其半钢轮胎产能在 2020 年由 600 万条/年提升至 2024 年 1000 万条/年，全钢胎产能则在 2023 年有所增加，泰国工厂由 120 万条/年提升至 180 万条/年，使得全钢轮胎总产能由 925 万条/年提升至 985 万条/年。

图 27：公司轮胎产能、产量及产能利用率

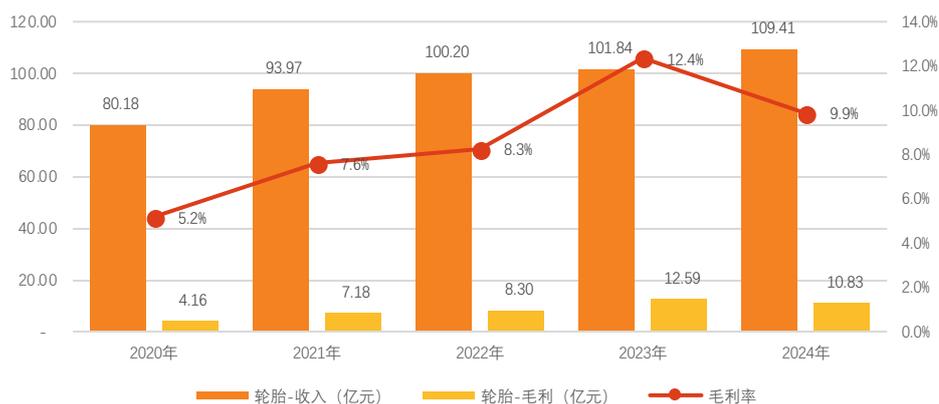


资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2.2. 轮胎板块收入稳步提升, 毛利率逐步抬升

轮胎板块公司 2024 年实现营业收入 109.41 亿元, 实现 2020 年以来连续 4 年逐步抬升, 实现毛利 10.83 亿元, 公司毛利率由 2020 年的 5.2% 提升至 2023 年的 12.4%, 虽然 2024 年有所下滑, 但 9.9% 的毛利率仍然高于 2020-2022 年。公司收入逐步上行过程中, 毛利率中枢也实现了抬升。

图 28: 轮胎板块收入、毛利、毛利率情况

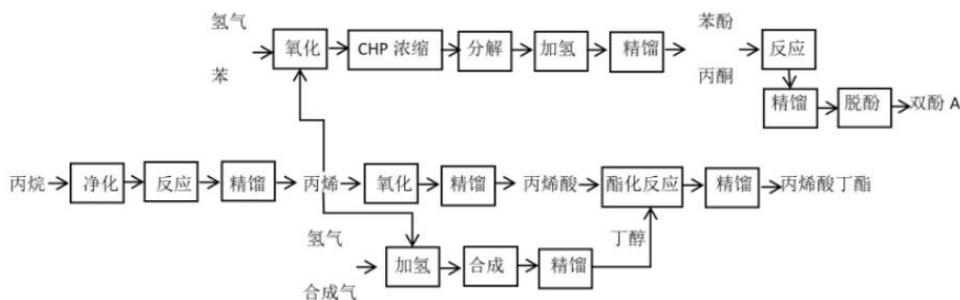


资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.3. 先进材料版块: 丙烷-丙烯酸及酯产业链布局完成, 广西钦州实现产业链再延伸

公司先进材料业务主要产品包括丙烯酸及酯、丙烯酸催化剂、高吸水性树脂等, 产品广泛应用于涂料、胶黏剂、合成橡胶、水处理以及卫生用品等领域。随着广西钦州基地项目投产, 公司围绕丙烷-丙烯-丙烯酸-丙烯酸酯这条产业链完成了一体化布局, 未来钦州基地将向下游将产业链进一步延伸, 先进材料板块一体化布局有望进一步加强。

图 29: 先进化工材料板块流程



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司先进材料板块丙烯酸及酯产能分布在上海、广西钦州两个基地，其中上海基地拥有丙烯酸产能 32 万吨，广西华谊拥有丙烯 75 万吨、双酚 A 20 万吨。公司在广西钦州规划的 32 万吨丁辛醇和 20 万吨环氧树脂，将依托广西钦州基地产业链向下进一步延伸，实现产品附加值的提升，预计在 2026-2027 年陆续投产。

表 6: 公司 2024 年先进材料板块产能及在建产能 (单位: 万吨)

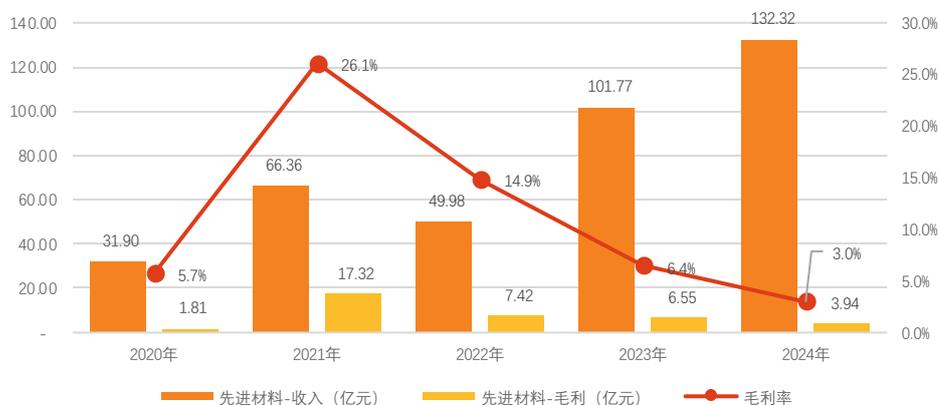
	上海	广西华谊	总产能	在建产能-广西华谊	在建产能预计完工时间
丙烯		75	75		
丙烯酸	32		32		
双酚 A		20	20		
丁辛醇				32	预计 2026 年建成
环氧树脂				20	预计 2027 年建成

资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.3.1. 钦州基地投产，先进材料板块收入体量上新台阶，盈利存在周期波动

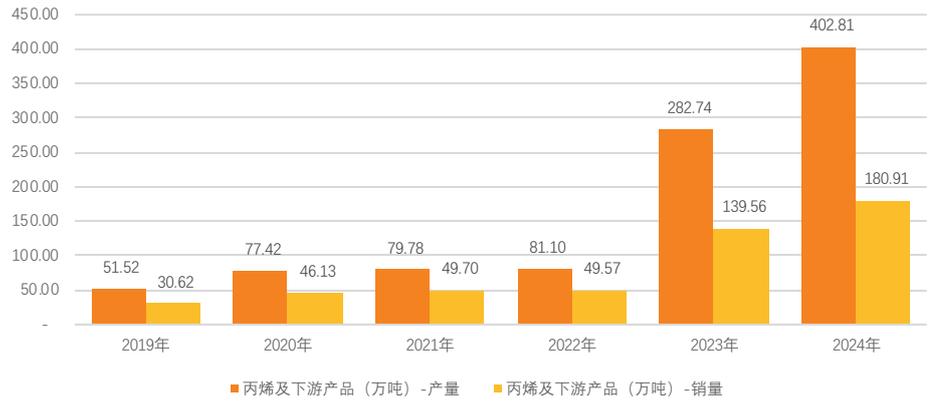
公司先进材料板块受到 2023 年广西钦州基地投产影响，产能、产量及收入自 2023 年迎来高速增长，2024 年丙烯及下游产品总销量达到 180.91 万吨，同比+29.6%。虽然收入体量快速增长上新台阶，但毛利率则受到整体景气影响，自 2021 年的 26.1%，下滑至 2024 年的 3.0%，毛利从 17.32 亿元，下滑至 2024 年的 3.94 亿元，整体盈利存在周期性。

图 30: 公司先进材料收入、毛利及毛利率情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 31: 公司丙烯及其下游产能及产量情况

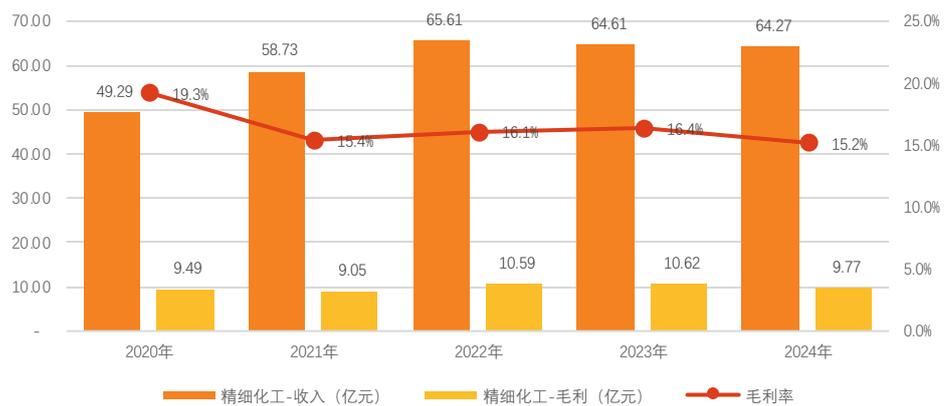


资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.4. 精细化工版块：布局涂料、颜料、油墨、日用化学品等多领域，收入毛利稳定

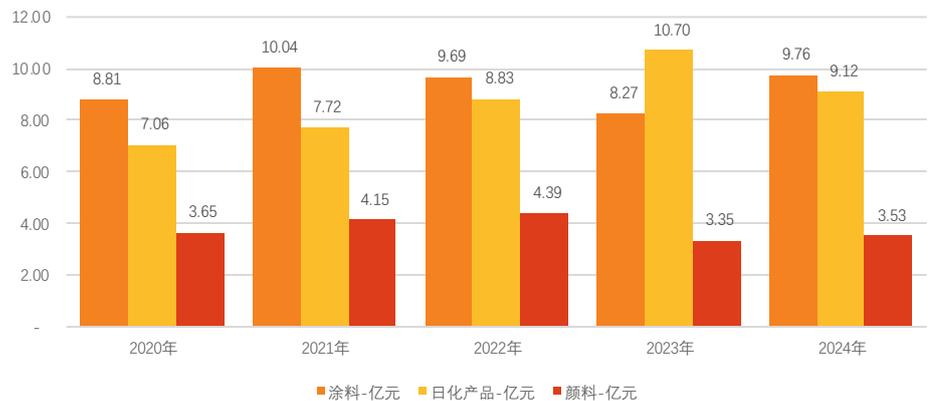
精细化工业务主要产品包括工业涂料、颜料、油墨、日用化学品等，产品广泛应用于家电、汽车、高铁、航空航天、海洋工程、建筑、医药、食品、化妆品等领域。公司精细化工板块 2024 年实现营业收入 64.27 亿元，实现毛利 9.77 亿元，2022 年以来收入、毛利较为稳定。精细化工板块中，涂料/日化/颜料 2024 年分别实现收入 9.76/9.12/3.53 亿元。

图 32：公司精细化工业务收入、毛利、毛利率情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 33：涂料、日化、颜料产品收入



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 合并三爱富，制冷剂板块发展情况

4.1. 公司收购三爱富 60%股权

2025年3月公司公告，围绕公司聚焦新材料、强化科技创新的发展原则，为进一步推进公司在氟化工产业的战略布局，提高综合竞争力，实现协同效应，拟以现金方式收购上海华谊持有的三爱富60%的股权。鉴于上海华谊为公司控股股东，本次交易构成关联交易。

2025年5月6日召开第十一届董事会第四次会议，公司审议通过了《关于收购上海华谊三爱富新材料有限公司60%股权暨关联交易的议案》，公司同意以现金方式收购上海华谊控股集团有限公司持有的上海华谊三爱富新材料有限公司60%股权。

2025年5月公司公告，本次交易价格以评估基准日2024年12月31日三爱富全部权益价值的评估值为基础，经交易各方友好协商，三爱富60%股权交易价格为人民币40.91亿元。根据资产基础法评估，三爱富合并口径归母所有者权益评估值为68.2亿元，增值率为15%。

4.2. 三爱富：深耕氟化工领域

4.2.1 氟化工领先企业，2024年受行业压力影响收入利润同比下滑

三爱富是全球氟化工行业20强企业，通过长期深耕于有机氟化工业务，已建立全面的有机氟化学产品线，产品广泛应用在新能源、电子信息、航空航天、石油化工、建筑桥梁等领域，在氟化工领域建立了较强的核心竞争力。

表 7：三爱富产品介绍

产品种类	基本情况
含氟聚合物	PVDF、FEVE 等产品市场占有率位居行业前列；自主研发的可应用于半导体设备关键部件材料的高端 PTFE、PFA、PVDF 树脂已进入下游客户验证阶段。
含氟精细化学品	六氟环氧系列、电子特气等高端产品均已进入产业化阶段。
氟橡胶	特种氟橡胶产品性能优异，已装配在多个型号的卫星与航天器上，并用于国内外半导体领域的密封材料。
氟碳化学品	第四代制冷剂 HFO1234yf、HFO1336 产品已实现规模化生产，产业化能力居于行业前列。
聚酰亚胺材料	开发并建立了千吨级的柔性显示基底用聚酰亚胺材料产能，下游已覆盖国内主流显示面板企业。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2024年，三爱富实现收入46.2亿元，同比-13%，毛利8.3亿元，同比-13%，归母净利润2.6亿元，同比-25%。2024年经营现金流净额为5.2亿元，年内资本开支为12.6亿元。

表 8：三爱富合并口径财务指标

合并口径财务指标	2024	2023
收入（亿元）	46.2	52.9
同比	-12.7%	
营业成本（亿元）	37.86	43.35
毛利（亿元）	8.34	9.55
同比	-12.7%	
毛利率	18.1%	18.1%
销售费用（亿元）	0.3	0.3
管理费用（亿元）	2.0	1.8
研发费用（亿元）	2.4	2.5
财务费用（亿元）	-0.1	-0.1
期间费用（亿元）	4.6	4.5
期间费用率	9.9%	8.5%

归母净利润 (亿元)	2.6	3.4
同比	-24.7%	
经营现金流净额 (亿元)	5.2	5.0
构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (亿元)	12.6	12.0

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2.2 三爱富(邵武)氟化学产业基地为三爱富重点在建项目，围绕含氟精细化学品、PVDF 展开

主要在建产能：根据《上海华谊三爱富新材料有限公司评估报告》，三爱富在建工程预算总额为 55.9 亿元，其中三爱富(邵武)氟化学产业基地项目投资额共计 26.5 亿元，占比接近一半。

表 9：2024 年三爱富在建工程

项目名称	建设主体	预算数 (亿元)	工程累计投入 占预算比例(%)	工程进度
三爱富(邵武)氟化学产业基地项目二期工程	福建华谊三爱富氟佑新材料有限公司	17.4	59.19	项目建设阶段
三爱富(邵武)氟化学产业基地项目一期工程		9.1	99.51	项目验收阶段
60000t/a 二氟乙烯 (F152a) 项目	内蒙古三爱富万豪氟化工有限公司	4.9	54.7	项目建设阶段
年产 6000 吨偏氟乙烯 (VDF)、副产品 32500 吨 盐酸技改项目 (含土建工程)	常熟三爱富氟化工有限责任公司	3.3	79.28	项目建设阶段
新建 13000t/aPVDF 配套 13000t/aVDF、 20000t/aF142b 项目	内蒙古三爱富万豪氟化工有限公司	8.1	94	已转固
年产 5800 吨涂料用氟树脂技改项目	常熟三爱富中昊化工新材料有限公司	2.0	9.87	项目建设阶段
年产 16000 吨偏氟乙烯 (VDF) 建设项目	常熟三爱富振氟新材料有限公司	6.7	1.51	项目建设阶段
新建含氟聚合物项目 (三期)	-	4.3	1.87	项目建设阶段
合计		55.9		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

根据环评报告，一期工程主要建设 PPVE、六氟异丙醇、双酚 AF、全氟聚醚等含氟精细化学品；二期主要聚焦于聚偏氟乙烯系列产品。

表 10：三爱富(邵武)氟化学产业基地项目一期工程主要产品

装置名称	产品名称	验收规模 (t/a)	备注
HFPO 装置	HFPO	3000	2570 吨作为 PPVE/六氟丙酮原料，其余外售
	PPVE	200	
PPVE 装置	六氟环氧丙烷三聚体	80.36	同一套装置中进行，全年约 150 天用于生产 PPVE，约 150 天用于生产 PMVE, PEVE
	PMVE	80	
	PEVE	100	
六氟丙酮装置	六氟丙酮	2000	外售 357 折合无水六氟丙酮 269，其余用作双酚 AF、六氟异丙醇等装置的原料
双酚 AF 装置	粗品	500	
	精品	500	
六氟异丙醇装置	六氟异丙醇	1000	
全氟聚醚装置	全氟聚醚	500	
F2 装置	氟氨气	250	产品 185.71，其余 64.29 用作全氟聚醚装置的原料
三氟乙酸装置 /MVR	三氟乙酸	356	
	三氟乙酸乙酯	15	
	氟化钾	567.28	

焚烧装置 氟化氢 5000 副产品

资料来源：环评报告，天风证券研究所

表 11：三爱富（邵武）氟化学产业基地项目二期工程主要产品

主要产品	产能（万吨）
AHF	3
乙炔	2.7
R152a	6.275
R142b	3
VDF	1.9
PVDF	1.6

资料来源：南平市人民政府门户网站，天风证券研究所

4.2.3 常熟三爱富中昊化工新材料、常熟三爱富氟化工为重点子公司，二者利润加和占公司利润的八成以上

三爱富拥有 3 家全资子公司，3 家控股公司，2 家参股公司，从净利润贡献角度看，常熟三爱富中昊化工新材料 2024 年净利润为 2 亿元，常熟三爱富氟化工 24 年净利润为 0.43 亿元，按照持股比例计算，二者净利润加和为 2.2 亿元，占公司归母净利润的 85%，2023 年该占比为 84%。

表 12：三爱富子公司统计

公司名称	成立时间	注册资本（万元）	持股比例%	净资产（万元）
常熟三爱富振氟新材料有限公司	2007/10/16	20,600.00	100	112,872.34
上海华谊三爱富化工销售有限公司	2018/8/2	5,000.00	100	5,463.62
内蒙古三爱富万豪氟化工有限公司	2006/8/16	41,275.00	100	203,084.11
常熟三爱富中昊化工新材料有限公司	2001/10/18	12,000.00	90	264,947.11
常熟三爱富氟化工有限责任公司	1994/3/18	2,830.00	90	77,289.20
福建华谊三爱富氟新材料有限公司	2020/4/23	91,237.50	80	86,997.01
福能三爱富（浦城）矿业开发有限公司	2018/12/24	28,000.00	30	30,908.33
苏州聚萃材料科技有限公司	2017/4/20	286	10	4,672.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

常熟三爱富中昊化工新材料：

公司专业从事 ODS（消耗臭氧层物质）替代品、含氟制冷剂、含氟精细化学品、含氟聚合物及氟碳涂料等产品的研发、生产和销售，是一家综合性的氟化工生产企业。

产业在线数据显示，2023 年常熟三爱富中昊共有 HFO-1234yf 产能 6 千吨/年，2023 年 10 月建设《年增产 1200 吨四氟丙烯 1234yf、500 吨六氟丙烷 236ea、150 吨四氟丙烯 1234ze（E）及副产品 1200 吨有水氢氟酸技术改造项目》。本次扩建完成后，该公司将拥有 HFO-1234yf 产能 7200 吨/年、HFO-1234ze(E)产能 150 吨/年。

常熟三爱富氟化工有限责任公司：

常熟三爱富氟化工有限责任公司位于常熟市海虞镇福山，是专业从事含氟高分子材料及含氟精细化学品、氟利昂替代品、哈龙替代品及相关产品的研究、开发及生产的企业。2025 年 4 月，常熟三爱富氟化工有限责任公司《年产 6000 吨三氟氯乙烯、副产品 13200 吨盐酸、1200 吨氢氟酸项目》进行环境影响评价第二次公示，该项目建设完成后，公司主要外售产品为 F113a2.4 万吨，CTFE0.9 万吨，HFP0.4 万吨。

表 13：常熟三爱富氟化工有限责任公司产能梳理

产品（含副产品）名称	实际能力(吨/年)	备注
------------	-----------	----

	建设前	建设后	增量	
AHF (无水氟化氢)	30000	30000	0	部分自用部分外售
F113a (1,1,1-三氯二氟乙烷)	24000	≤24000	0	
CTFE (三氟氯乙烯) -老 CTFE 项目	3000	3000		外售, 动态调节产能
CTFE (三氟氯乙烯) -本次技改项目		6000		
F141b (1,1-二氯-1-氟乙烷)	12632	0	-12632	
F142b (副产品)	28	0	-28	产能取消
混酸 (副产品)	179.28	0	-179.28	
盐酸 (副产品)				
老 CTFE 项目	14314.92	14314.92	0	
老 F113a 项目	28275.87	28275.87	0	
HFP 项目	34300	34300	0	
F113a 项目	55000	55000	0	副产品外售园区内其他单位
VDF 项目	32500	32500	0	
本次技改项目	0	13200	13200	
合计	164390.79	177590.79	13200	
氢氟酸 (副产品)	5330	≤6530	1200	副产品外售
HFP	4000	4000	0	
四氯乙烯	5000	5000	0	
氯化锌 (副产品)	7500	7500	0	
氟硅酸 (副产品)	19066.61	19066.61	0	
硫酸钙 (副产品)	111288.04	111288.04	0	
VDF (偏氟乙烯)	6000	6000	0	
F113 (1,2,2-三氯二氟乙烷)	34571.4	34571.4	0	用于 F113a 及 CTFE 生产
F142b	10000	10000	0	用于 VDF 生产
TFE (四氟乙烯)	5333.33	5333.33		全部用作厂内 HFP 生产
F112	2500	2500	0	全部用作厂内 F113 生产

资料来源: 环评报告, 天风证券研究所

4.3 四代制冷剂、氟聚合物、氟精细化学品行业梳理

4.3.1 四代制冷剂

第四代氟制冷剂氢氟烯烃 (HFOs) ODP 为零, GWP 低, 且大气停留时间短, 化学性能稳定, 目前被认为理想的 HFCs 替代品。

目前海外已开始使用 R1234yf 替代 R134a, 据 RefrigerantHQ 数据, 2019 年美国销量最高的 50 种汽车中, 仅有 15 种使用 R134a, 从使用量的角度, 根据 EPA 数据, 2022 年美国新车中 1234yf 占比已经达到 97%。但国内汽车空调制冷剂中 R134a 占比为 98%, R1234yf 占比极低, 主要应用于高端车型如蔚来与沃尔沃的部分车型。

表 14: 全球四代制冷剂产能不完全统计

国内产能	现有及在建产能情况
三爱富	现有产能为 6000 吨 1234yf, 在建产能包括 1200 吨 R1234yf+150 吨 R1234ze
永和股份	在建产能 4.3 万吨
三美股份	在建 HFO-1234yf 产能 1 万吨
巨化股份	现有产能 8000 吨, 新建+技改产能近 5 万吨
阿科玛	3000 吨产能
中欣氟材	5000 吨 R1234ze+1 万吨 1233zd
海外产能	现有及在建产能情况
科慕	现有 R1234yf 产能 1.2-1.8 万吨

霍尼韦尔

现有 R1234yf 产能大于 1 万吨, 1234ze 产能约 9000 吨左右

资料来源: Wind, 各公司公告, 天风证券研究所

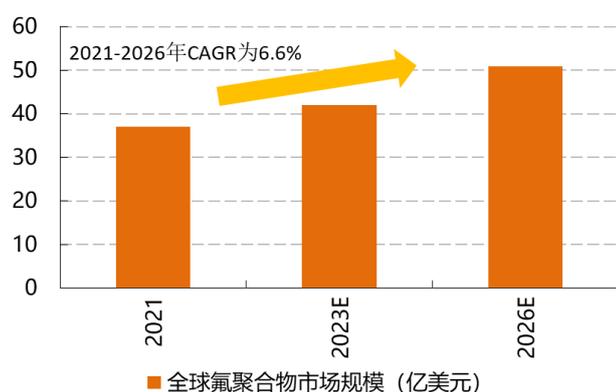
4.3.2 氟聚合物: 预计我国市场规模约为 149 亿元

氟聚合物种类繁多, 大类产品主要有氟树脂、氟橡胶、氟材料: 大部分含氟聚合物单品市场均较小; 按市场规模, 全球约 90% 的氟聚合物市场被 PTFE (聚四氟乙烯) 系列、PVDF (聚偏二氟乙烯) 系列、FEP (全氟乙烯丙烯共聚物) 系列、FKM (氟橡胶) 系列所占据; 其中, PTFE 系列是最重要的氟聚合物, 占据全部含氟聚合物的一半以上。

氟聚合物性能优异, 应用领域广泛: 氟聚合物具有优异的耐化学品性、耐候性、耐久性、耐溶性、电绝缘性、高透光、低折射率、低表面能、阻隔性、抗高温性、自润滑性、电性能、自阻燃、自洁净以及超强的抗氧化性等独特性能, 广泛应用于国防、航天原子能等尖端工业部门和电子信息、电气、环保、新能源、化工、机械、仪器仪表、交通运输、建筑、纺织、金属表面处理、制药、医疗、纺织、食品、冶金冶炼等各工业部门, 并向新能源、航空航天、5G 通讯、国防军工、高端装备制造等高端领域拓展。

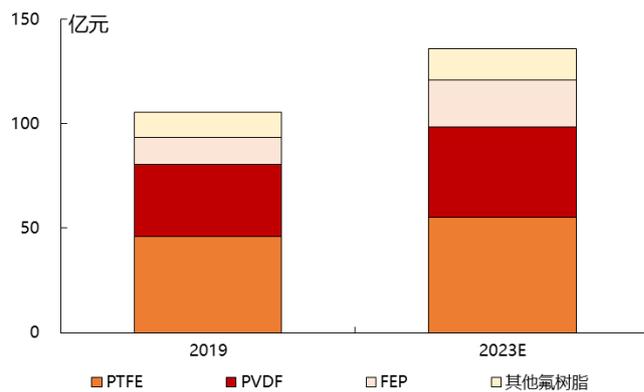
预计 2023 年全球氟聚合物市场规模为 42 亿美元, 中国为 149 亿元: 根据智研咨询数据, 预计 2023 年全球氟聚合物市场规模为 42 亿美元, 预期 2026 年将增长至 51 亿美元; 预测 2023 年我国氟树脂市场规模为 136 亿元, 根据昊华科技 2023 年年报, 2023 年我国氟橡胶表观消费量在 1.7 万吨, 若按照卓创资讯统计的 2023 年氟橡胶均价 7.5 万元/吨计算, 2023 年我国氟橡胶市场规模约为 12.8 亿元, 即 2023 年我国氟聚合物市场规模约为 149 亿元, 约占全球市场规模的 50.6%。

图 34: 全球氟聚合物市场规模



资料来源: 智研咨询, 天风证券研究所

图 35: 我国氟树脂市场规模



资料来源: 智研咨询, 天风证券研究所

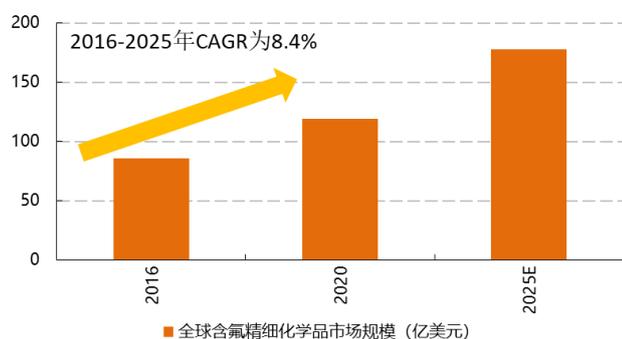
4.3.3 含氟精细化学品: 预计 2025 年全球/中国含氟精细化学品市场规模分别为 178 亿美元/246 亿元, 中国复合增速高于全球。

含氟精细化学品主要包括含氟医药、含氟农药、含氟染料、表面活性剂、织物整理剂、液晶材料等, 产品附加值高、种类丰富、用途广泛, 具有较大的发展空间。虽单品规模较小, 但品种多, 技术含量和附加值高, 性能独特、不可或缺, 国内空白品种较多, 将随产品研发和应用拓展具有良好成长空间。

根据浙江省氟化学工业协会发布的《关于浙江省“十四五”期间氟化工发展建议》, 全球及国内含氟精细化学品市场规模增长迅速, 其中全球含氟精细化学品市场规模从 2016 年 86 亿美元增长至 2020 年 119 亿美元, 年均复合增长率达 8.46%, 据有关方面预测, 预计 2025 年含氟精细化学品全球市场规模将达到 178 亿美元, 2016-2025 年年均复合增长率将达 8.4%。

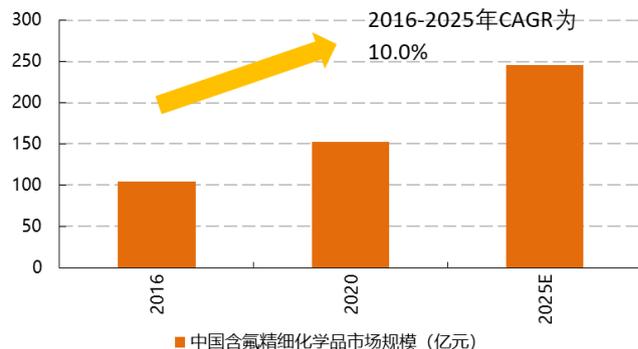
国内含氟精细化学品市场规模从 2016 年 104 亿元增长至 2020 年 153 亿元, 年均复合增长率达 10.13%, 据有关方面预测, 预计 2025 年含氟精细化学品市场规模将达到 246 亿元, 2016-2025 年年均复合增长率将达 10.0%。

图 36：预测 2025 年全球含氟精细化学品市场规模为 178 亿美元



资料来源：《关于浙江省“十四五”期间氟化工发展建议》、永创医药招股说明书、天风证券研究所

图 37：预测 2025 年中国含氟精细化学品市场规模为 246 亿元



资料来源：《关于浙江省“十四五”期间氟化工发展建议》、永创医药招股说明书、天风证券研究所

5. 盈利预测和板块拆分

考虑到三爱富对公司收入及利润的贡献，我们预计 2025-2027 年，公司归母净利润分别为 13.97/19.43/22.75 亿元。

表 15：公司业务拆分（单位：百万元）

		2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2026E
(1) 轮胎制造	营业收入	9,397.47	10,019.90	10,184.08	10,941.13	11,059.79	11,211.91	11,364.04
	毛利率	7.6%	8.3%	12.4%	9.9%	9.9%	9.9%	9.8%
(2) 能源化工	营业收入	11,988.53	9,315.44	7,154.67	6,905.06	6,712.42	7,368.07	7,586.62
	毛利率	28.3%	3.2%	-1.8%	3.0%	6.7%	8.6%	8.4%
(3) 精细化工	营业收入	9,263.20	7,967.46	12,659.17	15,633.38	15,633.38	15,633.38	15,633.38
	毛利率	25.0%	16.6%	9.4%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
(4) 日化产品	营业收入	772.37	883.32	1,070.29	912.20	912.20	912.20	912.20
	毛利率	10.7%	13.4%	19.7%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%
(5) 化工服务	营业收入	5,541.52	7,281.63	6,408.49	6,640.27	6,640.27	6,640.27	6,640.27
	毛利率	0.8%	3.2%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
(6) 其他	营业收入	2,472.83	2,707.37	2,907.65	3,113.61	3,113.61	3,113.61	3,113.61
	毛利率	9.6%	13.3%	10.9%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
(7) 氟化工-三爱富	营业收入					4,937.73	6,958.49	7,618.89
	毛利率					22.1%	31.0%	35.1%
其他业务	营业收入	255.92	335.99	471.93	499.49	499.49	499.49	499.49
	毛利率	43.5%	74.1%	59.6%	59.7%	59.7%	59.7%	59.7%
其他金融类业务收入	营业收入	342.63	426.36	445.30	457.89	443.18	448.79	449.96
	合计	营业收入	40,034.47	38,937.47	41,326.66	45,103.03	49,952.06	52,786.20
	营业收入增速		-2.7%	6.1%	9.1%	10.8%	5.7%	2.0%
	营业成本	32,785.76	35,106.49	37,449.04	41,412.15	44,932.60	46,499.87	46,993.73
	毛利	7,248.71	3,830.97	3,877.63	3,690.87	5,019.46	6,286.33	6,824.71
	毛利率	18.1%	9.8%	9.4%	8.2%	10.0%	11.9%	12.7%

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 估值和目标价

我们选取华鲁恒升、恒力石化、鲁西化工、齐翔腾达、万华化学、东华能源、玲珑轮胎、三角轮胎、贵州轮胎作为可比公司，根据 Wind 平均 PB (LR) 估值 1.23 倍 PB 作为公司目标 PB 估值。根据公司截止到 2025 年一季报净资产总额，给予 1.23 倍 PB 估值，目标市值为 279.62 亿元，给予目标价 13.17 元/股，较 2025 年 7 月 16 日收盘价涨幅为 66.31%，给予“买入”评级。

表 16：可比公司 PB 估值（截至 2025 年 7 月 16 日）

可比公司	股票代码	2025 年 Wind 一致预期 PB 估值
华鲁恒升	600426	1.4494
恒力石化	600346	1.5712
鲁西化工	000830	1.0713
齐翔腾达	002408	1.1420
万华化学	600309	1.7973
东华能源	002221	1.3576
玲珑轮胎	601966	0.9995
三角轮胎	601163	0.8375
贵州轮胎	000589	0.8138
平均 PB 估值		1.23

资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 风险提示

7.1. 全球经济增长不确定性风险

2025 年，全球地缘政治冲突更为复杂，国际合作面临更大挑战，关税政策变化将对出口市场和供应链形成冲击，全球经济增长的不确定性加大，同时 AI 技术持续突破为全球发展注入新活力。我国经济将保持较快增速，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，将积极应对全球需求减弱、关税政策冲击等困难和挑战；我国经济工作将坚持“稳中求进”工作总基调，把握“统筹好总供给和总需求的关系，统筹好培育新动能和更新旧动能的关系，统筹好做优增量和盘活存量的关系，统筹好提升质量和做大总量的关系”重要原则，构建新发展格局，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。

7.2. 化工企业安全生产风险

化工生产环节容易产生风险因素，安全生产是化工企业底线，公司需要持续加强安全生产标准化，提升企业的安全管理水平。

7.3. 收购资产三爱富存在业绩波动风险

此次收购资产三爱富公司定位全球氟化工材料，制冷剂、氟材料价格存在随供需和全球经济周期波动风险。

7.4. 全球贸易摩擦风险

公司 2024 年毛利中 29.8%来自于国外地区，全球地缘政治冲突更为复杂，国际合作面临更大挑战，全球贸易摩擦风险加剧，公司业务中全球贸易部分存在受到全球贸易摩擦而带来的不确定风险。

7.5. 产品价格和原材料价格波动风险

公司产品价格和毛利率存在周期性波动，特别是煤炭、丙烷等原材料价格的波动，以及甲醇、醋酸、醋酸酯、丙烯酸等产品价格的周期性波动，会对公司各板块业务收入和毛利产生影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	16,350.43	15,828.67	9,990.41	10,557.24	10,763.69
应收票据及应收账款	1,479.51	1,562.57	2,303.78	1,606.85	2,320.69
预付账款	520.16	413.57	883.05	376.56	853.00
存货	4,973.22	5,434.69	6,248.14	5,708.64	6,329.09
其他	3,337.72	3,210.17	3,355.11	3,262.13	3,377.83
流动资产合计	26,661.03	26,449.68	22,780.49	21,511.43	23,644.30
长期股权投资	5,023.92	5,298.73	5,298.73	5,298.73	5,298.73
固定资产	18,862.38	17,882.04	24,134.37	25,585.30	26,512.13
在建工程	710.97	3,839.48	4,529.19	3,828.85	3,478.68
无形资产	1,753.15	1,984.68	1,852.70	1,720.72	1,588.74
其他	9,573.80	9,417.22	9,222.40	9,027.58	8,908.09
非流动资产合计	35,924.22	38,422.16	45,037.39	45,461.19	45,786.38
资产总计	62,585.26	64,871.83	67,817.89	66,972.62	69,430.68
短期借款	2,052.50	2,899.82	4,178.09	5,814.16	7,633.96
应付票据及应付账款	6,481.25	7,029.45	7,281.24	7,755.01	7,409.91
其他	18,689.98	17,124.25	18,081.57	17,127.21	18,125.95
流动负债合计	27,223.73	27,053.52	29,540.90	30,696.38	33,169.83
长期借款	7,211.14	8,537.56	7,959.36	4,449.10	2,653.55
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,366.20	1,364.36	1,364.36	1,364.36	1,364.36
非流动负债合计	8,577.35	9,901.92	9,323.72	5,813.46	4,017.91
负债合计	35,801.08	36,955.45	38,864.62	36,509.84	37,187.73
少数股东权益	4,529.38	5,286.48	5,563.53	6,004.31	6,533.02
股本	2,131.45	2,131.45	2,122.83	2,122.83	2,122.83
资本公积	9,104.38	9,312.09	9,312.09	9,312.09	9,312.09
留存收益	11,291.95	11,486.15	12,254.59	13,323.33	14,574.79
其他	(272.98)	(299.78)	(299.78)	(299.78)	(299.78)
股东权益合计	26,784.18	27,916.39	28,953.27	30,462.78	32,242.95
负债和股东权益总计	62,585.26	64,871.83	67,817.89	66,972.62	69,430.68
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,346.74	1,248.24	1,397.16	1,943.16	2,275.38
折旧摊销	1,553.66	2,155.83	2,318.45	2,509.90	2,683.83
财务费用	318.55	375.45	414.24	401.01	363.31
投资损失	(594.01)	(812.46)	(588.99)	(603.66)	(649.78)
营运资金变动	1,719.06	126.44	(748.27)	1,567.00	(1,136.41)
其它	(3,991.41)	594.59	520.62	818.30	978.17
经营活动现金流	352.59	3,688.09	3,313.22	6,635.70	4,514.49
资本支出	1,743.40	4,593.53	9,128.51	3,128.51	3,128.51
长期投资	290.51	274.80	0.00	0.00	0.00
其他	(3,263.24)	(7,324.25)	(17,701.78)	(5,687.12)	(5,641.00)
投资活动现金流	(1,229.33)	(2,455.91)	(8,573.27)	(2,558.61)	(2,512.49)
债权融资	1,271.69	(768.61)	285.82	(2,275.20)	(339.05)
股权融资	(289.11)	(201.20)	(864.03)	(1,235.06)	(1,456.50)
其他	(968.00)	(746.73)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	14.57	(1,716.54)	(578.20)	(3,510.26)	(1,795.55)
汇率变动影响	1.56	1.95	2.56	2.02	2.18
现金净增加额	(860.61)	(482.41)	(5,835.70)	568.85	208.62

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	41,326.66	45,103.03	49,952.06	52,786.20	53,818.44
营业成本	37,449.04	41,412.15	44,932.60	46,499.87	46,993.73
营业税金及附加	172.04	166.10	207.19	211.03	212.19
销售费用	614.18	597.43	685.32	735.96	733.86
管理费用	1,118.99	1,067.39	1,304.81	1,352.44	1,352.78
研发费用	814.15	927.20	968.61	1,049.54	1,073.34
财务费用	253.01	336.67	414.24	401.01	363.31
资产/信用减值损失	(317.55)	(174.89)	(221.89)	(238.11)	(211.63)
公允价值变动收益	27.55	16.88	16.88	16.88	16.88
投资净收益	595.56	814.40	591.55	605.68	651.95
其他	409.51	240.07	457.57	369.05	355.56
营业利润	1,620.32	1,492.56	2,283.41	3,289.85	3,902.00
营业外收入	26.91	56.03	53.57	45.50	51.70
营业外支出	81.80	19.84	37.10	46.25	34.40
利润总额	1,565.43	1,528.74	2,299.88	3,289.10	3,919.31
所得税	218.69	280.51	398.98	544.53	682.64
净利润	1,346.74	1,248.24	1,900.90	2,744.57	3,236.66
少数股东损益	441.43	337.60	503.74	801.42	961.29
归属于母公司净利润	905.32	910.64	1,397.16	1,943.16	2,275.38
每股收益(元)	0.42	0.43	0.66	0.92	1.07
主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	6.14%	9.14%	10.75%	5.67%	1.96%
营业利润	-20.59%	-7.89%	52.99%	44.08%	18.61%
归属于母公司净利润	-29.34%	0.59%	53.43%	39.08%	17.10%
获利能力					
毛利率	9.38%	8.18%	10.05%	11.91%	12.68%
净利率	2.19%	2.02%	2.80%	3.68%	4.23%
ROE	4.07%	4.02%	5.97%	7.94%	8.85%
ROIC	11.84%	12.73%	17.01%	14.76%	17.52%
偿债能力					
资产负债率	57.20%	56.97%	57.31%	54.51%	53.56%
净负债率	-14.84%	-13.92%	9.16%	0.69%	0.09%
流动比率	0.98	0.98	0.77	0.70	0.71
速动比率	0.80	0.78	0.56	0.51	0.52
营运能力					
应收账款周转率	25.84	29.65	25.84	27.00	27.41
存货周转率	8.49	8.67	8.55	8.83	8.94
总资产周转率	0.68	0.71	0.75	0.78	0.79
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.43	0.66	0.92	1.07
每股经营现金流	0.17	1.73	1.56	3.13	2.13
每股净资产	10.44	10.62	11.02	11.52	12.11
估值比率					
市盈率	18.65	18.54	12.03	8.65	7.39
市净率	0.76	0.75	0.72	0.69	0.65
EV/EBITDA	0.76	1.13	2.88	1.99	1.85
EV/EBIT	1.14	1.90	5.41	3.33	3.01

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com