

综合型化工企业，优质资产注入迎重估

华泰研究

2025 年 8 月 11 日 | 中国内地

首次覆盖

化学制品

投资评级(首评):

增持

目标价(人民币):

9.72

首次覆盖华谊集团，给予“增持”评级，予以 2025 年 18xPE，目标价 9.72 元。公司是上海国资委控股的综合型化工企业，业务涵盖煤制甲醇/醋酸、丙烯酸产业链、轮胎、涂料、日化用品、化工服务等。其中公司的甲醇/醋酸/丙烯酸业务有望凭借规模优势较充分受益于价格向上弹性。伴随国企改革推进，控股股东优质资产如三爱富、广西能化的持续注入，公司价值有望迎来重估。

公司甲醇/醋酸/丙烯酸规模领先，有望受益于行业景气反转弹性

大宗化工方面，公司拥有甲醇 161 万吨/年、醋酸 130 万吨/年、丙烯酸 72 万吨/年产能，规模居行业前列。我们认为，MTO 扩产叠加进口甲醇供应易受地缘冲突影响下，未来甲醇供应或维持偏紧，而醋酸、丙烯酸受成本支撑以及周期底部盈利企稳回升的趋势初步显现，伴随大宗化工品供需拐点渐至，公司的化工板块有望较充分受益于行业景气反转的向上弹性。

公司轮胎规模优势较好，重卡以旧换新或带动全钢胎内需复苏

轮胎业务方面，公司拥有双钱（全钢胎）、回力（半钢胎）两大轮胎品牌，具备 985 万条全钢胎产能与 1000 万条半钢胎产能，24 年公司全钢胎在市场份额为 5.5%，位列中国品牌第一。在以旧换新政策延续+国四置换政策靴子落地+新置换政策覆盖天然气车三重政策影响下，25Q2 以来重卡产销得到逐步恢复，我们认为 25H2 景气度延续下亦有望带动供应链上游需求释放，公司作为全钢轮胎品牌优势企业或受益。

国企改革推动优质资产持续注入，公司价值或迎重估机遇

公司作为上海国资委下属化工企业，在国企改革大背景下，控股股东已于 24 年 7 月和 25 年 7 月将华谊气体公司、华谊三爱富公司注入上市平台，为避免同业竞争，广西华谊能化未来亦有可能并表。优质资产注入下，公司在化工领域的业务协同性逐步完善。当前公司股价处于破净状态，国央企市值考核要求及公司业绩有望改善的背景下，我们认为公司价值或迎重估机遇。

我们与市场观点不同之处

市场低估了国企改革下公司市值重估的潜在价值，我们认为，公司作为大型国企的经营效率和资产透明性都具备一定优势，叠加股东的表外优质资产持续注入，公司市值的破净状态有望迎来重估。市场亦对公司多元化业务的价值认知不足，伴随公司不断统筹、整合旗下运营主体，业务间协同性正在完善，目前已形成煤化工原料-C3-轮胎原料、氟化工-涂料及树脂-汽车零部件等产业链，公司多元化业务的投资价值有望逐渐被市场认可。

盈利预测与估值

暂不考虑三爱富并表的影响下，我们预计公司 25-27 年归母净利润 11.4/13.8/15.6 亿元，同比+25%/+21%/+13%，对应 EPS 为 0.54/0.65/0.73 元/股。参考可比公司 25 年 Wind 一致预期平均 18xPE，给予华谊集团 25 年 18xPE，目标价 9.72 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：新项目进度较慢，下游需求不及预期，股东资产注入进度较慢。

庄汀洲

SAC No. S0570519040002
SFC No. BQZ933

研究员

zhuangtingzhou@htsc.com
+(86) 10 5679 3939

张雄

SAC No. S0570523100003
SFC No. BVN325

研究员

zhangxiong@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

张宸*

SAC No. S0570124080036

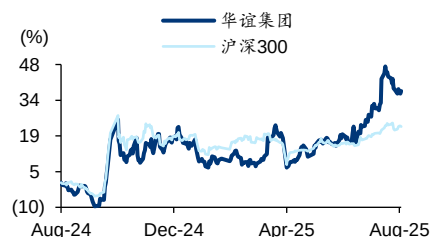
联系人

zhangchen024211@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	9.72
收盘价(人民币 截至 8 月 8 日)	8.25
市值(人民币百万)	17,513
6 个月平均日成交额(人民币百万)	133.99
52 周价格范围(人民币)	5.56-8.85
BVPS(人民币)	10.74

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	45,103	43,446	45,209	49,885
+/-%	9.14	(3.67)	4.06	10.34
归属母公司净利润(百万)	910.64	1,138	1,378	1,559
+/-%	0.59	24.96	21.06	13.15
EPS(最新摊薄)	0.43	0.54	0.65	0.73
ROE(%)	4.06	4.95	5.78	6.28
PE(倍)	19.23	15.39	12.71	11.24
PB(倍)	0.77	0.75	0.72	0.69
EV EBITDA(倍)	4.37	4.92	4.41	4.66
股息率(%)	2.18	2.60	3.15	3.56

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	26,661	26,450	26,371	24,085	22,523
现金	16,350	15,829	15,247	13,563	9,977
应收账款	1,378	1,451	1,545	1,468	1,649
其他应收账款	139.04	77.21	131.09	85.66	153.51
预付账款	520.16	413.57	693.56	395.80	763.90
存货	4,973	5,435	5,156	5,081	6,490
其他流动资产	3,300	3,245	3,598	3,491	3,489
非流动资产	35,924	38,422	39,770	42,575	45,837
长期投资	5,024	5,299	6,238	7,273	8,356
固定投资	18,862	17,882	17,677	19,337	21,416
无形资产	1,753	1,985	1,972	2,016	2,042
其他非流动资产	10,285	13,257	13,883	13,949	14,024
资产总计	62,585	64,872	66,141	66,660	68,360
流动负债	27,224	27,054	27,986	28,858	30,169
短期借款	2,053	2,900	3,399	3,141	3,286
应付账款	5,433	5,738	5,609	6,090	6,445
其他流动负债	19,738	18,416	18,978	19,626	20,437
非流动负债	8,577	9,902	9,063	7,279	6,083
长期借款	7,211	8,538	6,930	5,658	4,377
其他非流动负债	1,366	1,364	2,133	1,621	1,706
负债合计	35,801	36,955	37,049	36,137	36,252
少数股东权益	4,529	5,286	5,707	6,217	6,793
股本	2,131	2,131	2,123	2,123	2,123
资本公积	9,104	9,312	9,312	9,312	9,312
留存公积	11,292	11,486	12,421	13,554	14,835
归属母公司股东权益	22,255	22,630	23,384	24,307	25,314
负债和股东权益	62,585	64,872	66,141	66,660	68,360

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	352.59	3,688	1,411	4,661	2,388
净利润	1,347	1,248	1,559	1,887	2,135
折旧摊销	1,655	2,296	1,902	2,024	2,153
财务费用	253.01	336.67	275.78	282.33	303.59
投资损失	(594.01)	(812.46)	(754.59)	(876.56)	(949.42)
营运资金变动	233.42	(246.61)	(1,341)	1,555	(1,047)
其他经营现金	(2,542)	866.60	(230.49)	(211.65)	(207.88)
投资活动现金	(1,229)	(2,456)	(2,239)	(3,667)	(4,213)
资本支出	(1,888)	(3,145)	(2,229)	(3,705)	(4,379)
长期投资	(188.41)	(38.07)	(939.21)	(1,035)	(1,083)
其他投资现金	846.62	726.99	929.74	1,073	1,249
筹资活动现金	14.57	(1,717)	246.46	(2,678)	(1,760)
短期借款	(335.96)	847.32	499.36	(257.86)	144.99
长期借款	1,698	1,326	(1,607)	(1,273)	(1,281)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	6.20	207.71	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,353)	(4,098)	1,354	(1,148)	(624.82)
现金净增加额	(896.51)	(453.98)	(581.51)	(1,684)	(3,586)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	41,327	45,103	43,446	45,209	49,885
营业成本	37,449	41,412	39,714	40,947	45,127
营业税金及附加	172.04	166.10	180.20	180.74	196.68
营业费用	614.18	597.43	596.06	630.32	680.23
管理费用	1,119	1,067	1,135	1,158	1,254
财务费用	253.01	336.67	275.78	282.33	303.59
资产减值损失	(214.69)	(151.05)	(188.34)	(194.08)	(199.15)
公允价值变动收益	27.55	16.88	20.00	20.00	20.00
投资净收益	594.01	812.46	754.59	876.56	949.42
营业利润	1,620	1,493	1,884	2,302	2,587
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	1,529	1,901	2,301	2,604
所得税	218.69	280.51	342.17	414.23	468.71
净利润	1,347	1,248	1,559	1,887	2,135
少数股东损益	441.43	337.60	420.87	509.50	576.51
归属母公司净利润	905.32	910.64	1,138	1,378	1,559
EBITDA	3,472	4,170	4,087	4,613	5,069
EPS (人民币，基本)	0.42	0.43	0.54	0.65	0.73

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	6.14	9.14	(3.67)	4.06	10.34
营业利润	(20.59)	(7.89)	26.26	22.16	12.36
归属母公司净利润	(29.34)	0.59	24.96	21.06	13.15
获利能力 (%)					
毛利率	9.38	8.18	8.59	9.43	9.54
净利率	3.26	2.77	3.59	4.17	4.28
ROE	4.11	4.06	4.95	5.78	6.28
ROIC	33.75	30.96	28.80	36.30	28.25
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.20	56.97	56.02	54.21	53.03
净负债比率 (%)	(11.87)	(10.82)	(5.36)	(5.96)	2.72
流动比率	0.98	0.98	0.94	0.83	0.75
速动比率	0.77	0.74	0.71	0.63	0.49
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.71	0.66	0.68	0.74
应收账款周转率	27.78	31.89	29.00	30.00	32.00
应付账款周转率	7.35	7.41	7.00	7.00	7.20
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.43	0.54	0.65	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	1.74	0.66	2.20	1.12
每股净资产(最新摊薄)	10.48	10.66	11.02	11.45	11.92
估值比率					
PE (倍)	19.35	19.23	15.39	12.71	11.24
PB (倍)	0.79	0.77	0.75	0.72	0.69
EV EBITDA (倍)	4.98	4.37	4.92	4.41	4.66



正文目录

投资要点	4
公司甲醇/醋酸/丙烯酸规模领先，有望受益于价格向上弹性	4
公司的业务协同性逐步完善，控股股东优质资产持续注入	4
国企改革和国央企市值考核背景下，公司价值有望重估	4
我们与市场观点不同之处	4
华谊集团：综合型化工企业，多元化经营实现协同发展	5
大宗化工：公司规模居前，有望受益于行业景气反转弹性	9
化工行业已步入供需修复拐点，公司业绩有望受益于景气反转弹性	9
甲醇：煤化工重要中间品，国内 MTO 扩产或带动甲醇供应逐步偏紧	10
醋酸：供应宽松预期下价差空间有限，配套原料企业或保持盈利韧性	12
丙烯酸：公司规模领先，C3 一体化程度逐步完善	15
广西能化：煤化工优势较显著，优质资产有望注入	16
轮胎：重卡景气或带动全钢内需，半钢业务逐步成长	18
三爱富：先进氟化工企业，有望受益于四代制冷剂增量空间	20
制冷剂：三代、二代产品高景气持续，四代制冷剂应用窗口渐启	20
PVDF：新能源领域需求增速可观，供需矛盾有望缓解	22
首次覆盖华谊集团，给予“增持”评级	23
风险提示	25

投资要点

华谊集团是上海国资委控股的综合型化工企业，业务涵盖煤制甲醇/醋酸、丙烯酸产业链、轮胎、涂料、日化用品、化工服务等。其中公司的甲醇/醋酸/丙烯酸业务有望凭借规模优势较充分受益于价格向上的弹性。我们认为，在国企改革背景下，伴随控股股东优质资产如三爱富、广西能化等持续注入，公司价值有望迎来重估。

公司甲醇/醋酸/丙烯酸规模领先，有望受益于价格向上弹性

公司拥有甲醇 161 万吨/年、醋酸 130 万吨/年、丙烯酸 72 万吨/年、丙烯酸酯 84 万吨/年等大宗化工品产能，规模居国内前列。近年来 MTO 扩产速度较快，且进口甲醇供应受地缘冲突影响波动较大，叠加国内甲醇新增供给较少，未来甲醇供需或维持紧平衡，支撑甲醇价格高位，而在成本支撑下醋酸价格亦有望改善。我们认为，伴随国内宏观需求逐步复苏，亚非拉出口需求有望保持韧性，大宗化工周期底部盈利企稳回升的趋势初步显现。公司拥有规模领先的煤化工/丙烯酸产能，未来业绩有望较充分受益于行业景气反转的向上弹性。

公司的业务协同性逐步完善，控股股东优质资产持续注入

据 7 月公告，公司完成以 40.9 亿元向控股股东华谊控股集团收购上海华谊三爱富新材料 60% 股权的交易。三爱富是全球先进的氟化工企业，已具备 0.6 万吨/年 HFO-1234yf、2.5 万吨/年 PVDF 等产能。当前，公司已形成煤化工原料-C3-轮胎原料、氟化工-涂料及树脂-汽车零部件等产业链，业务协同性逐步完善。控股股东另一优质资产广西能化拥有规模较大的甲醇、醋酸产能，我们认为华南地区的煤化工产品下游消纳需求较好，且拥有进口煤炭供应量优势，广西能化若注入上市公司亦有望进一步增厚利润空间。

国企改革和国央企市值考核背景下，公司价值有望重估

公司作为上海市国资委下属综合型化工企业，近年来持续推进下属企业和单位的整合重组，控股股东于 24 年 7 月和 25 年 7 月将华谊气体公司、华谊三爱富公司注入上市平台，以资产证券化形式提升国有资本配置效率。股东另一资产广西华谊能化未来亦有机会在项目投产盈利后并表入上市公司。当前公司股价处于 $PB < 1$ 的破净状态，在国央企市值考核要求及公司业绩有望改善的背景下，我们认为公司价值有望迎来重估机遇。

我们与市场观点不同之处

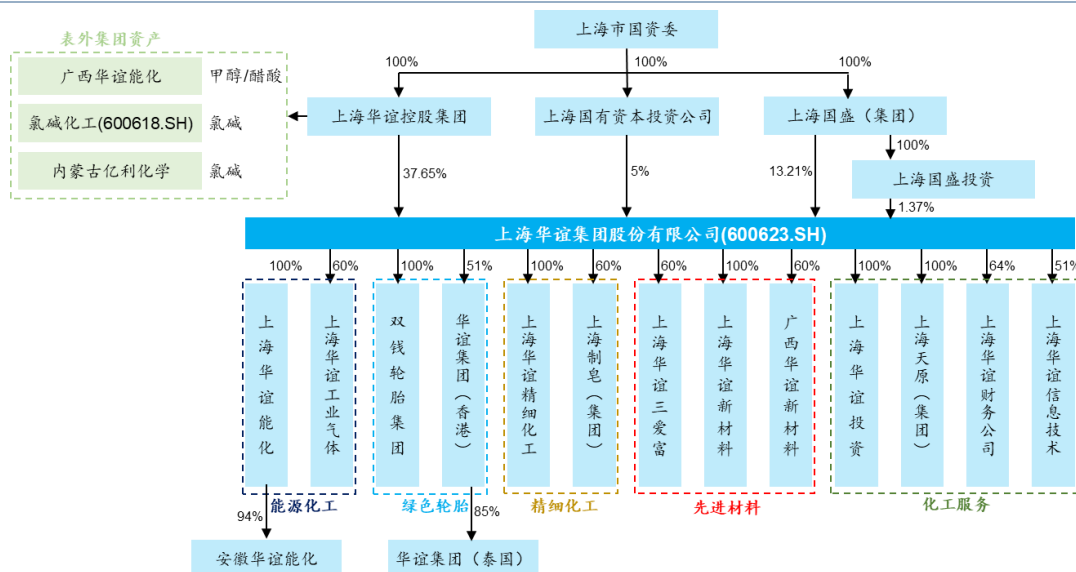
1) 市场低估了国企改革背景下公司市值重估的潜在价值。公司是上海国资委控股的化工业务上市平台，受近年来大宗化工整体景气下行影响，公司的市场价值亦进入估值低位。我们认为，公司作为大型国企，其经营效率和资产透明性都具备一定优势，且公司除大宗化工业务外亦拥有利润贡献较稳定的高性能涂料及树脂、日化产品等业务，叠加股东的表外优质资产持续注入，公司市值的破净状态有望在国企改革背景下迎来重估。

2) 市场对公司多元化业务的价值认知不足。公司作为历史较长的上海市属国企，在长期发展过程中不断统筹、整合旗下的生产基地、科研单位、研究所等主体，持续并表或参股多家化工企业，以及与海外化工龙头合作设立合资企业，公司业务之间的协同性逐步完善，形成煤化工原料-C3-轮胎原料、氟化工-涂料及树脂-汽车零部件等产业链。伴随公司业务协同性提升，公司的投资价值有望逐渐被市场认可。

华谊集团：综合型化工企业，多元化经营实现协同发展

华谊集团是上海国资委控股的大型化工集团，业务涵盖煤制甲醇/醋酸、丙烯酸产业链、轮胎、涂料、日化用品、化工服务等。公司是由上海市国资委授权，通过资产重组建立的大型化工企业集团，是上海华谊控股集团的核心上市资产。截至 25Q1，上海市国资委通过上海华谊、上海国盛、上海国投合计持有公司股份 57.23% 股权。公司旗下核心资产包括双钱轮胎、上海华谊能源化工、上海华谊新材料、广西华谊新材料、上海华谊精细化工、上海天原等，已形成“能源化工”、“先进材料”、“绿色轮胎”、“精细化工”、“化工服务”五大核心业务。2025 年 7 月，公司已完成控股股东旗下三爱富 60% 股权的收购，进一步完善公司在氟化工业务方面的布局，助力公司业务协同发展。

图表1：公司股权结构图（截至 2025 年 6 月）



资料来源：公司公告，华泰研究

公司当前的核心业务板块如下：

能源化工：公司能化板块资产为能化公司与气体公司，主要产品包括甲醇、醋酸、醋酸乙酯、合成气等。公司甲醇是华东地区最大的供应商之一，醋酸产能排名国内行业前三，具备一定规模与技术优势。此外，广西能化亦拥有较大规模的甲醇/醋酸产能，据公司公告，后续有望由控股股东注入上市公司。

先进材料：公司先进材料板块资产为上海新材料和广西新材料，主要产品包括丙烯酸及酯、丙烯酸催化剂、高吸水性树脂等，丙烯酸及酯总产能位列国内行业前三。该板块亦包括完成并表的三爱富公司。

绿色轮胎：公司绿色轮胎板块资产主要为双钱公司以及华谊泰国，其中华谊泰国是公司通过华谊香港间接持股的子公司，间接持股比例 43%。目前公司具备全钢胎产能 985 万条，产量位居国内前列；半钢胎产能 1000 万条，产量逐步提升。

精细化工：公司精细化工资产主要为精化公司与上海制皂等资产，主要产品包括工业涂料、颜料、油墨、日用化学品等，具备眼睛牌油漆、光明牌油漆、飞虎牌涂料、一品牌颜料、白象牌电池、牡丹牌油墨、蜂花牌香皂等一系列中华老字号和上海老字号品牌。

化工服务：公司化工服务主要资产包括投资公司、天原公司、财务公司、信息公司，主要业务涵盖化工贸易、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。

图表2：公司主要参控股子公司净利润情况（单位：百万元）

公司名	主要业务	持股比例	2020	2021	2022	2023	2024
上海华谊能化	甲醇、醋酸、合成气	100%	234.27	2284.91	209.82	143.51	258.58
上海华谊精细化工	涂料、油漆、树脂	100%	222.51	212.01	277.55	224.92	205.31
上海华谊投资	贸易、塑料、树脂	100%	100.11	211.74	352.66	437.96	603.14
上海天原集团	塑料、树脂、医用料、贸易	100%	52.23	-76.53	-3.68	0.38	-53.61
上海华谊新材料	丙烯酸及酯	100%	9.47	1267.76	372.59	-319.25	-438.11
广西华谊新材料	丙烯酸及酯	60%	-4.31	-78.29	-34.75	496.22	124
上海制皂集团	肥皂、油墨、电池	60%	42.63	-47.18	444.8	52.98	53.47
双钱轮胎集团	轮胎	100%	-191.56	-182.13	-26.43	182.15	403.17
上海华谊工业气体	醋酸、合成气、液氨	60%					-6.74
上海华林工业气体	合成气	50%	196.03	213.28	239.05	260.19	126.13

资料来源：公司年报，华泰研究

图表3：公司主要产品现有与在建产能情况

主要产品	所属产区	现有产能（万吨/万条）	在建产能（万吨）	备注
甲醇	能化本部	95		
	安徽华谊	66		
醋酸	能化本部	70		
	安徽华谊	60		
	气体公司		80	预计 2025 年建成
醋酸乙酯	能化本部	20		
	安徽华谊	20		
丙烯酸	漕泾新材料	32		
	广西新材料	40+8.4 精酸	8	在建丙烯酸异辛酯，预计 2026 年建成
丙烯酸酯	漕泾新材料	44		
	广西新材料	40		
双酚 A	广西新材料	20		
全钢胎	双钱江苏	360		
	双钱重庆	250		
	双钱新疆	195		
	华谊泰国	180		
半钢胎	双钱安徽	1000		
丁辛醇	广西新材料		32	预计 2026 年建成
环氧树脂	广西新材料		20	预计 2027 年建成
HCFC-22	三爱富	0.7		2025 年生产配额
HFC-227ea	三爱富	0.4		2025 年生产配额
HFO-1234yf	三爱富	0.6		
PVDF	三爱富	2.5		

注：统计截止：2025 年 6 月

资料来源：公司公告，百川盈孚，华泰研究

公司控股股东“上海华谊控股集团”拥有多个未并表的资产，包括：

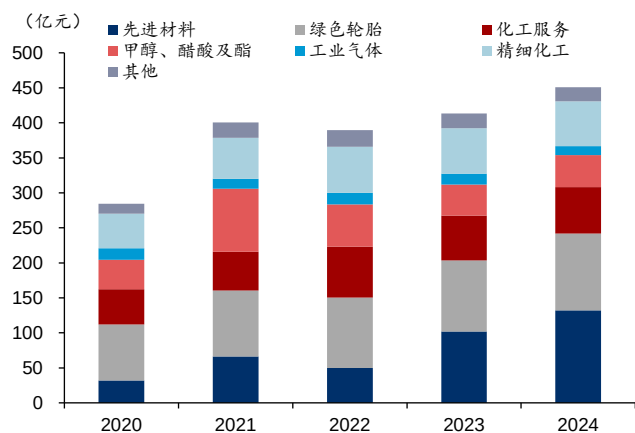
广西华谊能化：主要生产合成气、甲醇、醋酸、醋酸乙烯等产品，是广西华谊生产基地负责煤化工业务的经营主体，由华谊控股集团全资控股。当前拥有甲醇 180 万吨/年、醋酸 120 万吨/年等产能。为避免同业竞争，目前广西能化的产品通过公司托管销售。

氯碱化工：主要生产并销售烧碱、氯、氟、聚氯乙烯系列原料和产品，系 A 股主板上市公司(600618.SH)，在上海、广西拥有生产基地，华谊控股集团持股比例 47%。当前拥有烧碱 102 万吨/年、聚氯乙烯 48 万吨/年等产能。

亿利化学：由亿利洁能、华谊控股集团、中国神华能源按 41:34:25 股权比例合资建立，主要在内蒙古鄂尔多斯市生产 PVC、烧碱等产品。当前拥有烧碱 40 万吨/年，聚氯乙烯 40 万吨/年等产能。

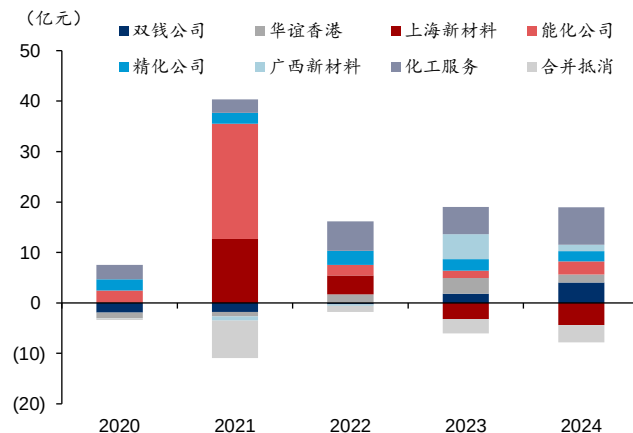
公司业务构成多元，业绩兼具稳健基本盘和周期弹性。2021 年，受化工行业处于景气周期，以及公司甲醇、醋酸、丙烯酸及酯等产品呈现供需偏紧态势，全年业绩实现较大幅度增长，上海新材料与能化公司业绩增量明显。2022 年起伴随行业周期回落，主要化工产品价格价差逐步走向承压，对公司大宗化工品业务有一定影响，2023-2024 年上海新材料公司净利逐步由正转负，但伴随广西新材料 PDH 装置投产，公司以量补价整体净利仍有一定增长。受轮胎行业景气影响，2023-2024 年双钱公司与华谊香港净利增长较为明显，成为公司业务增长的核心支撑。

图表4：公司收入拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

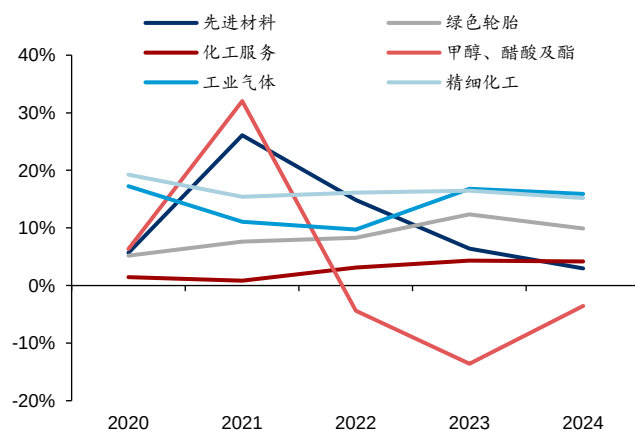
图表5：公司归母净利润拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

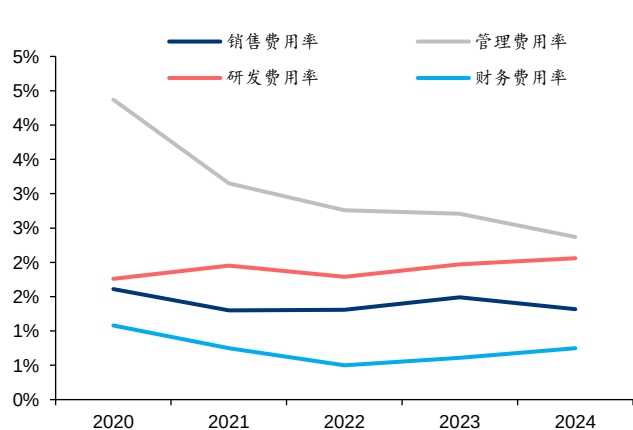
公司大宗化工规模居行业前列，有望受益于行业景气反转带来的向上弹性。受行业景气回落，2022 年以来丙烯酸及酯、甲醇与醋酸等大宗化工品盈利能力逐渐转向承压，但工业气体、轮胎等板块毛利率仍有一定增长。公司管理费用率近年来持续下降，销售费用率整体平稳，研发费用率持续提升。我们认为伴随下游需求持续修复，以及亚非拉等地区出口需求增长带动，化工行业有望逐步迎来下一轮景气周期，公司凭借甲醇、醋酸、丙烯酸及酯等产品的产能优势，有望获得化工品价格上行的业绩弹性。

图表6：公司主要业务毛利率情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表7：公司费用率情况



资料来源：Wind，华泰研究

公司注重投资者回报，分红吸引力较突出。公司的股利支付率近年来长期维持 30% 以上，2024 年股利支付率达到 42%，考虑公司未来暂无较大资本开支项目，股利支付意愿或存在提升空间。2025 年 3 月，公司公告增持计划，增持金额不低于人民币 1.5 亿元，不超过人民币 3 亿元，彰显对公司发展信心。

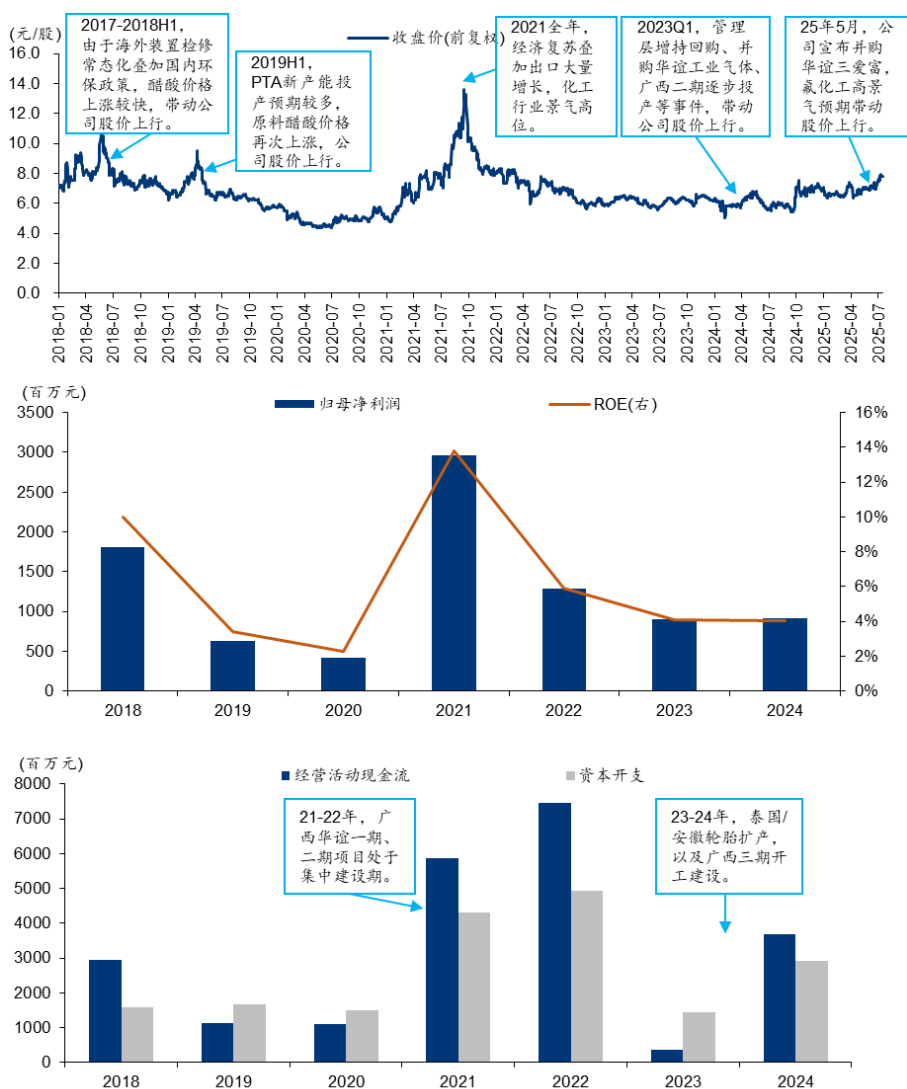
图表8：公司历年分红情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
现金分红总额 (亿元)	5.47	2.11	1.28	8.95	4.05	2.77	3.82
归母净利润 (亿元)	18.07	6.25	4.23	29.68	12.81	9.05	9.11
股利支付率	30%	34%	30%	30%	32%	31%	42%
年末股价对应股息率	3.22%	1.50%	1.03%	4.62%	3.01%	2.02%	2.57%

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

公司历史股价变化与醋酸景气度关联较高，未来伴随国企改革以及优质资产注入预期下，公司有望迎来价值重估。2017-2018 年以及 2019 上半年，公司股价出现阶段性上行，原因系海外醋酸装置退出、国内环保政策趋严、国内 PTA 新产能集中投产等，醋酸景气度上行驱动公司业绩同比增长。2023 年以来，控股股东多个优质资产持续注入上市公司，例如上海华谊工业气体（合成气、液氨、醋酸）、广西华谊新材料（广西基地 C3 产业链），公司多元化业务协同性增强。2025 年 5 月，公司宣布收购股东旗下华谊三爱富 60% 股权，氟化工高景气预期下，股价进入上行阶段。公司当前股价处于 $PB < 1$ 的破净状态，国企改革背景以及优质资产注入预期下，公司有望逐步迎来价值重估。

图表9：公司历史股价复盘



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

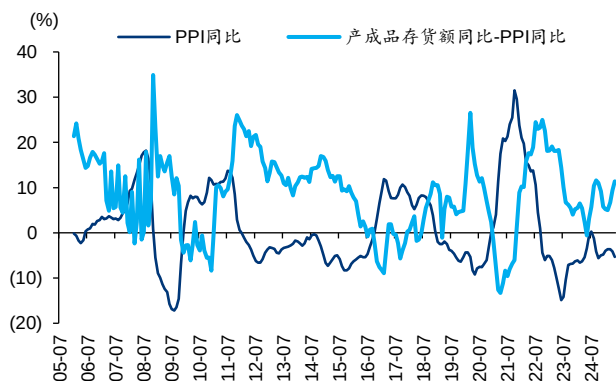
大宗化工：公司规模居前，有望受益于行业景气反转弹性

化工行业已步入供需修复拐点，公司业绩有望受益于景气反转弹性

24Q4 以来化学原料与制品制造业 PPI 同比增速维持低位，产成品存货同比-PPI 同比（代表行业库存量变化趋势）整体维持下行趋势，我们认为受短期供需压力影响，行业整体由被动补库转向主动去库，行业阶段性盈利或处于偏弱水平。但伴随后续国内地产、消费等领域政策利好支撑以及亚非拉等地出口逐步增长，需求有望转向边际复苏；叠加供给端自发性调整，行业价格价差有望逐步企稳回升，驱动行业逐步转向景气回暖。

公司规模较大的大宗化工产品包括甲醇、醋酸、丙烯酸及酯等。据百川盈孚和隆众资讯统计，醋酸/丙烯酸存在较多新产能投产预期，而由于多个醋酸新装置未配套上游甲醇，但外购甲醇成本仍较高，新项目投产时间有延后趋势。甲醇方面受益于下游 MTO 产能扩张，而国内甲醇新增供给较少，供需紧平衡支撑甲醇价格。我们认为，伴随国内宏观需求逐步复苏，且亚非拉出口需求有望保持韧性，大宗化工周期底部盈利企稳回升的趋势初步显现，公司拥有规模领先的煤化工/IC3 产能，未来业绩有望充分受益于行业景气反转的向上弹性。

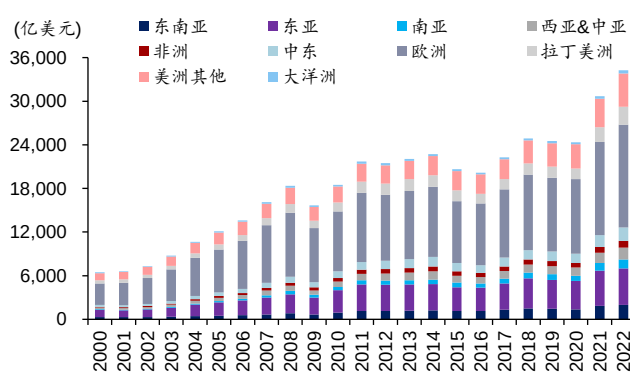
图表10：中国化工行业库存周期



注：PPI 为化学原料及化学制品制造业 PPI

资料来源：国家统计局，华泰研究

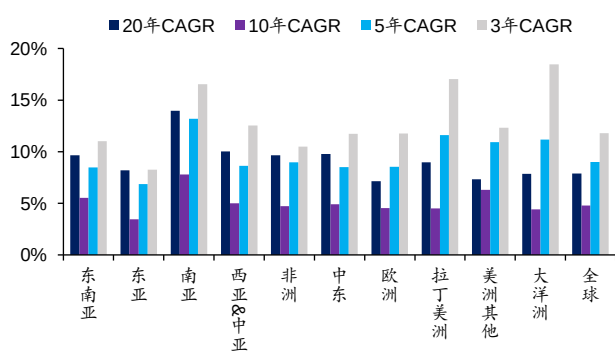
图表11：全球主要地区化工品进口贸易额分布（00-22 年）



注：因部分国家所属区域存在不同划分口径，部分地区统计数据有重合部分

资料来源：WTO，华泰研究

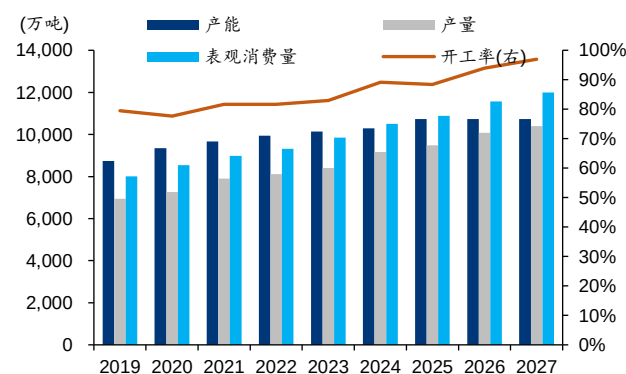
图表12：全球主要地区化工品进口贸易额增长情况统计



注：因部分国家所属区域存在不同划分口径，部分地区统计数据有重合部分

资料来源：WTO，华泰研究

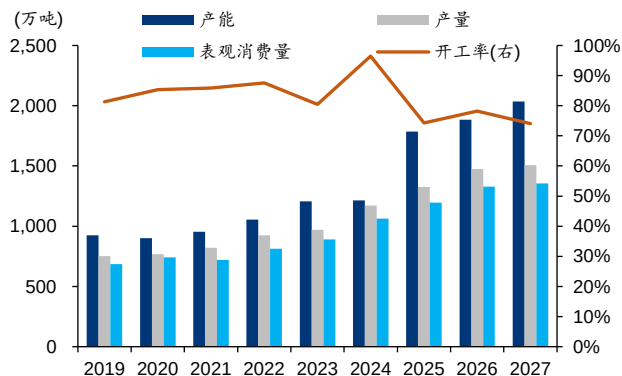
图表13：2019-2027E 甲醇供需平衡情况



注：2025-2027 年数据为预测值

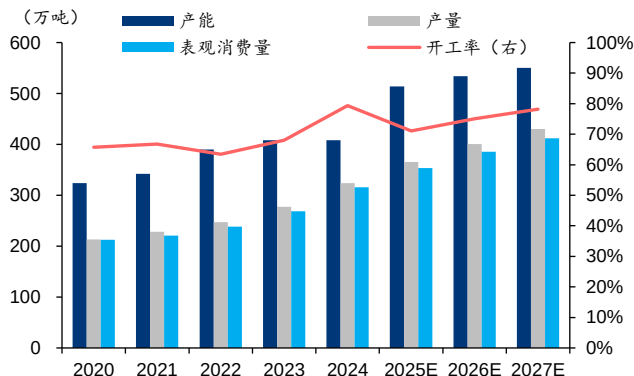
资料来源：百川盈孚，隆众资讯，华泰研究

图表14：2019-2027E 醋酸供需平衡情况



注：2025-2027 年数据为预测值
资料来源：百川盈孚，隆众资讯，华泰研究

图表15：2019-2027E 丙烯酸供需平衡情况

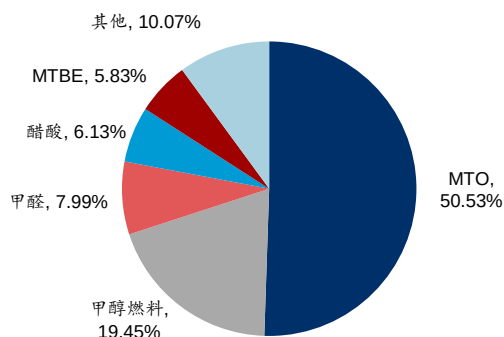


注：2025-2027 年数据为预测值
资料来源：百川盈孚，隆众资讯，华泰研究

甲醇：煤化工重要中间品，国内 MTO 扩产或带动甲醇供应逐步偏紧

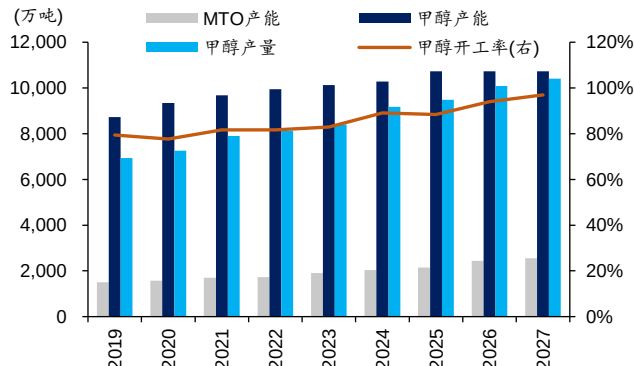
甲醇是煤化工重要中间品，MTO 是甲醇下游占比最高的部分，MTO 扩产带动甲醇产量增长较明显。据隆众资讯，2024 年甲醇下游消费结构中，MTO 是占比最高的部分，占比 50.5%，其余包括甲醇燃料、甲醛、醋酸、MTBE 等。近年来，烯烃产能扩张较快，MTO 工艺在我国煤炭资源丰富的地区具有一定成本优势，MTO 产能扩张带动甲醇产能和产量增长较明显。据金联创和隆众资讯统计，2019-2024 年我国 MTO/甲醇产能年复合增速为 6%/3%。2021 年以来，我国 MTO 产能已接近 1700 万吨，带动国内甲醇产能利用率超过 80%以上，而在 2024 年我国 MTO 产能超过 2000 万吨，甲醇产能利用率接近 90%。

图表16：2024 年甲醇下游消费结构



资料来源：隆众资讯，华泰研究

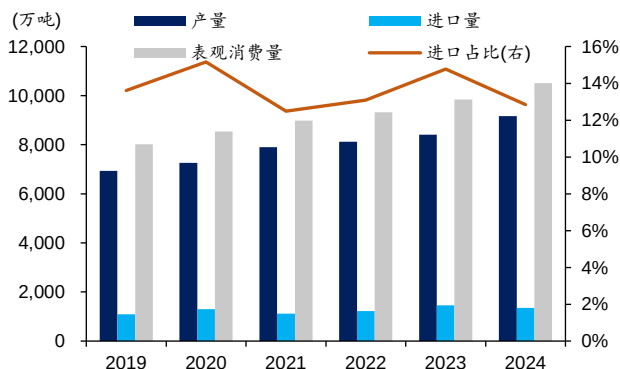
图表17：我国 MTO 产能及甲醇产能扩张情况



注：2025-2027 年数据为预计值
资料来源：金联创，隆众资讯，华泰研究

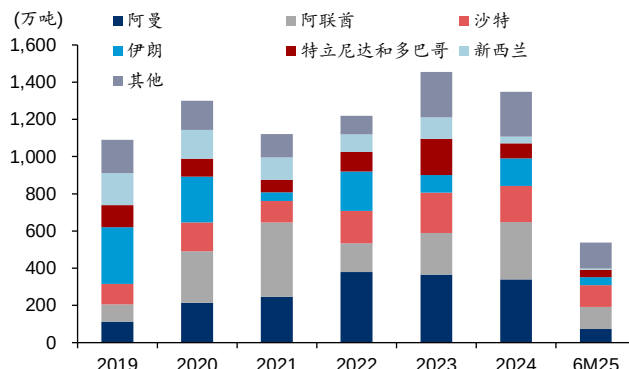
进口甲醇是我国甲醇的重要供应来源之一，伊朗是主要进口来源国。由于国内大多数装置采用煤制甲醇，而海外天然气法制甲醇成本较低，因此进口甲醇是我国甲醇重要的供应来源。据隆众资讯和海关总署统计，2019-2024 年进口甲醇量占每年表观消费量的 13-15%，每年约有 1200-1300 万吨进口甲醇流入市场。其中，伊朗是我国港口甲醇的主要来源，因其拥有天然气成本优势，直接运输或通过阿曼、阿联酋等国家转运进入我国。2024 年我国甲醇进口量约为 1348 万吨，阿曼/阿联酋/沙特/伊朗的甲醇进口量为 340/309/194/147 万吨，若粗略估算阿曼、阿联酋进口甲醇大都来自伊朗转运，则伊朗供应量约占我国每年进口的 60%。

图表18: 甲醇表观消费量及进口量



资料来源: 隆众资讯, 海关总署, 华泰研究

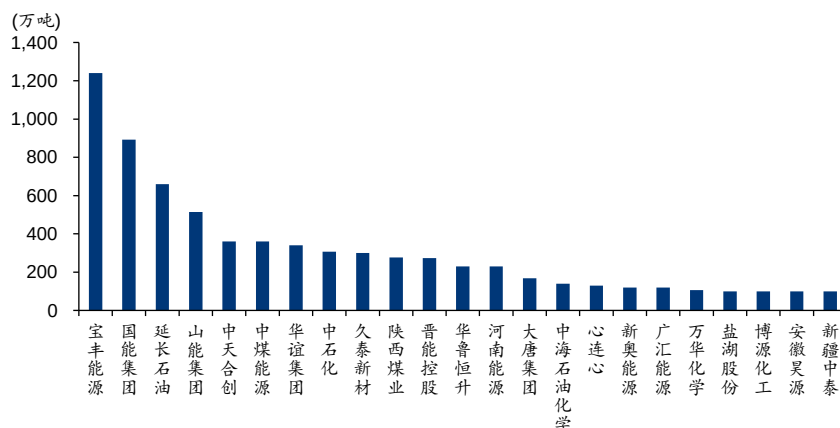
图表19: 国内甲醇进口来源国



资料来源: 海关总署, 华泰研究

当前国内甲醇年产能超过 1 亿吨, 大型装置多配套下游消纳, 24 年甲醇的外售流通量在 3000 万吨左右。据隆众资讯统计, 2024 年国内甲醇生产企业超过 220 家, 年产能约为 10440 万吨, 其中产能超过 100 万吨的企业有 23 家, 包括宝丰能源、国能集团、延长石油、中天合创、中煤能源等。大型甲醇装置多配套下游消纳, 例如 MTO、甲醛、醋酸、MTBE 等下游产品。根据隆众资讯统计, 24 年国内甲醇企业外售进入市场的流通量约有 3000 万吨。此外, 由于每年约有 1000 万吨进口甲醇参与流通, 占国内流通总量的 25-30%, 因此港口库存水平是国内甲醇价格的影响因素之一。

图表20: 2025 年 7 月国内甲醇生产企业及年产能



资料来源: 隆众资讯, 相关公司公告, 华泰研究

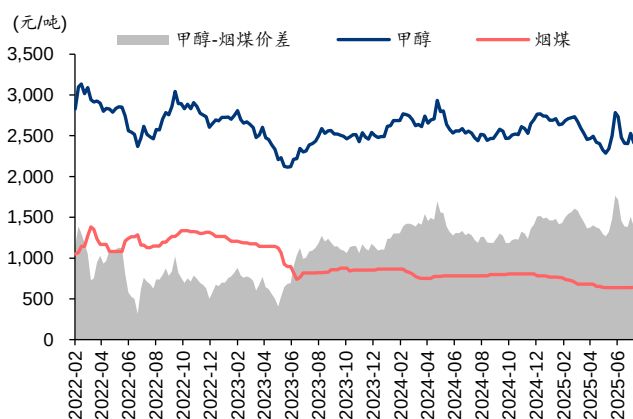
25-28 年 MTO 规划产能规模较大, 国内甲醇开工率已有上行趋势, 未来甲醇供应量或逐步偏紧。据隆众资讯, 未来甲醇新增产能较少, 25 年新增产能不超过 50 万吨, 而近年来 MTO 产能持续扩张, 需求上行带动甲醇产量较快增长, 24H2 以来国内甲醇开工率基本达到 80% 以上。据隆众资讯统计, 联泓新材料、中煤、国能、新疆中泰等企业均有 MTO 规划产能, 25/26/27 年国内 MTO/CTO 规划产能达到 217/165/80 万吨/年。由于进口甲醇主要来自伊朗、阿曼、阿联酋等西亚地区, 近年来受地缘冲突扰动, 新产能投产进度延后, 且开工波动率较大, 因此国内甲醇仍占主要供应地位。未来 MTO 产能扩张或将带动甲醇供应量逐步偏紧。

图表21：25-28 年国内 MTO/CTO 新增及规划产能情况

企业	工艺路线	产能(万吨/年)	预计投产时间	省份	备注
内蒙古宝丰	MTO 丙烯	100	2025-03	内蒙古	已投产
联泓新材料	MTO 丙烯	17	2025-08	山东	
中煤平朔集团	MTO 乙烯	40	2025-12	山西	
中煤陕西榆林能化	MTO 乙烯	30	2025-12	陕西	
国能包头煤化	MTO 乙烯	30	2025-12	内蒙古	
新疆中泰	CTO 乙烯	40	2025-12	新疆	
新疆山能	CTO 乙烯	40	2025-12	新疆	
联泓新材料	MTO 乙烯	20	2025-12	山东	
2025 年合计		317			
中煤陕西榆林能化	CTO 丙烯	30	2026-06	陕西	
广西华谊	MTO 丙烯	30	2026-06	广西	
国能宁夏煤业	CTO 丙烯	35	2026-08	宁夏	
内蒙古荣信	CTO 丙烯	40	2026-12	内蒙古	
神华包头	CTO 丙烯	30	2026-12	内蒙古	
2026 年合计		165			
新疆东明塑胶	CTO 丙烯	40	2027-06	新疆	
宁夏庆华	CTO 丙烯	40	2028-10	宁夏	
2027-2028 年合计		80			

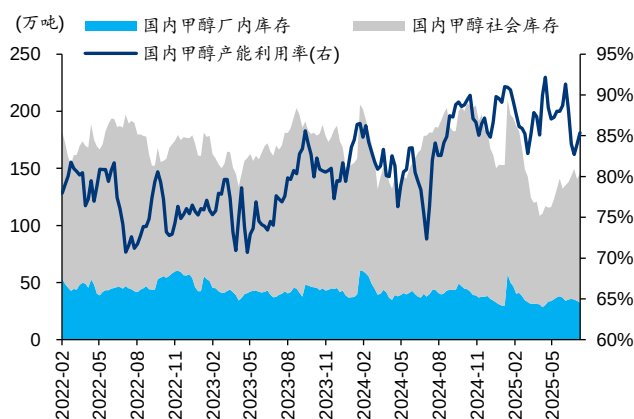
资料来源：隆众资讯，相关公开信息及环评文件，华泰研究

图表22：甲醇现货价格及煤头价差



资料来源：隆众资讯，金联创，华泰研究

图表23：国内甲醇开工率及库存

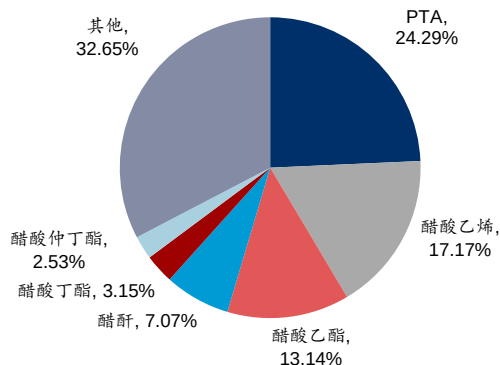


资料来源：隆众资讯，华泰研究

醋酸：供应宽松预期下价差空间有限，配套原料企业或保持盈利韧性

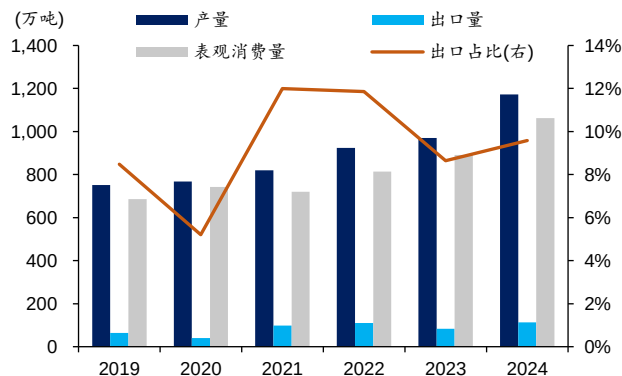
醋酸是重要化工品，PTA、醋酸乙烯是醋酸的重要下游，下游增长带动醋酸产量增长显著。据隆众资讯，2024 年醋酸下游消费结构中，PTA/醋酸乙烯/醋酸乙酯占比为 24%/17%/13%，其余下游还包括醋酐、醋酸丁酯、氯乙酸等。自 2021 年以来醋酸产量增长显著，21-24 年 CAGR 约 7%，主要受益于聚酯纤维、光伏产业扩张带来的 PTA、醋酸乙烯产量增长。此外，21 年后我国醋酸出口量占国内产量比例在 10% 以上，其中主要出口国为印度，占出口量 50% 以上。印度在化纤、纺织领域的增长带动其醋酸需求快速增加。

图表24：2024 年醋酸下游消费结构



资料来源：隆众资讯，华泰研究

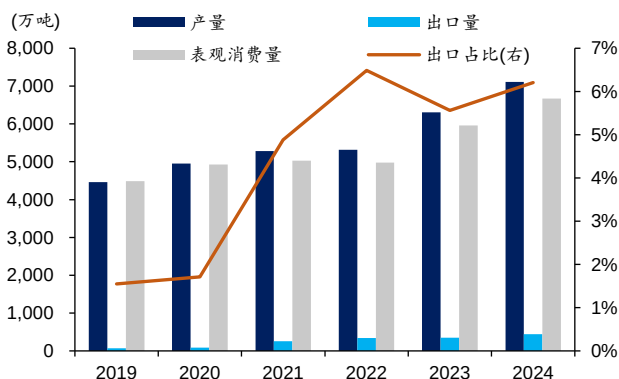
图表25：醋酸产量和消费量变化



资料来源：海关总署，隆众资讯，华泰研究

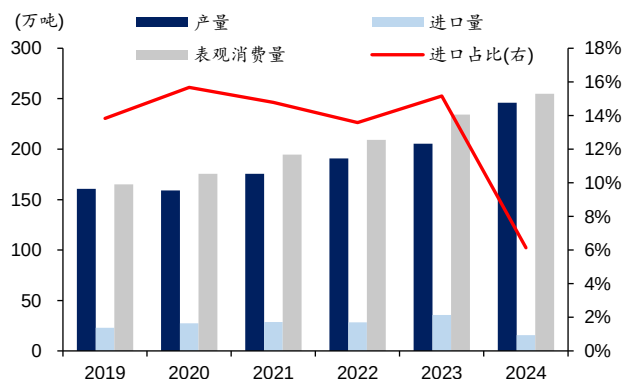
国内 PTA、醋酸乙烯未来仍有扩产计划，醋酸需求仍有一定增量空间。作为醋酸的重要下游，2021 年以来 PTA、醋酸乙烯进入扩产节奏，年产量同比增长较快，其中 PTA 出口量已逐步提升，开始稳步供应海外，而国内醋酸乙烯方面仍有进口替代空间。据百川盈孚和隆众资讯，国内 PTA、醋酸乙烯未来仍有部分扩产计划，25-26 年 PTA/醋酸乙烯新增产能达 620/79 万吨/年，醋酸需求仍有一定增量空间。

图表26：PTA 产量和消费量变化



资料来源：海关总署，隆众资讯，华泰研究

图表27：醋酸乙烯产量和消费量变化



资料来源：海关总署，隆众资讯，华泰研究

图表28：25-28 年 PTA 新增及规划产能情况

企业	工艺路线	产能(万吨/年)	预计投产时间	省份	备注
江苏虹港石化	催化氧化	250	2025-06	江苏	已投产
江苏海陵石化	催化氧化	320	2025-07	江苏	
浙江独山能源	催化氧化	300	2025-10	浙江	
2025 年合计		620			
福建福海创石化	催化氧化	300	2027-12	福建	
中石化乌鲁木齐石化	催化氧化	200	2028-12	新疆	
远东仪化石化	催化氧化	200	2028-12	江苏	
2027-2028 年合计		700			

资料来源：隆众资讯，相关公开信息及环评文件，华泰研究

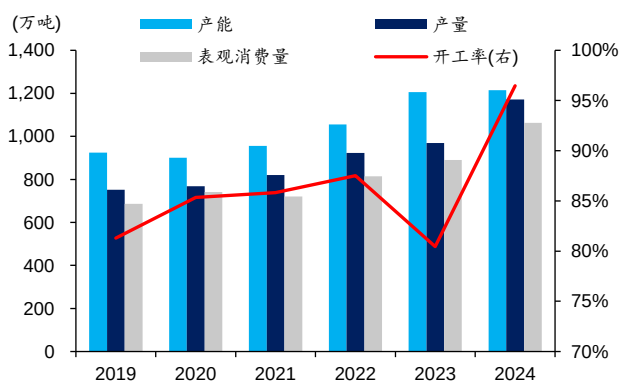
图表29：25-26 年醋酸乙烯新增及规划产能情况

企业	工艺路线	产能(万吨/年)	预计投产时间	省份	备注
宁夏宝丰	电石法	10	2025-04	宁夏	已投产
2025 年合计		10			
广西华谊	电石法	30	2026-01	广西	
塞拉尼斯（南京）	石油裂解乙烯直接合成	9	2026-05	江苏	
中石化上海石化	石油裂解乙烯直接合成	30	2026-12	上海	
2026 年合计		69			

资料来源：百川盈孚，隆众资讯，相关公开信息及环评文件，华泰研究

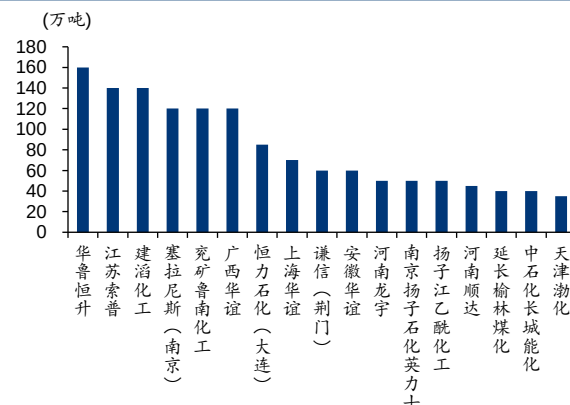
24 年国内醋酸整体供应偏紧，25 年或有多个新项目集中投产，但投产节奏有延后趋势。据隆众资讯统计，2024 年醋酸产能为 1215 万吨，较 23 年增长 10 万吨，而产量为 1172 万吨，较 23 年增加 203 万吨，因此导致 24 年产能利用率达到 95% 以上，主要原因系醋酸乙烯产能增长较快。受此影响，25 年有多个醋酸新项目规划投产，其中包括建滔化工、上海华谊、浙石化、揭阳巨正源等企业。但由于醋酸乙烯供应宽松趋势初显，且多个醋酸新项目并未配套甲醇/煤炭上游一体化，外购甲醇成本较高，新项目投产节奏有延后趋势。据隆众资讯及相关上市公司年报，国内醋酸产能较大的企业有华鲁恒升、江苏索普、华谊集团（包括上海华谊和安徽华谊）、建滔化工，拥有醋酸名义产能 160/140/130/140 万吨/年，均拥有甲醇/煤炭配套上游，在醋酸生产成本上较外购甲醇具备优势。

图表30：醋酸产能和产量变化



资料来源：百川盈孚，隆众资讯，华泰研究

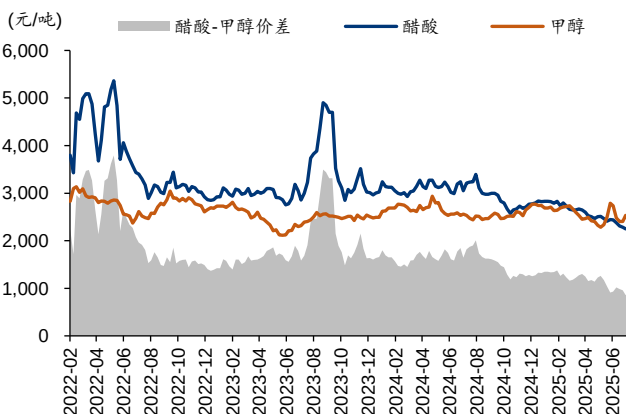
图表31：2025 年 7 月国内醋酸企业产能（单位：万吨/年）



资料来源：隆众资讯，相关公开信息及环评文件，华泰研究

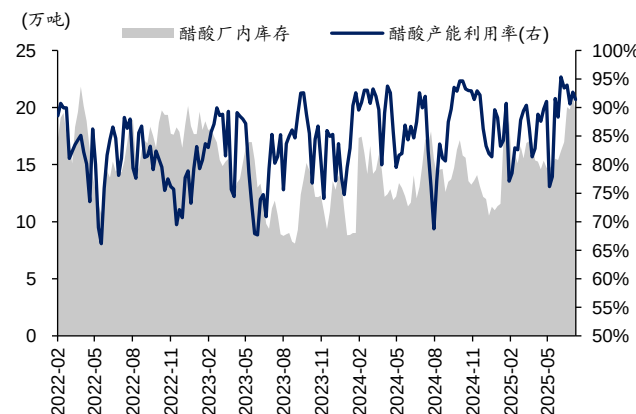
24 年底新产能投产致醋酸价格跌幅明显，供应宽松预期下未来醋酸价差空间或有限，自产甲醇企业盈利韧性较强。尽管 24 年整体而言行业开工率较高，但 24 年底因有 80 万吨/年大型醋酸装置投产致紧平衡状态打破，醋酸价格跌幅较明显，外购甲醇企业利润有所承压。据隆众资讯及相关公开环评文件，25 年亦有超过 350 万吨/年醋酸新产能预计投产，供应宽松预期下，醋酸-甲醇的价差空间或较为有限。由于国内甲醇价格受伊朗进口甲醇影响较大，中东地缘冲突反复或导致甲醇价格高位波动，自产甲醇企业的盈利韧性较强。据隆众资讯以及相关上市公司披露，2025 年国内大型醋酸企业华鲁恒升、江苏索普、华谊集团、建滔化工的产能 CR4 为 41.2%，且均完全配套自产甲醇。中短期国内醋酸价格若紧贴外购甲醇成本线，拥有自产甲醇装置的企业有望保持盈利韧性。

图表32：醋酸价格及醋酸-甲醇价差



资料来源：隆众资讯，华泰研究

图表33：醋酸开工率及库存

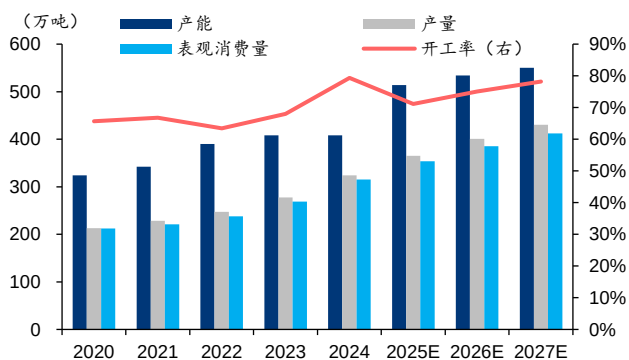


资料来源：隆众资讯，华泰研究

丙烯酸：公司规模领先，C3 一体化程度逐步完善

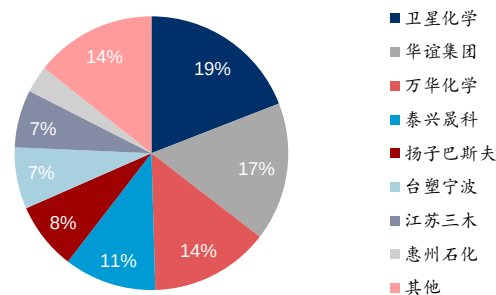
丙烯酸主要用于生产丙烯酸酯、高吸水性树脂（SAP）等产品，丙烯酸行业扩产速度放缓，公司拥有产能规模优势。据百川盈孚，截至 2025 年 6 月，国内丙烯酸产能合计 440 万吨，行业 CR5 为 68%，集中度较高，其中公司具备丙烯酸产能 72 万吨，居行业第二。据隆众资讯，丙烯酸仍有较多产能投放预期，25-27 年预计新增 106/20/16 万吨/年。伴随下游需求恢复，预计丙烯酸行业盈利有望逐步修复。公司凭借产能领先地位，有望在行业供需博弈中脱颖而出。

图表34：2020-2027E 丙烯酸供需平衡情况



资料来源：隆众资讯，石油和化工园区，兴园化工园区研究院，化工新材料，华泰研究

图表35：2025 年 6 月丙烯酸企业年产能分布



资料来源：百川盈孚，华泰研究

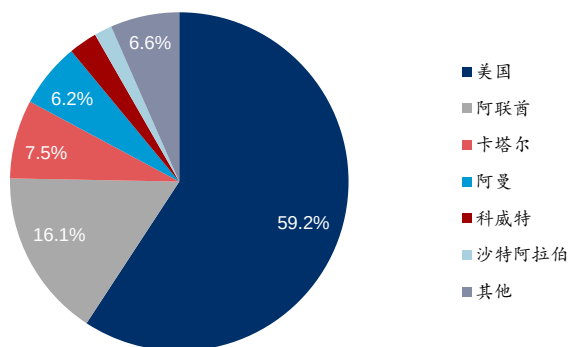
图表36：丙烯酸在建产能统计（截至 2025 年 6 月）

公司名称	产能规模 (万吨)	预计投产时间
万华化学	32	2025 年 1 月
扬子巴斯夫	38	2025 年
渤海化学	16	2025 年
蓝湾新材料	20	2025 年
恒力石化	20	2026 年
合计	142	

资料来源：隆众资讯，石油和化工园区，兴园化工园区研究院，化工新材料，华泰研究

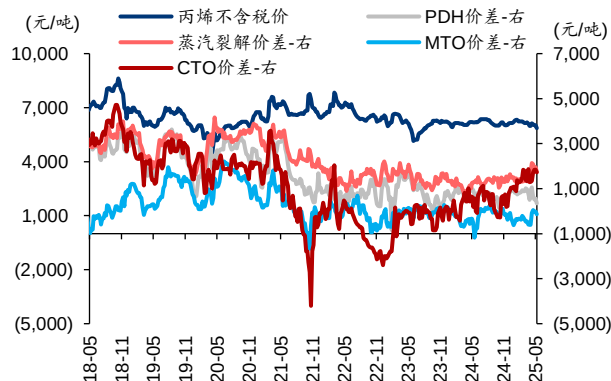
PDH 装置开工波动或影响丙烯酸供应。中短期而言，我国丙烯酸行业较为依赖 PDH 装置，其中万华化学（62 万吨）、卫星化学（84 万吨）、台塑宁波（32 万吨）、广西（32 万吨）合计 210 万吨丙烯酸产能依托上游 PDH 供应原料。我国 PDH 用丙烷大量依赖自美国进口，2024 年丙烷进口结构中美国占比为 59%，受中美贸易摩擦影响，进口丙烷供应量的不确定性增加，PDH 装置经济性减弱下，或影响下游丙烯酸供应。

图表37：2024 年中国丙烷进口结构



资料来源：海关总署，华泰研究

图表38：丙烯价格及价差



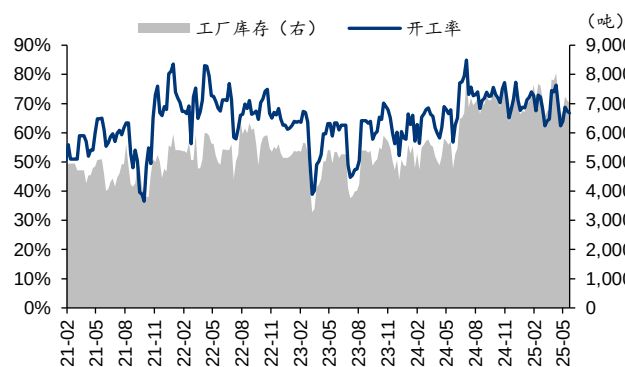
资料来源：隆众资讯，华泰研究

图表39：丙烯酸价格及价差



资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表40：丙烯酸库存及开工率



资料来源：百川盈孚，华泰研究

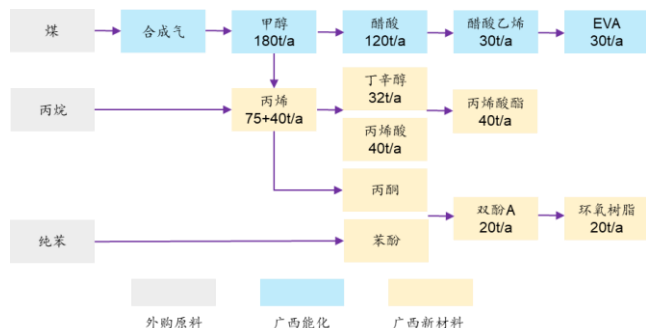
公司丙烯酸开工率稳定，C3 产业链一体化不断完善。据公司公告，子公司上海新材料 32 万吨丙烯酸产能常年保持满产满销，广西新材料 75 万吨 PDH 及下游配套装置已全面达产，24 年开工率至 106%。同时，广西新材料在建 32 万吨/年丁辛醇、8 万吨/年丙烯酸异辛酯、20 万吨/年环氧树脂，新项目预计在 26-27 年逐步投产，公司 C3 产业链一体化不断完善。

广西能化：煤化工优势较显著，优质资产有望注入

广西华谊基地是涵盖煤化工、C3、氯碱工业的大型综合化工基地，投产时间较新。广西华谊基地的业务由三个主体负责：广西新材料（公司持股 60%）、广西能化（华谊控股集团全资子公司）、氯碱化工（A 股上市公司，亦属于华谊控股集团旗下）。基地由 2019 年开始建设，至今已基本完成一期、二期的建设，剩余的三期项目预计在 26 年中交，建设内容包括 EVA、聚醚、双酚 A、环氧树脂等。

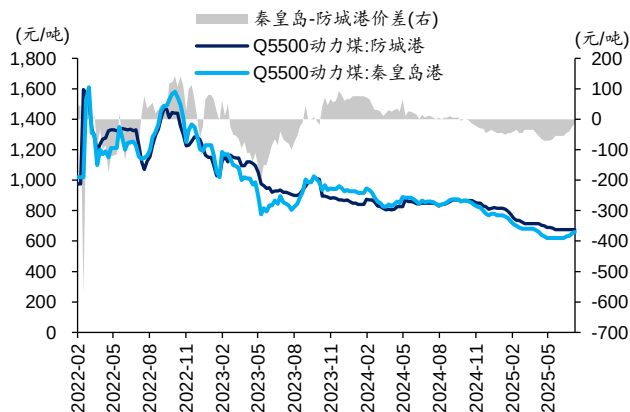
广西能化的业务主要为煤制合成气、甲醇、醋酸等，拥有进口煤原料和周边地区下游需求消纳优势。据公司公告，广西华谊拥有产能 180 万吨/年甲醇、120 万吨/年醋酸，且醋酸装置计划提产至 168 万吨/年，煤化工整体规模较大。广西基地可使用印尼进口煤炭，由于海运成本较铁路运输具有优势，广西防城港的印尼进口煤价格和国内煤价差距较小。据百川盈孚和隆众资讯统计，广西及其周边广东、湖南、海南等省份拥有一定规模的醋酸下游消纳产能，包括醋酸乙烯产能 30 万吨、PTA 产能 1255 万吨、乙酸乙酯产能 82 万吨，因此广西基地周边的下游消纳良好。

图表41：广西华谊基地产业链简图



资料来源：公开环评信息和公司公告，华泰研究

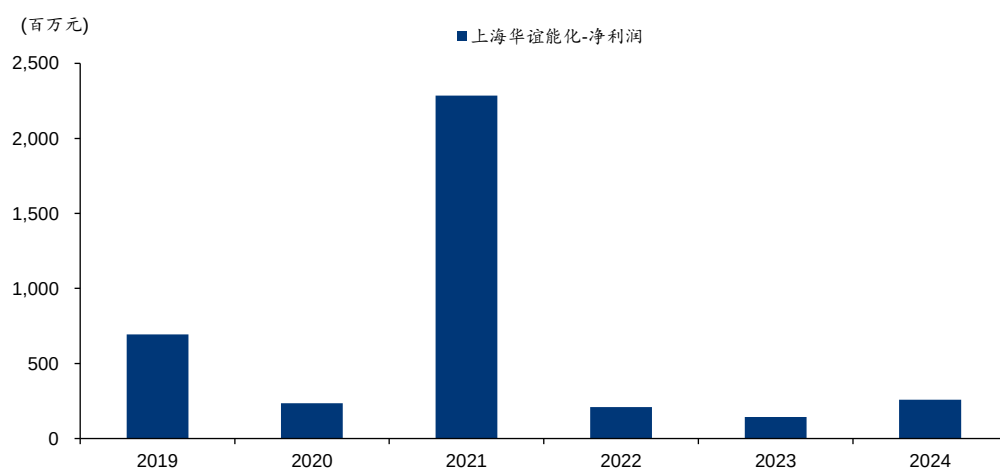
图表42：防城港进口煤价和国内煤价



资料来源：中国煤炭市场网，华泰研究

广西能化盈利空间较好，当前产品通过上市公司代销。广西能化属于公司的控股股东的全资子公司，产品目前由上市公司托管销售，据公司 2017 年 4 月董事会决议公告，在广西基地全部项目完工并稳定盈利后，后续将注入上市公司。广西能化主要产能（180 万吨甲醇+120 万吨醋酸）与上海能化的产能（161 万吨甲醇+130 万吨醋酸，包含能化本部+安徽华谊）相当，我们若以公司披露的上海能化净利润为基础来估算广西能化的盈利能力，考虑上海/安徽基地的煤气化装置建成时间早，而广西基地较新，煤耗等成本或有下降空间，按 24 年上海能化净利润 2.6 亿元为参考，估计广西能化 24 年净利润约 3 亿元，盈利空间较好。

图表43：全资子公司上海华谊能化净利润



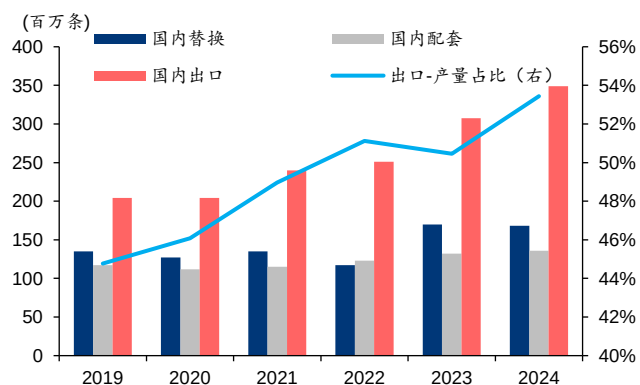
资料来源：公司定期报告，华泰研究

轮胎：重卡景气或带动全钢内需，半钢业务逐步成长

中国是轮胎消费大国，伴随中国汽车保有量的增加以及汽车产量的上升，中国轮胎市场规模不断成长，根据米其林年报，2024 年中国半钢胎全球需求占比约为 19%、全钢胎占比为 28%，其中受益于新能源汽车的带动，半钢配套需求近年来保持快速增长，而全钢胎则受宏观经济偏弱运行影响，行业整体有所缩量。从消费结构来看，2024 年我国半钢胎出口比例约为 53%，全钢胎约为 68%，受欧洲市场消费降级以及亚非拉等地区经济增长带动，近年来中国高性价比轮胎出口规模持续提升。

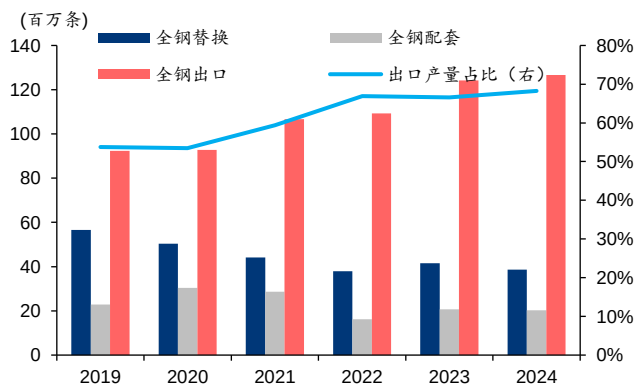
自 2024 年下半年起，中国轮胎行业需求逐步转向承压。半钢胎方面，受中国快速发展的轨道交通影响，居民出行方式更加多元，乘用车单车行驶里程有所下降；叠加我国新能源车需求较好下，部分换胎需求被整车替换所替代。在经历 23-24 年初恢复性增长后，半钢胎替换需求逐步走弱。2025 年 5 月 21 日，欧盟委员会正式对中国半钢胎发起反倾销调查，预计未来在关税压力之下，部分缺乏竞争优势的轮胎品牌出口或将回流，进一步增加国内半钢胎市场竞争压力。全钢胎方面，2024 年以来受经济增速放缓影响行业整体略有承压，但在以旧换新政策延续+国四置换政策靴子落地+新置换政策覆盖天然气车三重政策影响下，25Q2 以来重卡产销得到逐步恢复，25H2 景气度延续下亦有望带动供应链上游需求释放。（详见华泰证券研究所 2025 年 7 月 13 日发布的《汽车/基础化工：重卡年销有望破百万，轮胎出海正当时》）。

图表44：中国半钢轮胎内需与出口情况



资料来源：Michelin Group，海关总署，华泰研究

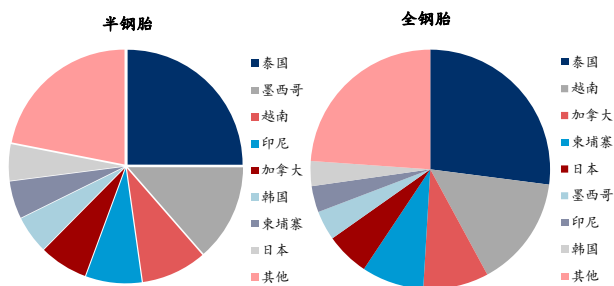
图表45：中国全钢轮胎内需与出口情况



资料来源：Michelin Group，海关总署，华泰研究

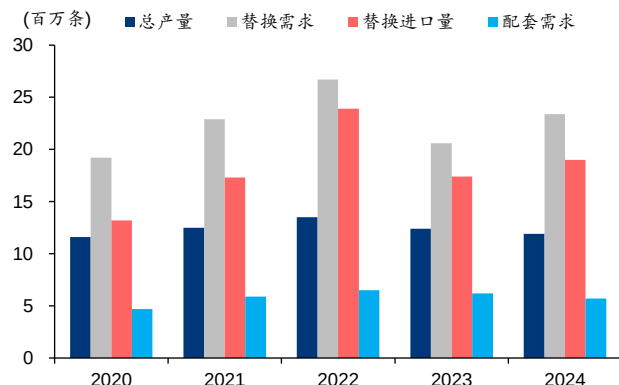
美国是中国轮胎海外产能的重要目标市场。据赛轮轮胎 2025 年 5 月 21 日投资者调研纪要，现行关税下，乘用车及轻卡车轮胎适用于 232 条款中 25% 的税率；其他轮胎产品则适用对等关税。我们认为美国本土轮胎产能相对有限，长期以来进口依赖度保持较高水平，据 Tire Business 2024 年美国全钢胎替换需求量为 23.4 万条，其中进口量为 19 万条，对外依赖度高达 81%，加征关税后美国轮胎进口需求或仍难以缩减。从进口结构来看，据 USITC，2024 年美国全钢胎自泰国进口比例为 27%，是美国轮胎进口第一大来源国，受此影响泰国全钢胎于 2024 年 10 月也相应收到美国商务部的反倾销裁定。考虑泰国反倾销税率以及对美“对等关税”情况，我们认为泰国全钢胎在美竞争力或将有所削弱，泰国出口美国份额或将逐步被越南、柬埔寨等地区承接。

图表46：2024年美国轮胎进口结构



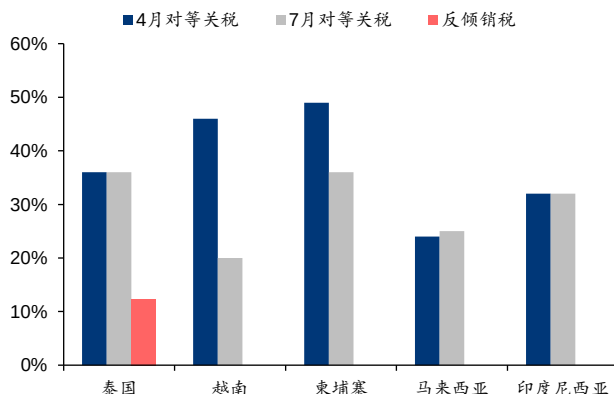
资料来源：USITC，华泰研究

图表47：美国全钢胎供需结构



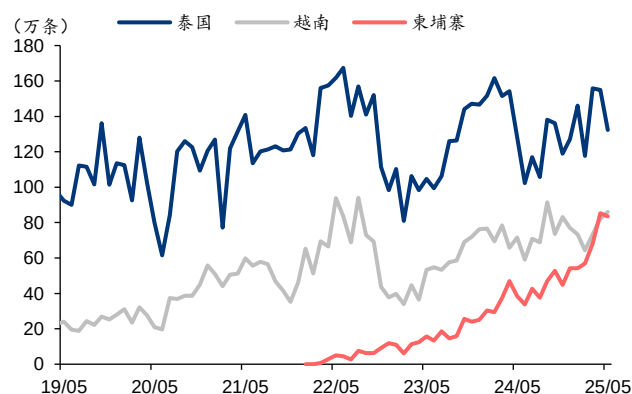
资料来源：USTMA, U.S.Dept. of Commerce, Automotive News, Tire Business, 华泰研究

图表48：国内品牌轮胎主要产地25年对美全钢胎税率征收情况



*注：对美出口轮胎适用税率为最新对等关税叠加反倾销税
资料来源：商务部，Federal Register，华泰研究

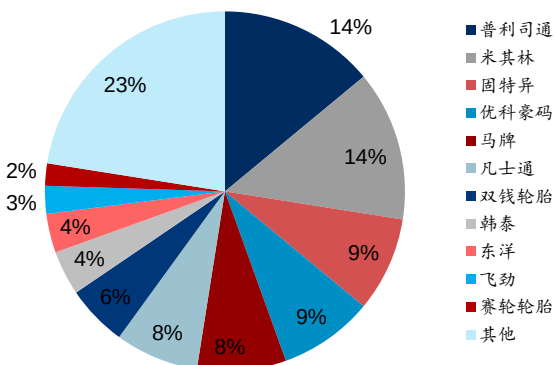
图表49：美国自主主要东南亚地区全钢胎进口情况



资料来源：USITC，华泰研究

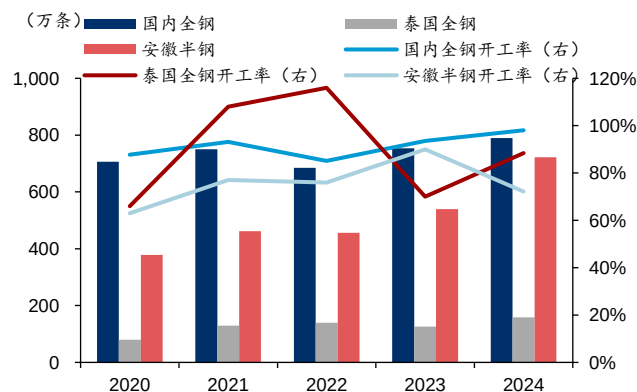
公司拥有双钱（全钢胎）、回力（半钢胎）两大轮胎品牌，全钢胎产能 985 万条，其中泰国产能 180 万条；半钢产能 1000 万条，全部位于国内。公司全钢胎国内生产基地位于江苏、重庆、新疆，近年来开工率整体保持较高水平，产量整体相对稳定，外来有望受益重卡景气周期带动。公司泰国工厂主要面向美国市场，据 Modern Tire Dealer，2024 年公司全钢胎在美市场份额为 5.5%，位列中国品牌第一，但在反倾销税与对等关税影响未来区域竞争优势或将有所削弱。受早期与米其林合作影响，公司半钢胎业务整体发展较慢，2012 年公司成立安徽基地并规划 1500 万条半钢胎项目，2024 年公司 400 万条二期项目顺利投产，未来伴随产能爬坡预计仍有增长空间。

图表50：2024年美国全钢胎市场份额



资料来源：Modern Tire Dealer，华泰研究

图表51：公司轮胎产量与开工率情况

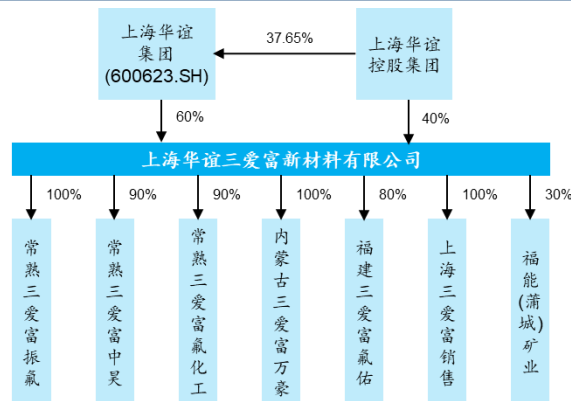


资料来源：公司年报，华泰研究

三爱富：先进氟化工企业，有望受益于四代制冷剂增量空间

上海华谊三爱富新材料有限公司（以下简称“三爱富”）是华谊控股集团的全资氟化工子公司。2025 年 5 月 6 日华谊集团宣布向控股股东以 40.9 亿元现金收购三爱富 60% 股权，目前已完成并表。三爱富的业务包括氟制冷剂等高景气度产品，高价值资产注入有望提升公司盈利规模和估值水平。

图表52：三爱富股权结构（上市公司并购 60% 股权后）



资料来源：三爱富审计报告，华泰研究

三爱富的主要产品包括四代、三代制冷剂以及含氟聚合物、氟电子特气、含氟显示材料等，氟产业链一体化优势较明显。三爱富是国内较早发力于四代制冷剂（HFO）的氟化工企业，主要制冷剂生产子公司常熟中昊为三爱富与科慕共同投资设立（三爱富持股 90%，科慕中国持股 10%），拥有 6000 吨/年 HFO-1234yf、5000 吨/年 HFO-1336mzz 等四代制冷剂产能，且在三代、二代制冷剂方面拥有约 4000 吨/年 HFC-227ea、7000 吨/年 HCFC-22 生产配额。此外，三爱富业务还涵盖 PTFE、PVDF 等含氟聚合物以及六氟丁二烯、PT853、PT95 等氟电子特气、高性能显示材料等含氟精细化学品。三爱富目前主要拥有江苏常熟、内蒙古乌兰察布、福建邵武三大生产基地。持股 30% 子公司福能蒲城矿业拥有 15 万吨/年萤石矿产能，在氟化工原料一体化上具备一定优势。

图表53：三爱富主要产能或 2025 年生产配额

板块	产品	产能（万吨/年）	备注
氟制冷剂	HCFC-22	0.7	2025 年生产配额
	HFC-227ea	0.4	2025 年生产配额
	HFC-152a	0.02	2025 年生产配额
	HFO-1234yf	0.6	
	HFO-1336mzz	0.5	
含氟聚合物	PVDF	2.5	
	PTFE	1.2	
精细化学品	PI	0.1	
	六氟环氧丙烷	0.3	

资料来源：公开环评信息整理，华泰研究

图表54：三爱富 2023、2024 年部分财务数据（单位：亿元）

	2024	2023
总资产	107	88.8
总负债	42.77	26.99
所有者权益	64.23	61.84
资产负债率	40.0%	30.4%
营业总收入	46.19	52.9
销售毛利率	18.0%	18.1%
净利润	2.75	3.74
销售净利率	6.0%	7.1%
ROE	4.3%	6.0%

资料来源：公司公告，华泰研究

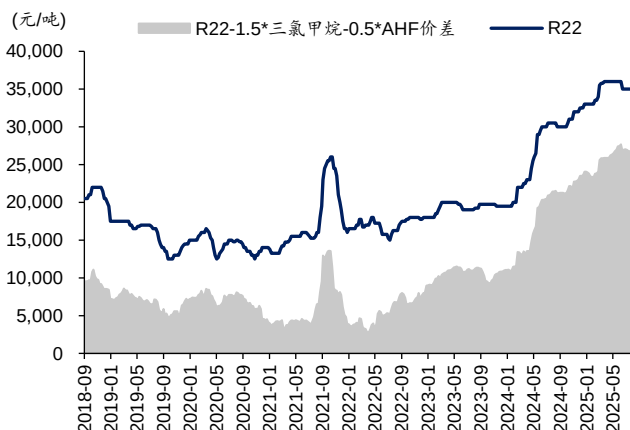
三爱富盈利能力良好，24 年实现净利润 2.75 亿元，毛利率/净利率 18%/6%。据公司公告，三爱富在 23/24 年实现营业收入 46.2/52.9 亿元，实现净利润 3.74/2.75 亿元，综合毛利率 18.0%/18.1%，销售净利率 7.1%/6.0%，整体财务情况良好。

制冷剂：三代、二代产品高景气持续，四代制冷剂应用窗口渐启

目前主流制冷剂为三代、二代产品。制冷剂根据消耗臭氧潜能值（ODP）和全球变暖潜能值（GWP）划分有四代产品，目前主要使用三代、二代产品，包括 HCFC-22、HFC-32、HFC-134a 等（HCFC-和 HFC-均可简称 R）。

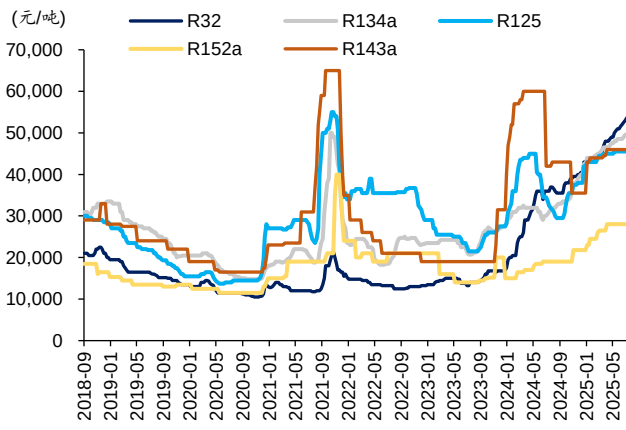
24 年以来二代制冷剂受维修市场和出口需求支撑景气向上，配额制下三代制冷剂亦步入景气周期。R22 作为 HCFCs 中的主要产品，25 年国内企业生产/内用生产配额将分别较 24 年削减 3.3/3.1 万吨至 14.9/8.1 万吨，削减幅度较大。而在需求方面，国内外存量压缩机的维修市场体量仍较大，叠加供应端竞争格局较好，24 年以来 R22 价格持续上升，25 年 R22 景气度有望维持高位。24 年以来，国内三代制冷剂（HFCs）配额制正式实施，在配额落地催化、空调/汽车等需求景气，叠加主流品种供给集中度较高等因素带动下，24 年以来主流 HFCs 产品价格价差呈现上行态势，行业整体亦步入景气周期。25 年三爱富拥有 R22 生产配额/内用生产配额 0.7/0.3 万吨，生产配额占国内总配额的 5%，以及少量 HFCs 配额，包括 0.4 万吨 R227ea 等品种。

图表55：R22 价格及价差



资料来源：百川盈孚，华泰研究

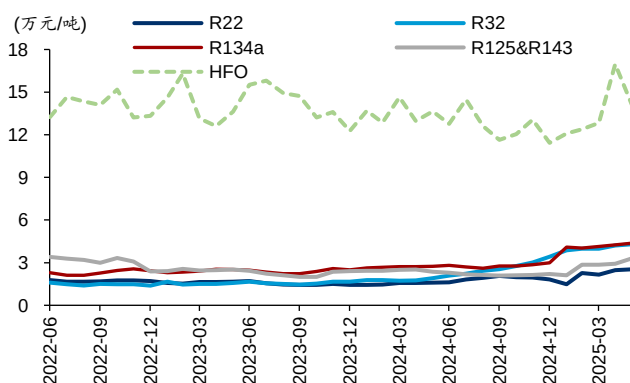
图表56：主流三代制冷剂价格



资料来源：百川盈孚，华泰研究

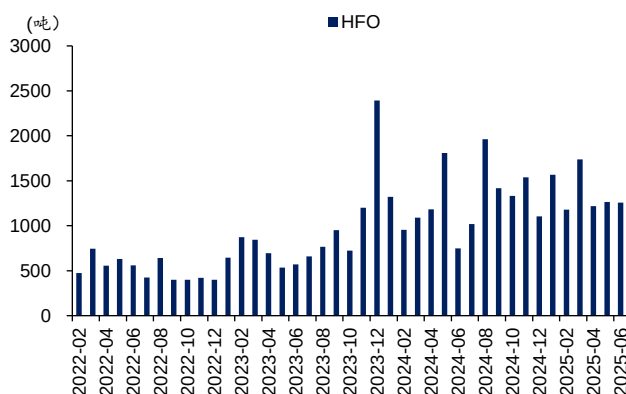
远期三代制冷剂的限制趋势明确，四代制冷剂窗口或将逐步开启。在基加利修正案的限制下，远期而言全球三代制冷剂亦将逐渐淘汰，开发四代制冷剂或替代性方案是未来必然趋势。在华泰证券研究所 2024 年 12 月 31 日发布的报告《基础化工：HFOs 制冷剂未来解法，应用窗口渐启》中，我们认为，HFCs 配额逐步收紧，以及 HFCs 价格涨幅较快，或驱动产业链加快探索替代方案，且海外企业在中国的专利最早于 26 年到期，HFOs 布局窗口或逐步开启。

图表57：HFOs 价格仍显著高于 HCFCs 和 HFCs（月度出口均价）



资料来源：海关总署，华泰研究

图表58：HFOs 出口数量



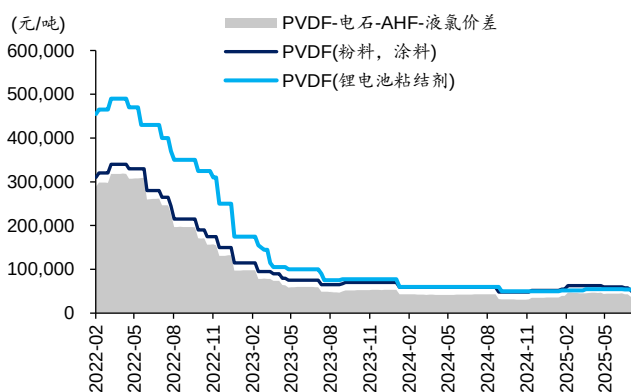
资料来源：海关总署，华泰研究

国内企业在 HFOs 技术上布局较快，三爱富与科慕合作研发，有望率先规模化进入四代制冷剂市场。近年包括巨化股份、永和股份在内的多家国内企业通过技术引进或自主研发，已初步具备 HFOs 的早期技术和产能。伴随海外专利技术保护期到期，叠加国内企业不断突破规模化技术，推动成本下降，我们认为 HFOs 产品的应用有望逐步增长。三爱富与海外龙头企业科慕已在 HFO-1234yf、HFO-1336mzz 等产品上展开多年的合作研发和生产，有望率先受益于四代制冷剂降本后渗透率提升带来的广阔市场空间。

PVDF：新能源领域需求增速可观，供需矛盾有望缓解

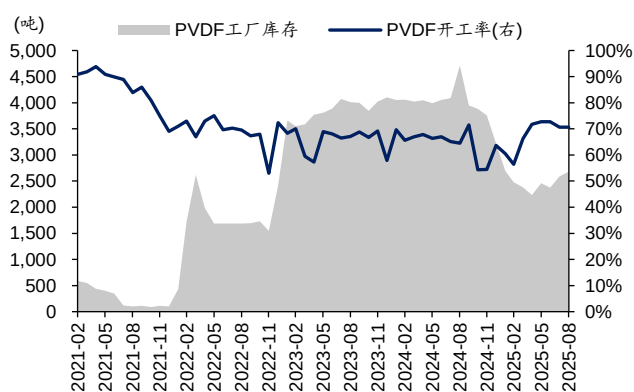
PVDF 集中扩产后价格回落，25 年以来新能源需求支撑 PVDF 价格回暖。 PVDF（聚偏氟乙烯）属于涂膜塑料，2021 年因锂电池等新能源领域的需求大增，锂电池级 PVDF 价格上涨至 50 万元/吨，吸引众多企业进入。23 年行业新增产能集中投产，供需失衡逐步显现，单吨价格下跌至 6 万元以下。开工和库存方面，经历 23 年产能集中投放后，PVDF 累库压力凸显，开工率下跌至 70% 以下，而 25 年初以来新能源领域需求增速较为可观，叠加 PVDF 低开工率下，行业库存水平高位回落，支撑 PVDF 价格有所回暖。

图表59：PVDF 价格及价差变化



资料来源：百川盈孚，华泰研究

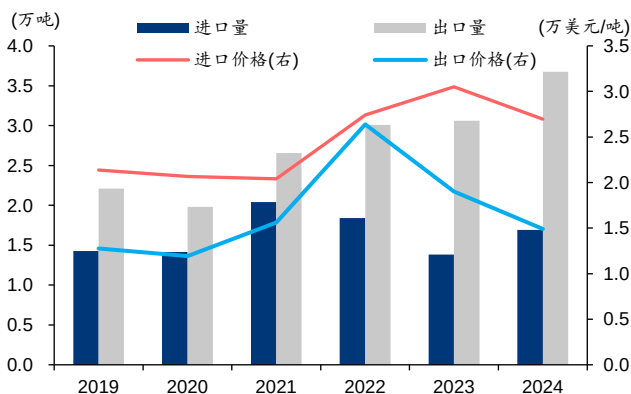
图表60：PVDF 库存及开工变化



资料来源：百川盈孚，华泰研究

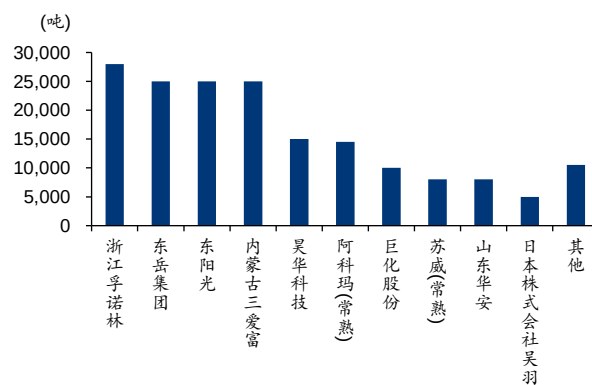
PVDF 供给宽松局面或缓解，公司产能有望受益。 据百川盈孚，2024 年国内 PVDF 产能约 17 万吨，行业产能利用率仅 60-70%，进入 25 年以来，由于原料端 R142b 价格上涨，企业控制产量和库存的同时，逐步提高报价，行业累库压力缓解。三爱富拥有 25000 吨/年 PVDF 产能，规模居国内头部。伴随下游新能源汽车等行业需求增速较快，未来供需矛盾有望逐步缓解。

图表61：PVDF 进出口情况



资料来源：海关总署，华泰研究

图表62：2024 年国内 PVDF 企业产能（单位：万吨/年）



资料来源：百川盈孚，相关公司公告，华泰研究

首次覆盖华谊集团，给予“增持”评级

(一) 甲醇醋酸/工业气体/丙烯及下游/轮胎业务的产销、毛利假设

1) 甲醇/醋酸及酯：伴随下游 MTO、醋酸等新产能逐步投产，叠加甲醇供应增量或有限，我们认为甲醇价格有望同比上行，成本支撑下醋酸价格亦有望上涨，预计 25-27 年甲醇/醋酸均价 2720/2800/2850 元/吨。据公司公告，预计 26 年气体公司的 80 万吨/年醋酸投产，考虑新产能爬坡时间，预计 25-27 年开工率 60%/58%/60%。原料煤价格改善下，利润空间有望修复，预计 25-27 年板块毛利率-1.5%/3%/3.5%。

2) 工业气体：公司的工业气体主要供应周边园区，盈利较稳定。原料煤支撑偏弱下，预计 25-27 年工业气体均价 1.1/1.1/1.1 元/m³，开工率均有望维持满产满销，毛利率为 16%/17%/17%。

3) 丙烯及下游：公司 C3 产品主要为丙烯酸及酯、双酚 A，据公司公告，27 年广西新材料 32 万吨丁辛醇、20 万吨环氧树脂计划投产。23-24 年丙烯酸行业新增供给较多致价格承压，25 年初以来因行业开工率长期较低导致供需逐步偏紧，因此我们预计 25-27 年公司丙烯及下游产品均价 7600/7650/7650 元/吨，开工率为 95%/97%/98%，伴随公司 C3 一体化程度完善以及丁辛醇、环氧树脂等毛利率较高的产品陆续投产，我们预计 25-27 年毛利率为 4.2%/5.2%/6.0%。

4) 轮胎：轮胎业务方面，近年来国内竞争加剧致 23 年以来轮胎价格下行，而海外需求提速下，公司的海外布局有望受益，预计 25-27 年轮胎均价 650/640/640 元/条。海外关税有望放国产轮胎性价比优势，且原料端天然胶/合成胶价格改善下（详见华泰证券研究所 2025 年 6 月 13 日发布的《基础化工：关税消化+成本改善，轮胎拐点渐近》），预计 25-27 年开工率 85%/86%/87%，毛利率 9%/9.5%/10%。

图表63： 甲醇醋酸/工业气体/丙烯及下游/轮胎业务产销、毛利假设

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
甲醇/醋酸及酯					
分部收入（百万元）	4416.6	4563.1	4749.1	6025.0	6344.1
单价（元/吨）	2747	2659	2720	2800	2850
yoy	-15.9%	-3.2%	2.3%	2.9%	1.8%
产能（万吨）	291	291	291	371	371
销量（万吨）	160.8	171.6	174.6	215.2	222.6
yoy	-13.2%	6.7%	1.7%	23.2%	3.4%
开工率	55.3%	59.0%	60%	58%	60%
毛利率	-13.6%	-3.6%	-1.5%	3.0%	3.5%
分部毛利（百万元）	-599.7	-162.3	-71.2	180.8	222.0
工业气体					
分部收入（百万元）	1564.5	1283.6	1320.0	1320.0	1320.0
单价（元/立方）	1.28	1.13	1.1	1.1	1.1
yoy	-4.4%	-11.5%	-2.6%	0.0%	0.0%
产能（亿方）	12	12	12	12	12
销量（亿方）	12.25	11.36	12.0	12.0	12.0
yoy	-1.4%	-7.3%	5.6%	0.0%	0.0%
开工率	102.1%	94.7%	100%	100%	100%
毛利率	16.8%	15.9%	16.0%	17.0%	17.0%
分部毛利（百万元）	262.9	204.0	211.2	224.4	224.4
丙烯及下游					
分部收入（百万元）	10176.6	13232.4	11479.8	11798.6	15818.7
单价（元/吨）	7290	7315	7600	7650	7650
yoy	-27.7%	0.3%	3.9%	0.7%	0.0%
产能（万吨）	159	159	159	159	211
销量（万吨）	139.6	180.9	151.1	154.2	206.8
yoy	181.6%	29.6%	-16.5%	2.1%	34.1%
开工率	87.8%	113.8%	95%	97%	98%
毛利率	6.4%	3.0%	4.2%	5.2%	6.0%
分部毛利（百万元）	654.6	393.5	482.2	613.5	949.1

轮胎

分部收入 (百万元)	10184.1	10941.1	10967.1	10925.4	11052.5
单价 (元/条)	685	674	650	640	640
yoy	-10.1%	-1.6%	-3.5%	-1.5%	0.0%
产能 (万吨)	1585	1985	1985	1985	1985
销量 (万吨)	1487.35	1623.97	1687.3	1707.1	1727.0
yoy	13.0%	9.2%	3.9%	1.2%	1.2%
开工率	93.8%	81.8%	85%	86%	87%
毛利率	12.4%	9.9%	9.0%	9.5%	10.0%
分部毛利 (百万元)	1258.7	1083.4	987.0	1037.9	1105.2

资料来源：公司定期报告和经营数据，华泰研究预测

(二) 其他业务盈利及期间费用假设

1) 涂料及树脂：该业务主要包括汽车、船舶涂料、油漆、工程塑料等。我们预计该业务有望跟随海工涂料出口增长以及公司轮胎业务增长，预计 25-27 年板块收入同比 +0.4%/+1%/+1% 至 9.8/9.9/10 亿元，毛利率 17%/18%/18%。

2) 其他精细化工：该业务主要包括试剂及中间体、颜料等。精细化工领域的竞争程度较小，而大宗原料价格呈下降趋势，我们预计 25-27 年板块收入同比 +2%/+7%/+6.5% 至 14.5/15.5/16.5 亿元，毛利率 13%/13.5%/14%。

3) 化工服务、日化产品：我们预计该业务盈利有望保持稳定，预计 25-27 年化工服务收入 64/65/66 亿元，毛利率 4.5%/5.2%/5.5%；日化产品收入 9/9/9 亿元，毛利率 20%/20%/20%。

4) 期间费用率：公司三费率和研发费用率方面多年来基本保持稳定，公司负债结构合理，现金流较充足。我们预计 25-27 年销售费用率 1.4%/1.4%/1.4%，管理费用率 2.6%/2.6%/2.5%，研发费用率 1.9%/2%/2%，财务费用率 0.6%/0.6%/0.6%。

图表64： 盈利预测简表 (单位：百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	41326.7	45103.0	43446.0	45209.1	49885.3
yoy	6.1%	9.1%	-3.7%	4.1%	10.3%
甲醇/醋酸及酯	4416.6	4563.1	4749.1	6025.0	6344.1
工业气体	1564.5	1283.6	1320.0	1320.0	1320.0
丙烯及下游	10176.6	13232.4	11479.8	11798.6	15818.7
涂料及树脂	826.8	976.2	980	990	1000
其他精细化工	1655.8	1424.7	1450	1550	1650
轮胎	10184.1	10941.1	10967.1	10925.4	11052.5
化工服务	6408.5	6640.3	6400	6500	6600
日化产品	1070.3	912.2	900	900	900
其他业务	5023.47	5129.41	5200	5200	5200
毛利率	9.4%	8.2%	8.6%	9.4%	9.5%
yoy	-4.6%	-12.8%	5.0%	9.7%	1.2%
甲醇/醋酸及酯	-13.6%	-3.6%	-1.5%	3.0%	3.5%
工业气体	16.8%	15.9%	16.0%	17.0%	17.0%
丙烯及下游	6.4%	3.0%	4.2%	5.2%	6.0%
涂料及树脂	18.5%	18.5%	17.0%	18.0%	18.3%
其他精细化工	23.0%	12.7%	13.0%	13.5%	14.0%
轮胎	12.4%	9.9%	9.0%	9.5%	10.0%
化工服务	4.3%	4.2%	4.5%	5.2%	5.5%
日化产品	19.7%	22.9%	20.0%	20.0%	20.0%
其他业务	25.5%	25.8%	25.0%	25.0%	25.0%
分部毛利	3877.6	3690.9	3732.3	4262.0	4757.8
yoy	1.2%	-4.8%	1.1%	14.2%	11.6%
甲醇/醋酸及酯	-599.7	-162.3	-71.2	180.8	222.0
工业气体	262.9	204.0	211.2	224.4	224.4
丙烯及下游	654.6	393.5	482.2	613.5	949.1
涂料及树脂	152.6	180.5	166.6	178.2	183.0
其他精细化工	381.2	181.6	188.5	209.3	231.0
轮胎	1258.7	1083.4	987.0	1037.9	1105.2

化工服务	277.6	277.4	288.0	338.0	363.0
日化产品	211.1	208.9	180.0	180.0	180.0
其他业务	1278.7	1323.9	1300.0	1300.0	1300.0
期间费用率	6.8%	6.5%	6.5%	6.6%	6.6%
销售费用率	1.5%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用率	2.7%	2.4%	2.6%	2.6%	2.5%
研发费用率	2.0%	2.1%	1.9%	2.0%	2.0%
财务费用率	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
归母净利润	905.32	910.64	1137.91	1377.55	1558.72
yoy	-29.3%	0.6%	25.0%	21.1%	13.2%
EPS (元/股)	0.42	0.43	0.54	0.65	0.73

资料来源：公司定期报告和经营数据，华泰研究预测

我们预计公司 25-27 年归母净利润 11.4/13.8/15.6 亿元, 同比+25%/+21%/+13%, 对应 EPS 为 0.54/0.65/0.73 元/股。我们选取拥有甲醇/醋酸、丙烯及下游、精细化工等主营业务的万华化学、恒力石化、巨化股份、昊华科技作为可比公司。参考可比公司 25 年 Wind 一致预期平均 18xPE, 给予华谊集团 25 年 18xPE, 目标价 9.72 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表65：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS (元)			P/E (x)		
		8 月 8 日	8 月 8 日	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
万华化学	600309 CH	60.80	1903	4.46	5.40	6.16	14	11	10
恒力石化	600346 CH	15.26	1074	1.17	1.37	1.58	13	11	10
巨化股份	600160 CH	28.46	768	1.55	1.92	2.30	18	15	12
昊华科技	600378 CH	26.09	337	1.04	1.28	1.59	25	20	16
平均							18	14	12

注：可比公司盈利均采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

新项目进度较慢

公司规划有醋酸、丁辛醇、环氧丙烷等新项目，若新项目投产进度不及预期，公司的营业收入和净利润增量可能减少，进而对公司远期 EPS 产生不利影响。

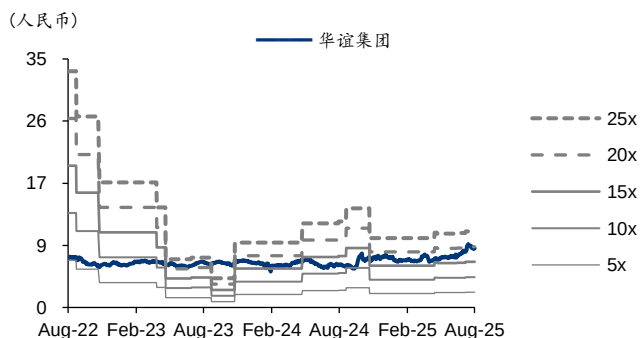
下游需求不及预期

在盈利预测中，我们对甲醇/醋酸/丙烯及下游等产品做出了未来供需可能进入偏紧态势的假设，若下游需求增速较慢，或行业内新增产能较多，可能对相关产品的价格产生不利影响。此外，若四代制冷剂 HFOs 渗透率不及预期，可能对三爱富的未来业绩造成不利影响。

股东资产注入进度较慢

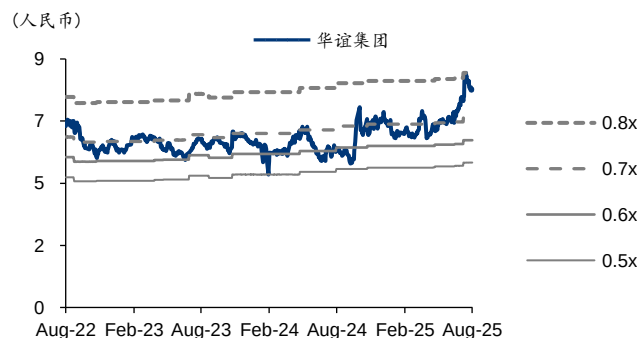
公司控股股东的子公司广西能化近年来盈利能力较好，未来有望注入上市公司。尽管我们的盈利预测中不包含广西能化，但市场预期可能包含此类优质资产注入事件。若进度较慢，可能对公司股价产生不利影响。

图表66：华谊集团 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表67：华谊集团 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，庄汀洲、张雄，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者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。

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。华泰证券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。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰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。华泰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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券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华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲、张雄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司