

# 华谊集团 (600623)

证券研究报告

2026年05月14日

## 履行关联交易承诺，筹划资产置换

**事件：**公司发布《关于筹划资产置换暨关联交易的提示性公告》，上海华谊集团股份有限公司（以下简称“华谊集团”）拟与控股股东上海华谊控股集团有限公司（以下简称“上海华谊”）进行资产置换暨关联交易，拟置出资产为公司持有的上海华谊能源化工有限公司（以下简称“上海能化”）100%股权及其持有的八家控/参股公司股权，拟置入资产为上海华谊持有的广西华谊能源化工有限公司（以下简称“广西能化”）51%股权。

**置出资产 25 年亏损，关键安徽产能不含置出范围，吴泾工厂已完成停产，置入资产盈利良好，聚焦主业与发展，履行关联交易承诺。**

根据华谊集团 2025 年财报，上海能化截止 2025 年末总资产 101.57 亿元，净资产 73.04 亿元，2025 年实现营业收入 103.68 亿元，占公司 2025 年总营业收入比例为 22.33%，实现营业利润-4195.12 万元，净利润-8261.11 万元。上海能化持有的八家控/参股公司股权包括：昆山宝盐气体有限公司 40%股权、吴江淀山湖红顶度假村有限公司 100%股权、上海林德二氧化碳有限公司 25.7%股权、上海焦化化工发展商社 39%股权、上海焦化三十七加油站有限公司 50%股权、上海阿科玛双氧水有限公司 33.33%股权、华凌涂料有限公司 0.79%股权、上海宝鼎投资股份有限公司 0.48%股权。

根据《第十一届董事会第十五次会议决议公告》，会议审议通过了《关于上海华谊能源化工有限公司所持安徽华谊化工有限公司 94%股权无偿划转的议案》，将上海能化所持的安徽华谊化工有限公司（以下简称“安徽华谊”）94%股权无偿划转给上海华谊能化化工有限公司。因此此次置出并不包含安徽华谊资产。根据 2025 年年报数据，安徽华谊总资产 23.04 亿元，净资产 20.09 亿元，2025 年实现营业收入 27.95 亿元，实现净利润 1.26 亿元，考虑安徽华谊从上海能化资产中减去，上海能化剩余总资产 78.52 亿元，净资产 52.19 亿元，营业收入 75.73 亿元，净利润-2.08 亿元，置出资产 2025 年亏损幅度较大。

根据《华谊集团:关于子公司部分装置停产的公告》，上海能化吴泾基地 25 年 9 月已完成停产。2024 年吴泾基地甲醇设计产能 95 万吨，2024 年产能利用率 46.5%；醋酸设计产能 70 万吨，2024 年产能利用率 70.7%。上海能化吴泾基地装置 2024 年末资产总额占公司最近一期经审计资产总额的 7.9%，2024 年度营业收入占公司合并报表营业收入比例为 5.9%，2024 年净利润为-12,235.2 万元。

本次拟置入的资产为上海华谊持有的广西华谊能源化工有限公司 51%股权，近年来，拟置入资产广西能化经营情况良好且已实现盈利。通过本次交易，广西能化将纳入公司合并范围，一方面聚焦主业并完成转型升级，一方面增强盈利，并履行前期关联交易承诺，增强上市公司独立性。

**风险提示：**本次交易尚处于筹划阶段，交易方案及该项交易最终是否能够达成尚存在重大不确定性；审批程序存在未能通过风险；安全生产风险。

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	45,103.03	46,437.13	51,391.97	54,249.69	54,943.66
增长率(%)	9.14	2.96	10.67	5.56	1.28
EBITDA(百万元)	4,779.48	4,687.83	6,906.63	8,055.00	8,934.66
归属母公司净利润(百万元)	910.64	554.71	1,929.85	2,211.99	2,413.64
增长率(%)	0.59	(39.09)	247.90	14.62	9.12
EPS(元/股)	0.43	0.26	0.91	1.04	1.14
市盈率(P/E)	22.12	36.16	10.40	9.07	8.31
市净率(P/B)	0.89	0.90	0.68	0.66	0.63
市销率(P/S)	0.45	0.43	0.39	0.37	0.37
EV/EBITDA	1.13	3.21	3.76	3.10	3.06

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（维持评级）
当前价格	9.45 元
目标价格	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)	1,876.03
A 股总市值(百万元)	17,763.46
流通 A 股市值(百万元)	17,728.53
每股净资产(元)	10.62
资产负债率(%)	56.85
一年内最高/最低(元)	12.26/7.05

### 作者

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

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

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

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《华谊集团-半年报点评:归母净利润同比上行，多项目完成投产》 2025-09-28
- 《华谊集团-首次覆盖报告:上海国资化工平台，收购三爱富股权扩大版图》 2025-07-17
- 《华谊集团-公司研究简报:看好公司的三点逻辑》 2018-10-07

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	15,828.67	12,961.27	10,278.39	10,849.94	10,988.73
应收票据及应收账款	1,562.57	2,514.57	1,470.90	2,738.82	1,710.67
预付账款	413.57	445.59	653.76	405.48	653.13
存货	5,434.69	5,567.78	6,091.51	6,038.42	6,193.43
其他	3,210.17	5,045.90	4,887.03	5,326.15	5,186.64
<b>流动资产合计</b>	<b>26,449.68</b>	<b>26,535.11</b>	<b>23,381.59</b>	<b>25,358.81</b>	<b>24,732.60</b>
长期股权投资	5,298.73	5,052.94	5,052.94	5,052.94	5,052.94
固定资产	17,882.04	20,382.42	29,083.95	34,058.90	37,581.05
在建工程	3,839.48	10,035.12	10,550.00	8,372.82	7,284.23
无形资产	1,984.68	2,192.76	2,067.32	1,941.88	1,816.44
其他	9,417.22	7,227.14	7,043.72	6,860.29	6,771.57
<b>非流动资产合计</b>	<b>38,422.16</b>	<b>44,890.39</b>	<b>53,797.93</b>	<b>56,286.83</b>	<b>58,506.23</b>
<b>资产总计</b>	<b>64,871.83</b>	<b>71,425.49</b>	<b>77,179.52</b>	<b>81,645.64</b>	<b>83,238.83</b>
短期借款	2,899.82	2,557.27	6,132.30	7,956.85	9,961.16
应付票据及应付账款	7,029.45	8,708.22	6,758.96	9,643.89	7,112.75
其他	17,124.25	19,016.16	15,299.56	16,112.01	16,263.15
<b>流动负债合计</b>	<b>27,053.52</b>	<b>30,281.64</b>	<b>28,190.82</b>	<b>33,712.75</b>	<b>33,337.06</b>
长期借款	8,537.56	8,423.16	8,928.49	6,154.32	6,160.68
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,364.36	1,902.17	1,902.17	1,902.17	1,902.17
<b>非流动负债合计</b>	<b>9,901.92</b>	<b>10,325.33</b>	<b>10,830.65</b>	<b>8,056.49</b>	<b>8,062.85</b>
<b>负债合计</b>	<b>36,955.45</b>	<b>40,606.97</b>	<b>39,021.47</b>	<b>41,769.24</b>	<b>41,399.90</b>
少数股东权益	5,286.48	8,443.42	8,826.11	9,327.87	9,888.71
股本	2,131.45	2,122.83	2,122.83	2,122.83	2,122.83
资本公积	9,312.09	7,179.59	13,075.02	13,075.02	13,149.20
留存收益	11,486.15	13,216.89	14,278.31	15,494.90	16,822.41
其他	(299.78)	(144.22)	(144.22)	(144.22)	(144.22)
<b>股东权益合计</b>	<b>27,916.39</b>	<b>30,818.52</b>	<b>38,158.05</b>	<b>39,876.40</b>	<b>41,838.93</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>64,871.83</b>	<b>71,425.49</b>	<b>77,179.52</b>	<b>81,645.64</b>	<b>83,238.83</b>

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,248.24	557.55	1,929.85	2,211.99	2,413.64
折旧摊销	2,155.83	2,561.98	3,104.67	3,523.31	3,887.52
财务费用	375.45	303.80	372.20	418.63	433.87
投资损失	(812.46)	(519.37)	(515.22)	(610.26)	(614.33)
营运资金变动	126.44	(5,130.97)	(4,881.03)	2,605.90	(1,395.52)
其它	594.59	4,011.43	826.56	1,043.05	1,150.47
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,688.09</b>	<b>1,784.41</b>	<b>837.02</b>	<b>9,192.61</b>	<b>5,875.65</b>
资本支出	4,593.53	10,502.50	12,195.64	6,195.64	6,195.64
长期投资	274.80	(245.79)	0.00	0.00	0.00
其他	(7,324.25)	(13,423.24)	(24,137.58)	(12,042.54)	(12,038.47)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,455.91)</b>	<b>(3,166.53)</b>	<b>(11,941.94)</b>	<b>(5,846.90)</b>	<b>(5,842.84)</b>
债权融资	(768.61)	(317.13)	3,708.15	(1,368.24)	1,576.80
股权融资	(201.20)	(1,985.56)	4,713.89	(1,405.92)	(1,470.82)
其他	(746.73)	827.22	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,716.54)</b>	<b>(1,475.47)</b>	<b>8,422.04</b>	<b>(2,774.17)</b>	<b>105.98</b>
汇率变动影响	1.95	(0.74)	0.92	0.71	0.30
<b>现金净增加额</b>	<b>(482.41)</b>	<b>(2,858.33)</b>	<b>(2,681.95)</b>	<b>572.25</b>	<b>139.09</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>45,103.03</b>	<b>46,437.13</b>	<b>51,391.97</b>	<b>54,249.69</b>	<b>54,943.66</b>
营业成本	41,412.15	42,557.90	45,430.00	47,475.46	47,615.04
营业税金及附加	166.10	227.51	218.33	232.01	245.86
销售费用	597.43	607.72	565.31	596.75	604.38
管理费用	1,067.39	1,567.36	1,182.02	1,247.74	1,263.70
研发费用	927.20	1,213.25	1,027.84	1,084.99	1,098.87
财务费用	336.67	362.34	372.20	418.63	433.87
资产/信用减值损失	(174.89)	(153.82)	(215.42)	(181.38)	(183.54)
公允价值变动收益	16.88	130.76	130.76	130.76	130.76
投资净收益	814.40	518.63	516.14	610.97	614.62
其他	240.07	502.63	337.34	360.01	400.00
<b>营业利润</b>	<b>1,492.56</b>	<b>899.24</b>	<b>3,365.09</b>	<b>4,114.47</b>	<b>4,643.76</b>
营业外收入	56.03	59.02	47.32	54.12	53.49
营业外支出	19.84	149.79	83.81	84.48	106.02
<b>利润总额</b>	<b>1,528.74</b>	<b>808.48</b>	<b>3,328.60</b>	<b>4,084.12</b>	<b>4,591.23</b>
所得税	280.51	250.93	702.96	959.84	1,157.88
<b>净利润</b>	<b>1,248.24</b>	<b>557.55</b>	<b>2,625.64</b>	<b>3,124.28</b>	<b>3,433.35</b>
少数股东损益	337.60	2.83	695.79	912.29	1,019.70
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>910.64</b>	<b>554.71</b>	<b>1,929.85</b>	<b>2,211.99</b>	<b>2,413.64</b>
每股收益 (元)	0.43	0.26	0.91	1.04	1.14

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入	9.14%	2.96%	10.67%	5.56%	1.28%
营业利润	-7.89%	-39.75%	274.21%	22.27%	12.86%
归属于母公司净利润	0.59%	-39.09%	247.90%	14.62%	9.12%
<b>获利能力</b>					
毛利率	8.18%	8.35%	11.60%	12.49%	13.34%
净利率	2.02%	1.19%	3.76%	4.08%	4.39%
ROE	4.02%	2.48%	6.58%	7.24%	7.55%
ROIC	12.73%	6.64%	14.00%	9.85%	10.71%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	56.97%	56.85%	50.56%	51.16%	49.74%
净负债率	-13.92%	-3.16%	15.17%	10.70%	14.68%
流动比率	0.98	0.88	0.83	0.75	0.74
速动比率	0.78	0.69	0.61	0.57	0.56
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	29.65	22.78	25.79	25.77	24.70
存货周转率	8.67	8.44	8.82	8.94	8.98
总资产周转率	0.71	0.68	0.69	0.68	0.67
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.43	0.26	0.91	1.04	1.14
每股经营现金流	1.73	0.84	0.39	4.33	2.77
每股净资产	10.62	10.54	13.82	14.39	15.05
<b>估值比率</b>					
市盈率	22.12	36.16	10.40	9.07	8.31
市净率	0.89	0.90	0.68	0.66	0.63
EV/EBITDA	1.13	3.21	3.76	3.10	3.06
EV/EBIT	1.90	6.49	6.82	5.51	5.42

### 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