

万华化学（600309）

证券研究报告
2025 年 05 月 09 日

销售规模维持良好增长，毛利率下滑及减值影响业绩

事件：万华化学发布 2024 年年报，实现营业收入 1820.69 亿元，同比增长 3.83%；归属于上市公司股东的净利润 130.33 亿元，同比下降 22.49%。按 31.40 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 4.15 元（扣非后为 4.25 元），每股经营现金流为 9.57 元。2025 年一季度公司实现营业收入 430.68 亿元，同比下降 6.7%；实现归属于上市公司股东的净利润 30.82 亿元，同比下降 25.87%；单季度 EPS 0.98 元。公司拟实施 2024 年年度利润分配，以总股本 31.40 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发 12.5 元现金红利（含税）。

三大业务板块均实现营收同比增长。2024 年，公司实现营业收入 1820.69 亿元，分业务看，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现营收 758.44、725.18、282.73 亿元，较去年同期分别增加 84.6、31.9、44.4 亿元，yoy+12.6%、+4.6%、+18.6%；其他主营业务实现营收 211.34 亿元，同比减少 63.4 亿元，yoy-23.1%；产品间抵消为 164.2 亿元，较去年增加约 19.65 亿元。

综合毛利率水平基本持稳，但精细化学品及新材料系列盈利水平同比下滑较多。2024 年，公司实现毛利额 294.26 亿元，同比基本持平；分产品看，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现毛利额 198.35、25.52、36.12 亿元，同比变动+11.7、+1.1、-14.9 亿元。公司综合毛利率为 16.2%，同比仅下滑 0.6pcts；其中聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列毛利率分别为 26.2%、3.5%、12.8%，同比变动-1.5、+0、-8.6pcts。

2024 年公司期间费用率 6.2%，计提减值及资产报废影响利润。销售/管理/财务费用率分别为 0.89%/1.66%/1.15%；研发费用 45.5 亿元，研发费用率 2.5%，依旧维持了较高强度；此外，公司计提资产减值损失 7.4 亿元。

一季度经营表现平稳。一季度公司实现营业收入 431 亿元，同比下降 6.7%；实现综合毛利率 15.7%，同比下滑 1.9 个百分点。具体来看，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现营收 184（yoy+5.3%）、163（yoy-11.8%）、74（yoy+20.7%）亿元。从销量上看，石化业务基本维持平稳为 133 万吨，而聚氨酯和精细化学品及新材料系列均实现良好增长，分别达到 145（yoy+10.7%）、54（yoy+22.7%）万吨，但销售价格均有不同程度下跌。公司期间费用率为 6.7%，同比提升 1pcts，环比下降 2pcts；其中较去年同期主要系管理及研发费用增加；而两者环比则有所下降。

盈利预测与估值：公司部分产品价格今年以来有所回落，结合产品价格趋势、未来产能投放节奏，我们预计 2025-2027 年归母净利润为 131、163、225 亿元（2025、2026 前值为 194、235 亿元），维持“买入”投资评级

风险提示：宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险、新建项目进度及盈利不达预期风险

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	175,360.94	182,069.12	195,727.02	204,554.33	220,230.03
增长率(%)	5.92	3.83	7.50	4.51	7.66
EBITDA(百万元)	35,652.42	36,908.45	36,010.83	42,183.17	51,195.21
归属母公司净利润(百万元)	16,815.76	13,033.07	13,129.78	16,311.28	22,477.33
增长率(%)	3.59	(22.49)	0.74	24.23	37.80
EPS(元/股)	5.36	4.15	4.18	5.20	7.16
市盈率(P/E)	10.35	13.36	13.26	10.67	7.75
市净率(P/B)	1.96	1.84	1.68	1.51	1.33
市销率(P/S)	0.99	0.96	0.89	0.85	0.79
EV/EBITDA	8.22	7.83	6.86	5.93	4.80

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	55.45 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,139.75
流通 A 股股本(百万股)	3,139.75
A 股总市值(百万元)	174,098.95
流通 A 股市值(百万元)	174,098.95
每股净资产(元)	31.31
资产负债率(%)	66.15
一年内最高/最低(元)	100.40/53.89

作者

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

- 1 《万华化学-季报点评:三季度业绩承压，新项目稳步推进》 2024-11-16
- 2 《万华化学-半年报点评:产能释放带动产销规模提升，多项目稳步推进》 2024-08-21
- 3 《万华化学-季报点评:Q3 净利环比微降，各板块销量同比增长》 2023-11-01

事件

万华化学发布 2024 年年报，实现营业收入 1820.69 亿元，同比增长 3.83%；实现营业利润 179.66 亿元，同比下降 11.89%；归属于上市公司股东的净利润 130.33 亿元，同比下降 22.49%，扣除非经常性损益后的净利润 133.59 亿元，同比下降 18.74%。按 31.40 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 4.15 元（扣非后为 4.25 元），每股经营现金流为 9.57 元。

2025 年一季度公司实现营业收入 430.68 亿元，同比下降 6.7%；实现归属于上市公司股东的净利润 30.82 亿元，同比下降 25.87%；单季度 EPS 0.98 元。

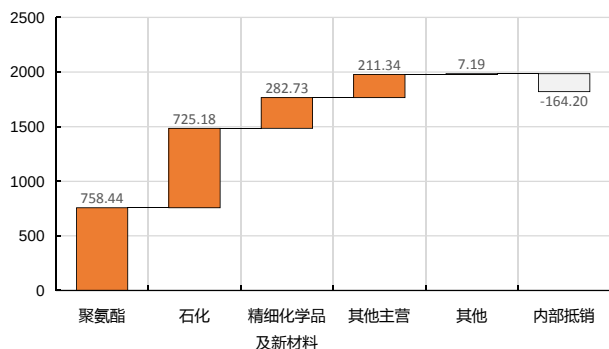
公司拟实施 2024 年年度利润分配，以总股本 31.40 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发 12.5 元现金红利（含税）。

点评

2024 年三大业务板块销售规模实现增长

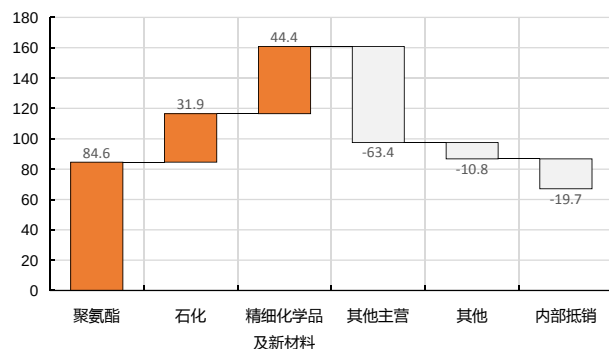
三大业务板块均实现营收同比增长。2024 年，公司实现营业收入 1820.69 亿元，分业务看，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现营收 758.44、725.18、282.73 亿元，较去年同期分别增加 84.6、31.9、44.4 亿元，yoy+12.6%、+4.6%、+18.6%；其他主营业务实现营收 211.34 亿元，同比减少 63.4 亿元，yoy-23.1%；产品间抵消为 164.20 亿元，较去年增加约 19.65 亿元。

图 1：万华化学 2024 年系列产品营业收入构成



资料来源：公司 2024 年年报，天风证券研究所；单位：亿元

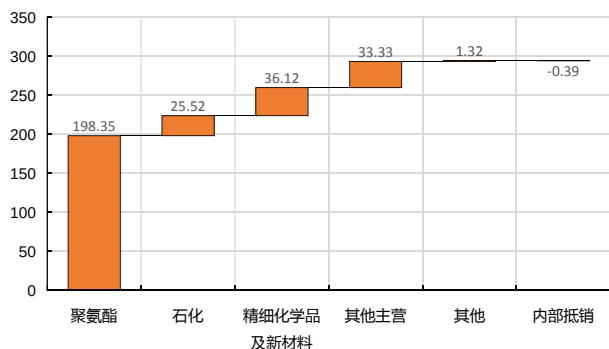
图 2：万华化学 2024 年系列产品营收增量构成



资料来源：公司 2024 年年报，天风证券研究所；单位：亿元

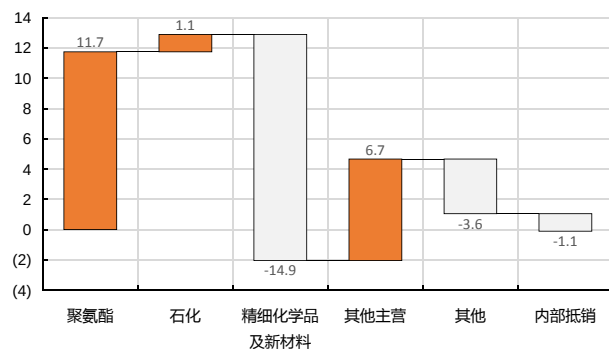
综合毛利率水平基本持稳，但精细化学品及新材料系列盈利水平同比下滑较多。2024 年，公司实现毛利额 294.26 亿元，同比基本持平；分产品看，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现毛利额 198.35、25.52、36.12 亿元，同比变动+11.7、+1.1、-14.9 亿元。公司综合毛利率为 16.2%，同比仅下滑 0.6pcts；其中聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列毛利率分别为 26.2%、3.5%、12.8%，同比变动-1.5、+0、-8.6pcts。

图 3：万华化学 2024 年系列产品毛利额构成



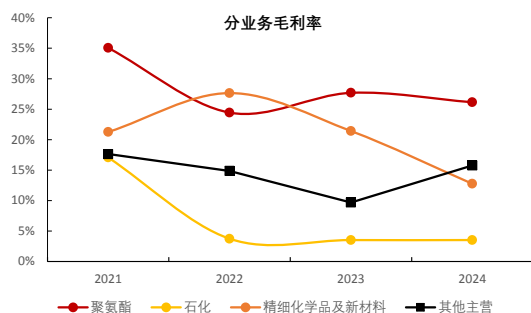
资料来源：公司 2024 年年报，天风证券研究所；单位：亿元

图 4：万华化学 2024 年系列产品毛利额增量构成



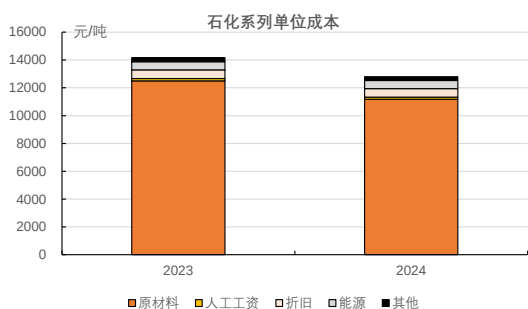
资料来源：公司 2024 年年报，天风证券研究所；单位：亿元

图 5：公司分业务毛利率



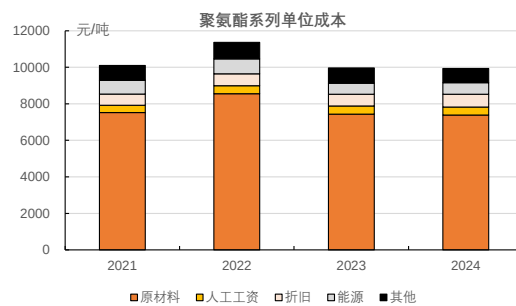
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：石化系列单位成本



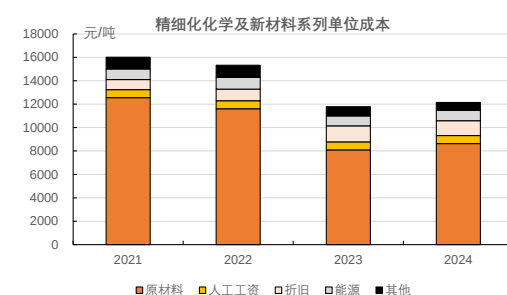
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：聚氨酯系列单位成本



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：精细化学品及新材料系列单位成本



资料来源：公司公告，天风证券研究所

多个项目实现新产能释放，公司三业务板块产销量同比实现良好增长。2024 年，万华福建高效完成 80 万吨/年 MDI 装置技改扩能；蓬莱一期项目主要装置一次性开车。

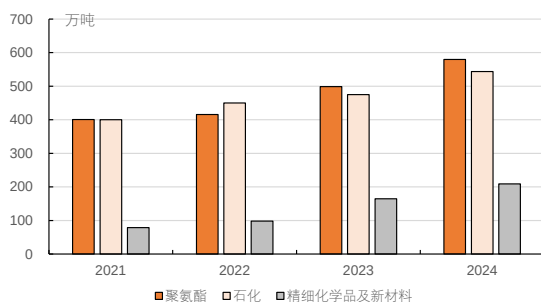
表 1：公司主要产品产能变化情况（单位：万吨）

板块	主要产品（项目）	2021	2022	2023	2024	备注
聚氨酯板块	MDI	265	305	310	380	万华福建技改扩能 70 万吨，预计 2026 年 Q2 完成
	TDI	65	65	95	111	万华福建新增 33 万吨，预计 2025 年 5 月投产
	聚醚	86	111	111	159	
石化板块	PO/AE 一体化	198	203	203	219	
	乙烯项目	250	345	345	353	
精细化学品及新材料系列	PC	21	24	48	60	
	PMMA	8	16	16	16	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

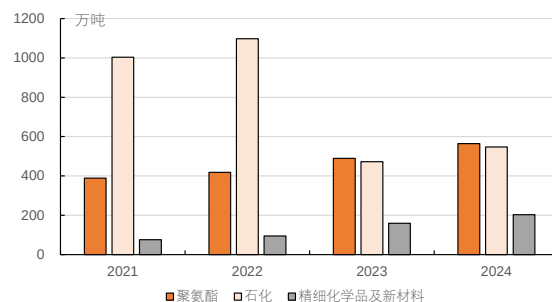
2024 年公司聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大系列产量分别 580、544、209 万吨，分别同比+81、+69、+44 万吨；销量方面，上述三个系列产品分别销售 564、547、203 万吨，其中，聚氨酯和精细化学品及新材料系列销量分别较去年同期分别增加 75、44 万吨（注：石化系列销量统计口径发生变更，23 年开始剔除贸易量，往期不可比）。

图 9：万华化学分系列产品产量



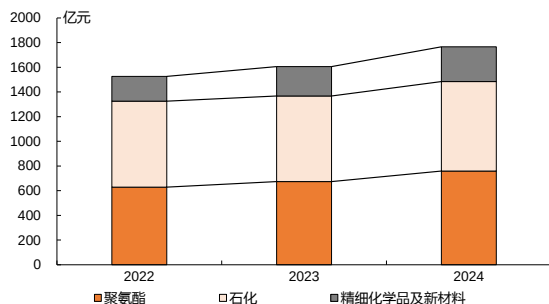
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：万华化学分系列产品销量



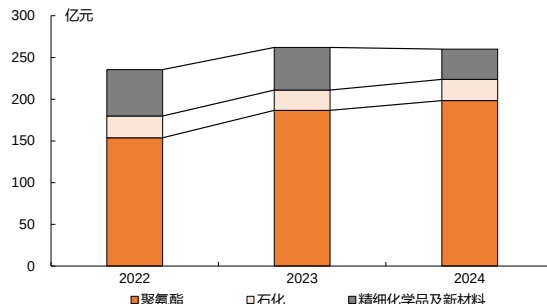
资料来源：公司公告，天风证券研究所（注：石化系列销量统计口径自 23Q4 剔除贸易量，因此往期数据不可比较）

图 11：万华化学分系列产品营收分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：万华化学分系列产品毛利分布

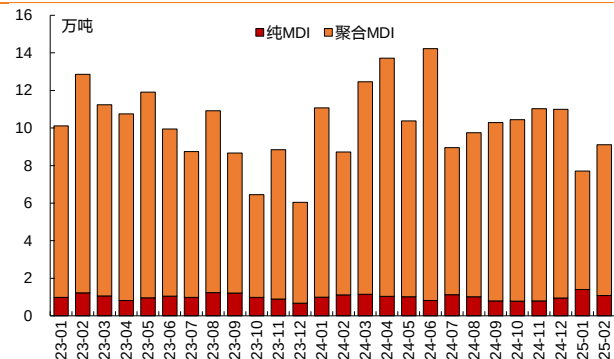


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2024 年，我国 MDI/TDI 出口量分别为 132/36.65 万吨，其中纯 MDI 出口量 11.62 万吨，同比-3.9%；聚合 MDI 出口量 120.4 万吨，同比 yoy+15.3%；TDI 出口 36.65 万吨，yoy+10.2%。

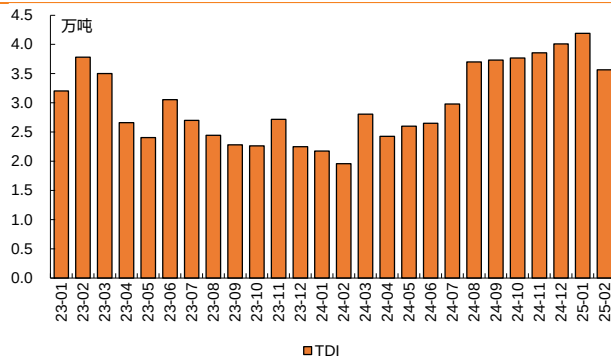
分贸易收发货地看，2024 年浙江、山东、上海、其他地区聚合 MDI 发货量分别是 54.7、35.9、11.1、18.7 万吨，yoy+33%\-10%\-21%\+107%；纯 MDI 发货量分别是 6.6、1.8、2.0、1.2 万吨，yoy-25%\+56%\+9%\+275%。

图 13：我国 MDI 单月出口情况



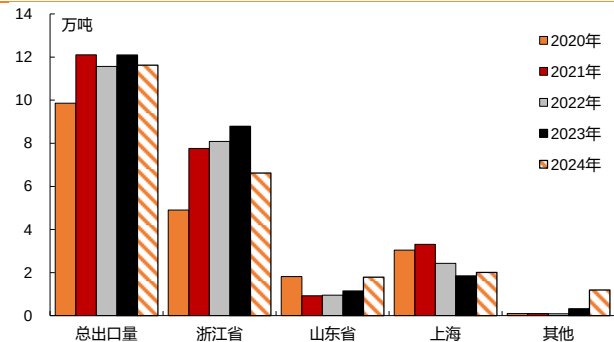
资料来源：百川盈孚、海关总署，天风证券研究所

图 14：我国 TDI 单月出口情况



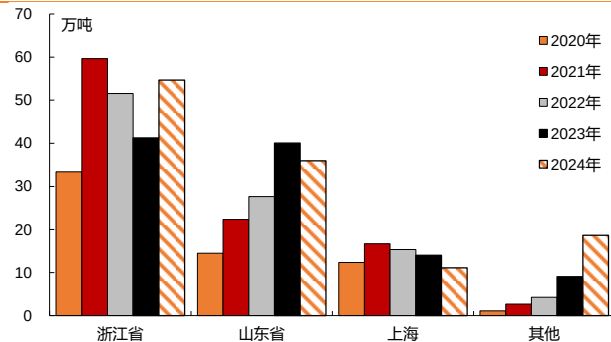
资料来源：百川盈孚、海关总署，天风证券研究所

图 15：我国纯 MDI 出口分收发货地情况



资料来源：海关总署，天风证券研究所

图 16：我国聚合 MDI 出口分收发货地情况



资料来源：海关总署，天风证券研究所

从价格上看，2024 年公司三大业务销售均价均不同程度同比下滑：聚氨酯系列、石化系列、新材料及功能化学品系列业务板块销售均价分别为 1.34、1.33、1.39 万元/吨，分别同比下滑 2.4%、9.7%、7.1%。

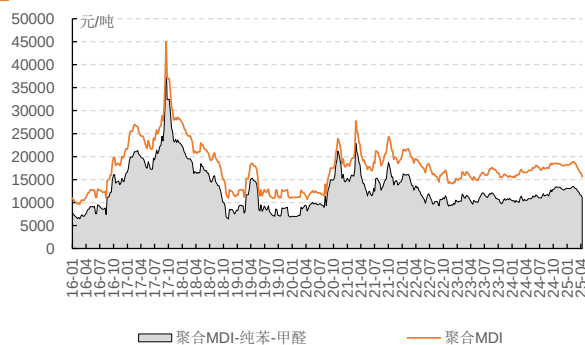
聚氨酯系列产品中，2024 年，纯 MDI/聚合 MDI/TDI/硬泡聚醚/软泡聚醚（市场价）均价分别为 1.9/1.7/1.4/0.89/0.89 万元/吨，yoy-5%/+9%/-20%/-8%/-9%；从价差来看，纯 MDI/聚合 MDI/TDI 价差分别同比-11%/+6%/-25%。石化系列产品同比多数下跌，仅丙烯酸、新戊二醇、环氧乙烷、LLDPE 价格同比有小幅提升。新材料及功能化学品中仅 PMMA 价格同比提升，而 HDI/IPDI 系列价格回落较为明显。

图 17：公司主要产品市场价格变化

板块	产品价格-均值(含税)	单位	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2025 Q1	2021年	2022年	2023年	2024年	yoy
聚氨酯	纯苯	元/吨	7032	6762	7684	7581	8273	9051	8510	7446	7337	7090	8102	7269	8320	14%
	纯MDI	元/吨	18842	18915	21304	20900	20212	18800	18462	18650	18617	22270	20606	20013	19031	-5%
	聚合MDI	元/吨	15942	15565	16808	15792	16254	17331	17677	18312	18021	20111	17333	16028	17393	-9%
	纯MDI-纯苯-甲醛价差	元/吨	13838	14132	15931	15589	14459	12530	12575	13443	13458	17200	14909	14893	13252	-11%
	聚合MDI-纯苯-甲醛价差	元/吨	10938	10782	11435	10481	10501	11061	11790	13104	12862	15042	11636	10909	11614	6%
	TDI	元/吨	18879	17854	17908	16938	16492	14623	13410	12819	12892	13462	18252	17875	14336	-20%
	TDI-甲苯	元/吨	14685	13546	13157	12757	12202	10059	9256	9277	9079	10082	13767	13514	10198	-25%
	硬泡聚醚	元/吨	9850	9596	9627	9352	9118	9148	8742	8392	7960	14382	10318	9601	8850	-8%
	软泡聚醚	元/吨	9950	9923	10123	9440	9129	9104	8733	8727	8223	17140	10471	9857	8923	-9%
	合同价(CP)丙烷-沙特	美元/吨	740	515	479	607	627	592	592	632	623	650	739	582	610	5%
石化系列	合同价(CP)丁烷-沙特	美元/吨	744	508	472	618	637	590	576	627	613	631	736	582	607	4%
	MTBE	元/吨	7008	7499	7725	7132	6732	7192	6456	5525	5907	5751	7408	7348	6476	-12%
	环氧丙烷	元/吨	9983	9715	9471	9345	9176	9394	8867	8670	7943	16857	10389	9622	9027	-6%
	正丁醇	元/吨	7792	7600	8908	8412	8650	8454	7619	7315	7173	12233	8740	8185	8010	-2%
	丙烯	元/吨	7422	6700	6895	7064	6945	6980	7023	6999	6984	7926	7796	7012	6987	0%
	丙烯酸	元/吨	7075	5963	6210	6015	6015	6473	6331	6738	7358	11640	9778	6301	6389	1%
	丙烯酸丁酯	元/吨	10783	8977	10092	9600	9923	9800	9462	9292	9950	17666	13357	9845	9619	-2%
	新戊二醇	元/吨	10481	9783	9500	9631	10085	10979	10463	10044	11040	16777	13193	9836	10393	6%
	乙烯法PVC	元/吨	6546	6073	6496	6210	6027	6006	5958	5665	5455	9890	7909	6327	5914	-7%
	PVC-乙炔	元/吨	3291	2975	3363	2720	2469	2278	2520	2209	2203	5783	3962	3083	2369	-23%
新材料及功能化学品	环氧乙烷	元/吨	6742	6454	6315	6554	6654	6877	6877	6985	6967	7772	7562	6512	6848	5%
	LLDPE	元/吨	8296	8166	8316	8235	8215	8508	8348	8545	8343	8658	8728	8253	8404	2%
	鞋材TPU	元/吨	16358	15508	15508	15254	15362	15500	15338	14523	14317	22678	19985	15643	15181	-3%
	薄膜TPU	元/吨	18283	17523	17288	17050	17062	16600	16438	15792	15342	24288	23846	17522	16473	-6%
	PC	元/吨	16042	15031	15796	15138	14808	15288	14927	14312	13983	25048	19164	15491	14834	-4%
	PMMA	元/吨	18683	18315	18315	18123	17977	20500	21069	21769	22392	17515	17153	18353	20329	11%
	HDI	元/吨	53500	38308	35154	37538	35308	30269	29096	29250	29250	85415	70924	40882	30981	-24%
	IPDI	元/吨	52500	50808	48423	47000	46000	40308	37000	37000	37875	76000	69745	49627	40077	-19%

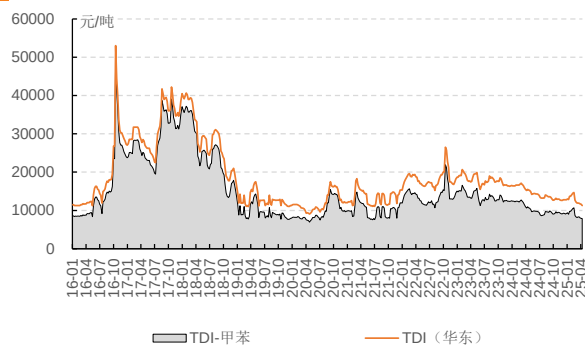
资料来源：wind，卓创资讯，百川盈孚，天风证券研究所

图 18：国内聚合 MDI 价格、价差



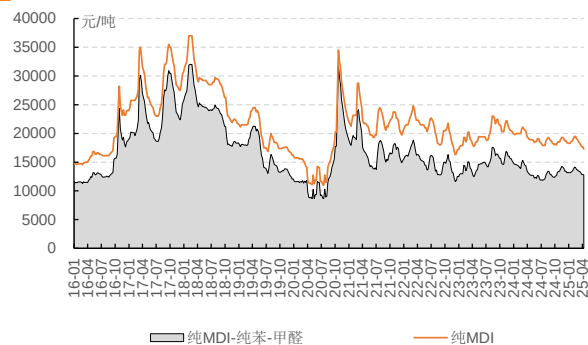
资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

图 20：国内 TDI 价格、价差



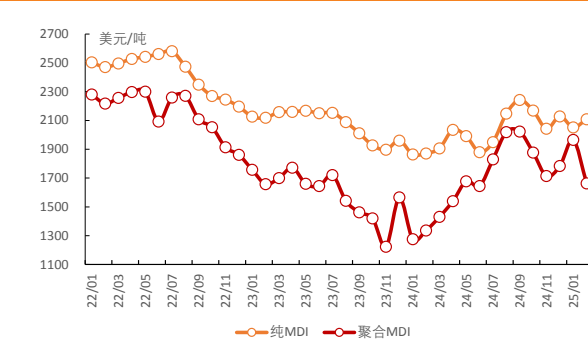
资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

图 19：国内纯 MDI 价格、价差



资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

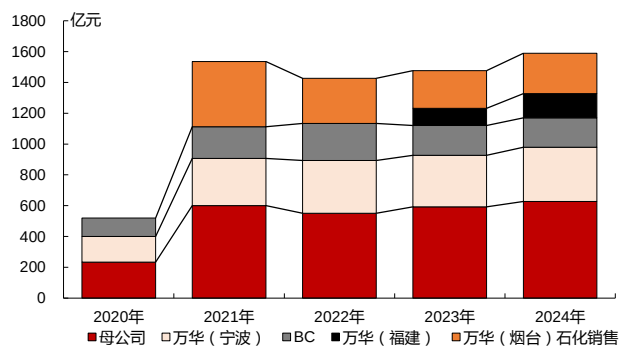
图 21：我国 MDI 月度出口均价



资料来源：Wind、海关总署，天风证券研究所

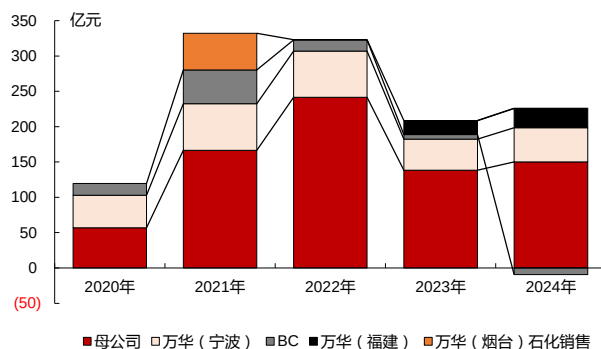
母公司及控股子公司经营方面，母公司/万华宁波 /BC 公司/万华福建/万华石化销售分别实现营业收入 628、352、190、158、261 亿元，同比分别 6.0%、5.0%、-1.3%、41.7%、6.6%；分别实现净利润 150.2、48.4、-9.4、27.3、0.2 亿元，其中 BC 转为亏损（2023 年为盈利 6.3 亿元）。

图 22：万华化学母公司及重要控股子公司营业收入情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：万华化学母公司及重要控股子公司净利润情况



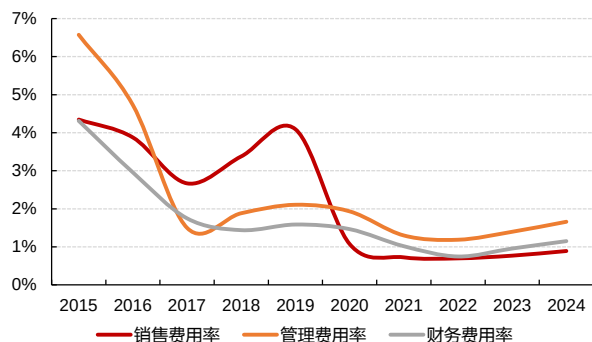
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2024 年费用同比有所上升，公司维持高研发投入

2024 年公司期间费用率 6.2%，计提减值及资产报废影响利润。分项看，销售/管理/财务费用率分别为 0.89%/1.66%/1.15%，分别 yoy+0.12/+0.26/+0.19pcts；三费金额合计 67.36 亿元，同比增加 12.64 亿元。其中，公司销售费用同比增加 2.73 亿元，主要系公司员工费用、仓储费用增加；管理费用同比增加 5.73 亿元，主要系员工费用增加较多；财务费用同比增加 4.18 亿元，主要系利息收入减少所致。本期公司研发费用 45.5 亿元，研发费用率 2.5%，依旧维持了较高强度。

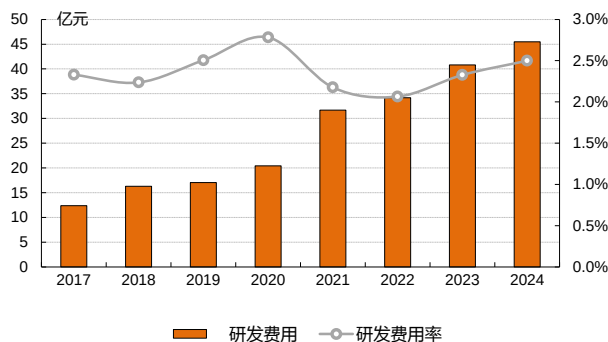
此外，2024 年，公司计提资产减值损失 7.4 亿元（同比增加 6 亿元，主要为存货、固定资产和在建工程减值）、信用减值损失 2 亿元（同比增加 1.6 亿元，主要为应收账款减值）、营业外支出 11.37 亿元（同比增加 6.9 亿元，主要系对固定资产报废损失 6 亿元，在建工程报废及取消损失 2.9 亿元）。

图 24：公司期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 25：公司研发费用及费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

一季度表现整体平稳

一季度公司实现营业收入 431 亿元，同比下降 6.7%；实现综合毛利率 15.7%，同比下滑 1.9 个百分点。具体来看，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现营收 184（yoy+5.3%）、163（yoy-11.8%）、74（yoy+20.7%）亿元。从销量上看，石化业务基本维持平稳为 133 万吨，而聚氨酯和精细化学品及新材料系列均实现良好增长，分别达到 145（yoy+10.7%）、54（yoy+22.7%）万吨，但销售价格均有不同程度下跌（聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料销售均价分别下降 4.9%、11.2%、1.6%）。

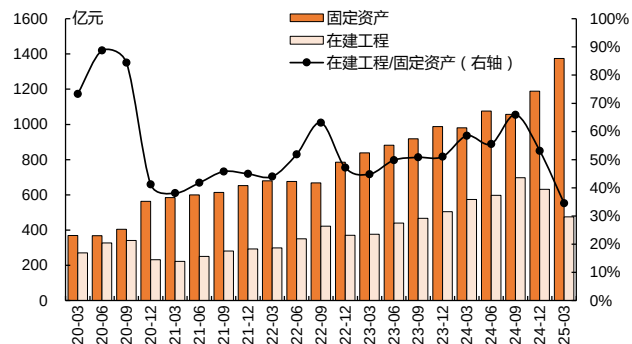
公司期间费用率为 6.7%，同比提升 1pcts，环比下降 2pcts；其中较去年同期主要系管理及研发费用增加；而两者环比则有所下降。

在建工程项目持续推进，24 年及 25 Q1 固定资产增加明显

截至 2025 年一季度末，公司固定资产达到 1374 亿元，在建工程 475 亿元，在建工程/固定资产的比例为 34.6%。2024 年第四季度和 2025 年第一季度，公司固定资产环比增加 131、186 亿元，而在建工程则环比减少 66、156 亿元。

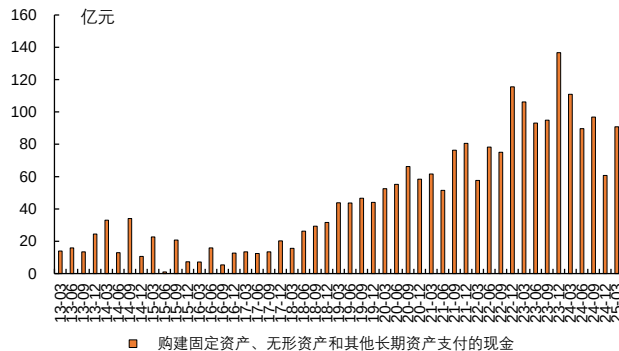
根据公司公告，2024 年公司累积转固 286 亿元，主要为聚氨酯产业链延伸及配套项目 184 亿元，乙烯二期项目 16.7 亿元，电池产业链项目 21 亿元。

图 26：固定资产与在建工程情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所

图 27：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金



资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所；备注：单季度数据

盈利预测与估值

公司部分产品价格今年以来有所回落，结合产品价格趋势、未来产能投放节奏，我们预计 2025-2027 年归母净利润为 131、163、225 亿元（2025、2026 前值为 194、235 亿元），维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险、新建项目进度及盈利不达预期风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	23,709.96	24,533.22	23,487.24	26,592.06	28,629.90
应收票据及应收账款	9,144.25	12,319.00	7,253.71	14,338.14	10,131.86
预付账款	2,202.62	2,123.56	1,551.12	2,488.12	1,721.41
存货	20,650.14	24,107.31	12,639.55	26,813.52	22,134.52
其他	6,157.34	6,907.34	5,453.92	6,533.24	6,135.10
流动资产合计	61,864.31	69,990.43	50,385.54	76,765.08	68,752.80
长期股权投资	7,045.77	9,651.40	10,651.40	11,651.40	12,651.40
固定资产	98,763.84	118,828.41	158,303.51	178,132.06	185,972.70
在建工程	50,454.56	63,158.55	40,895.13	27,537.08	19,522.25
无形资产	10,785.89	11,970.93	12,342.26	12,663.59	12,934.92
其他	24,126.02	19,733.63	19,754.92	19,539.65	17,661.33
非流动资产合计	191,176.08	223,342.92	241,947.22	249,523.79	248,742.60
资产总计	253,040.39	293,333.35	292,332.76	326,288.86	317,495.40
短期借款	43,526.40	35,557.15	46,456.59	53,716.70	64,302.00
应付票据及应付账款	45,593.74	69,136.12	47,535.18	65,187.88	42,497.81
其他	13,863.18	16,195.61	23,430.40	22,170.03	23,528.14
流动负债合计	102,983.32	120,888.88	117,422.17	141,074.62	130,327.95
长期借款	39,810.79	48,176.16	47,502.35	44,446.48	28,739.85
应付债券	0.00	3,400.00	3,400.00	3,400.00	3,400.00
其他	10,118.01	12,174.26	10,204.32	10,832.20	11,070.26
非流动负债合计	49,928.80	63,750.42	61,106.68	58,678.68	43,210.11
负债合计	158,586.18	189,833.20	178,528.85	199,753.30	173,538.05
少数股东权益	5,798.01	8,874.25	9,895.46	11,164.11	12,912.35
股本	3,139.75	3,139.75	3,139.75	3,139.75	3,139.75
资本公积	1,816.40	1,806.20	1,806.34	1,806.34	1,806.34
留存收益	83,848.35	90,146.66	99,337.51	110,755.41	126,489.54
其他	(148.29)	(466.72)	(375.15)	(330.05)	(390.64)
股东权益合计	94,454.22	103,500.15	113,803.91	126,535.56	143,957.35
负债和股东权益总计	253,040.39	293,333.35	292,332.76	326,288.86	317,495.40

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	18,299.81	14,791.31	13,129.78	16,311.28	22,477.33
折旧摊销	10,144.55	11,841.89	15,680.41	17,566.22	18,917.70
财务费用	2,825.20	2,883.63	3,070.65	3,347.97	3,227.00
投资损失	(620.89)	(708.93)	(579.28)	(636.37)	(641.53)
营运资金变动	(24,657.20)	4,201.63	(448.47)	(8,519.09)	(10,360.21)
其它	20,805.28	(2,956.10)	1,458.86	1,812.36	2,497.48
经营活动现金流	26,796.75	30,053.44	32,311.96	29,882.38	36,117.78
资本支出	44,423.32	46,376.40	35,233.35	23,730.18	18,776.77
长期投资	817.04	2,605.63	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	(90,070.46)	(86,059.71)	(68,917.49)	(48,451.86)	(38,150.07)
投资活动现金流	(44,830.10)	(37,077.68)	(32,684.13)	(23,721.69)	(18,373.31)
债权融资	26,808.13	4,349.87	3,611.07	2,336.13	(8,153.60)
股权融资	(5,083.54)	(1,961.29)	(4,284.88)	(5,392.00)	(7,553.03)
其他	1,084.46	3,797.57	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	22,809.06	6,186.16	(673.81)	(3,055.87)	(15,706.63)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	4,775.72	(838.09)	(1,045.98)	3,104.82	2,037.84

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	175,360.94	182,069.12	195,727.02	204,554.33	220,230.03
营业成本	145,926.36	152,642.58	165,360.90	169,084.59	176,212.95
营业税金及附加	959.72	1,083.75	1,076.50	1,227.33	1,321.38
销售费用	1,346.36	1,618.93	1,663.68	1,820.53	1,960.05
管理费用	2,450.05	3,022.77	3,131.63	3,477.42	3,743.91
研发费用	4,080.71	4,550.36	4,893.18	5,113.86	5,505.75
财务费用	1,676.47	2,094.48	3,070.65	3,347.97	3,227.00
资产/信用减值损失	(178.18)	(942.76)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
公允价值变动收益	81.57	(76.39)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	620.89	708.93	579.28	636.37	641.53
其他	(1,992.20)	(599.22)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	20,389.19	17,965.67	16,909.76	20,918.99	28,700.51
营业外收入	64.40	95.55	68.25	76.06	79.95
营业外支出	443.71	1,137.09	400.00	400.00	400.00
利润总额	20,009.87	16,924.14	16,578.01	20,595.06	28,380.47
所得税	1,710.07	2,132.82	1,989.36	2,471.41	3,405.66
净利润	18,299.81	14,791.31	14,588.65	18,123.65	24,974.81
少数股东损益	1,484.05	1,758.25	1,458.86	1,812.36	2,497.48
归属于母公司净利润	16,815.76	13,033.07	13,129.78	16,311.28	22,477.33
每股收益（元）	5.36	4.15	4.18	5.20	7.16

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	5.92%	3.83%	7.50%	4.51%	7.66%
营业利润	2.78%	-11.89%	-5.88%	23.71%	37.20%
归属于母公司净利润	3.59%	-22.49%	0.74%	24.23%	37.80%
获利能力					
毛利率	16.79%	16.16%	15.51%	17.34%	19.99%
净利率	9.59%	7.16%	6.71%	7.97%	10.21%
ROE	18.97%	13.77%	12.64%	14.14%	17.15%
ROIC	18.42%	12.47%	11.01%	12.08%	14.69%
偿债能力					
资产负债率	62.67%	64.72%	61.07%	61.22%	54.66%
净负债率	72.16%	71.29%	71.62%	66.45%	53.57%
流动比率	0.57	0.56	0.43	0.54	0.53
速动比率	0.38	0.36	0.32	0.35	0.36
营运能力					
应收账款周转率	19.27	16.97	20.00	18.95	18.00
存货周转率	9.03	8.14	10.65	10.37	9.00
总资产周转率	0.77	0.67	0.67	0.66	0.68
每股指标（元）					
每股收益	5.36	4.15	4.18	5.20	7.16
每股经营现金流	8.53	9.57	10.29	9.52	11.50
每股净资产	28.24	30.14	33.09	36.75	41.74
估值比率					
市盈率	10.35	13.36	13.26	10.67	7.75
市净率	1.96	1.84	1.68	1.51	1.33
EV/EBITDA	8.22	7.83	6.86	5.93	4.80
EV/EBIT	11.49	11.53	12.15	10.16	7.61

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