



买入（首次）

所属行业：基础化工/化学制品
当前价格(元)：54.14

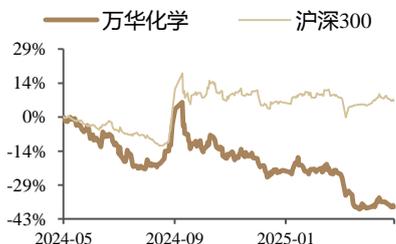
证券分析师

王华炳
资格编号：S0120524100001
邮箱：wanghb3@tebon.com.cn

研究助理

郝逸璇
邮箱：haoyx@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.66	-18.98	-20.40
相对涨幅(%)	-1.06	-17.06	-17.18

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

万华化学(600309.SH):主营业务保持稳健，减值&报废短期拖累

投资要点

- 事件：**4月14日，公司发布2024年年报及2025年一季报。2024年公司实现营业收入1820.69亿元，同比+3.8%；归母净利润130.33亿元，同比-22.5%；扣非归母净利润133.59亿元，同比-18.7%。2025Q1公司实现营业收入430.68亿元，同比-6.7%，环比+25.0%；归母净利润30.82亿元，同比-25.9%，环比+58.9%；扣非归母净利润30.40亿元，同比-26.3%，环比+25.1%。
- 2024年：减值&报废短期拖累，后续有望轻装上阵。**2024年公司收入端通过全球渠道拓展与装置技改推动各项主营业务增长，部分抵消贸易业务收缩影响，全年聚氨酯、石化、精细化学品及新材料销量同比分别+15.3%、+15.9%、+27.7%；收入同比分别+12.6%、+4.6%、+18.6%；利润端受石化板块景气下行、大额减值计提&资产报废损失（2024年公司计提资产减值准备7.4亿元、坏账准备2.0亿元、资产报废损失8.9亿元，合计影响当年利润18.3亿元）以及费用水平提升影响，呈现短期承压态势，2024年毛利率和净利率分别为16.2%和8.1%，同比-0.6pct和-2.3pct。随着减值计提完成包袱出清，公司资产质量得到改善，后续有望轻装上阵。
- 2025Q1：产销规模持续扩增，产品景气短期承压。**2025Q1公司聚氨酯、石化、精细化学品及新材料销量同比分别+10.7%、-0.7%、+22.7%；收入同比分别+5.3%、-11.8%、+20.7%，整体呈现量增价减态势。盈利端，2025Q1公司毛利率和净利率分别为15.7%和7.8%，同比-1.9pct和-2.0pct，需求承压下同样呈现缩窄趋势。目前全球贸易存不确定性关税风险，公司拥有匈牙利BC基地，同时在4月完成对法国康睿HDI工厂的收购，有助于保障公司产品全球供应&关税降本。此外，近期拟采用增资扩股方式引进拥有丰富LPG资源的境外化工企业作为战略投资者，保证原料的长期稳定供应。
- 在建项目稳步推进，中长期成长性突出。**聚氨酯方面，万华福建技改扩能新增70万吨/年预计2026Q2投产，TDI第二套33万吨/年预计2025年5月投产。石化方面，乙烯二期已于2025年4月一次性开车成功，同时公司子公司万融新材料拟与ADNOC、Borealis、Borouge组成投资联合体按照50%:50%持股比例组建中外合资公司，投资建设160万吨/年特种聚烯烃项目，有望再次大幅度提升公司国际化水平。精细化学品及新材料方面，蓬莱二期40万吨POE已开工建设，预计2025年末投产，届时公司POE产能规模将达60万吨/年。此外，公司将加快自主研发的绿色功能添加剂、香兰素、营养品等一系列营养科技产品的工业化建设；持续打造公司第二增长曲线，加快磷酸铁锂、PVDF等一系列电池材料等项目建设，中长期成长性有望持续兑现。
- 盈利预测：**公司是全球聚氨酯龙头企业，伴随在建项目有序推进，中长期成长性突出。我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为138.76、171.54、199.84亿元，同比+6.5%、+23.6%、+16.5%，对应EPS分别为4.42、5.46、6.36元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**原料价格大幅波动；下游需求不及预期；项目建设进度不及预期；政策不确定性风险等。

股票数据		主要财务数据及预测					
		2023	2024	2025E	2026E	2027E	
总股本(百万股):	3,139.75						
流通 A 股(百万股):	3,139.75						
52 周内股价区间(元):	53.37-92.52						
总市值(百万元):	169,985.88						
总资产(百万元):	317,521.22						
每股净资产(元):	31.31						
资料来源: 公司公告							
		营业收入(百万元)	175,361	182,069	191,971	207,120	213,628
		(+/-)YOY(%)	5.9%	3.8%	5.4%	7.9%	3.1%
		净利润(百万元)	16,816	13,033	13,876	17,154	19,984
		(+/-)YOY(%)	3.6%	-22.5%	6.5%	23.6%	16.5%
		全面摊薄 EPS(元)	5.36	4.15	4.42	5.46	6.36
		毛利率(%)	16.8%	16.2%	15.3%	16.6%	17.9%
		净资产收益率(%)	19.0%	13.8%	13.2%	14.7%	15.3%
资料来源: 公司年报 (2023-2024), 德邦研究所							
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润							

内容目录

1. 全球聚氨酯绝对龙头，迈向新材料平台企业	5
2. 减值&报废短期拖累，后续有望轻装上阵	7
2.1. 聚氨酯：龙头扩产持续精进，产品产销实现双增	8
2.2. 石化：需求弱势景气筑底，项目迎来集中投产期	12
2.3. 精细化学品及新材料：新兴材料多点突破，规模扩张成长可期	14
3. MDI 成本优势突出，看好公司长期成长	16
4. 盈利预测	18
5. 风险提示	20

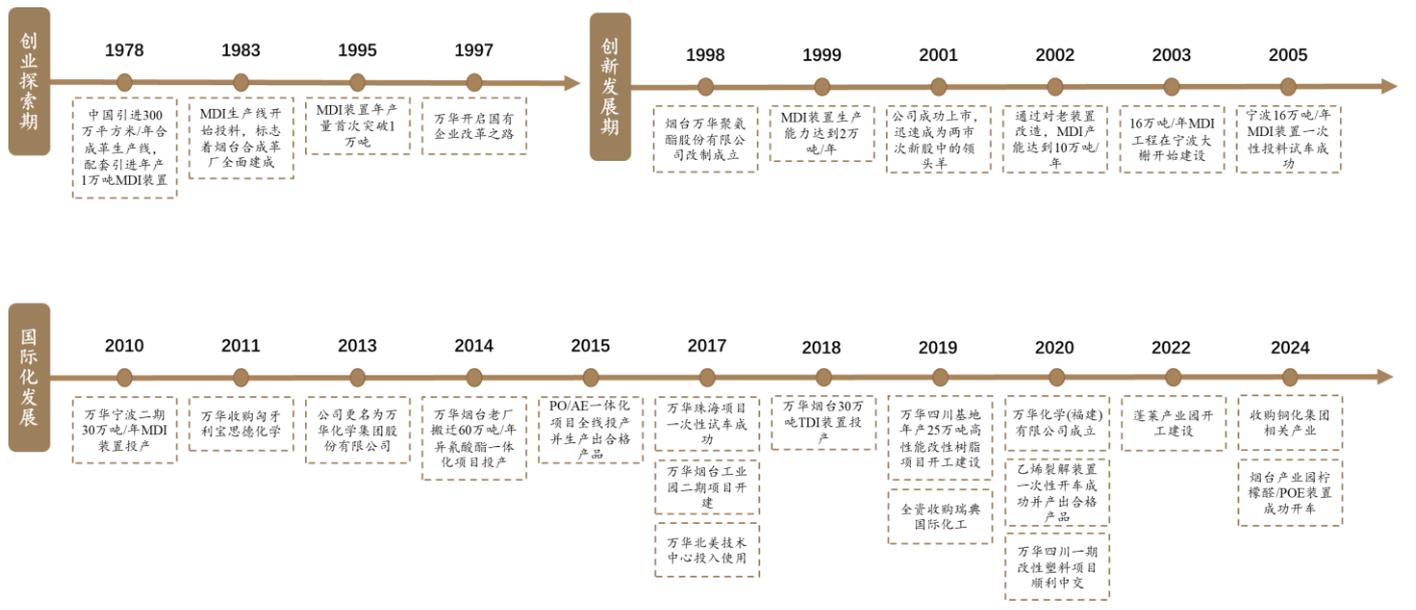
图表目录

图 1: 公司以 MDI 起家, 不断扩充业务版图	5
图 2: 公司股权结构图 (截至 2025 年 5 月 9 日)	6
图 3: 公司国际化战略稳步推进	6
图 4: 公司业务包括聚氨酯、石化、精细化学品及新材料等板块	7
图 5: 2024 年公司营业收入保持增长, 同比+3.8%	7
图 6: 2024 年公司盈利有所承压, 归母净利同比-22.5%	7
图 7: 2024 年公司各项主营业务收入实现增长 (亿元)	8
图 8: 2024 年公司毛利整体较上年同期持平 (亿元)	8
图 9: 石化及新材料等板块景气有所承压	8
图 10: 公司期间费用率水平有所增长	8
图 11: 聚氨酯板块产品景气有所分化	9
图 12: 2024 年公司聚氨酯板块收入同比+12.6%	9
图 13: 2024 年公司聚氨酯板块毛利同比+6.3%	9
图 14: 石化板块景气底部震荡	13
图 15: 2024 年公司石化板块收入同比+4.6%	14
图 16: 2024 年公司石化板块毛利同比+4.8%	14
图 17: 精细化学品及新材料板块景气整体承压	14
图 18: 2024 年公司精细化学品及新材料板块收入同比+18.6%	15
图 19: 2024 年公司精细化学品及新材料板块毛利同比-29.2%	15
图 20: 万华化学园区一体化优势显著	16
图 21: 可比公司估值 (收盘价截至 2025 年 5 月 30 日)	19
表 1: MDI 供需平衡表	11
表 2: TDI 供需平衡表	12
表 3: 万华收购康睿后, HDI 产能跃居全球第一位	15
表 4: 公司规划及在建项目众多, 中长期成长性突出	17
表 5: 2025 年公司主要项目投资计划	17
表 6: 公司主营业务拆分及盈利预测	18

1. 全球聚氨酯绝对龙头，迈向新材料平台企业

全球聚氨酯绝对龙头，迈向新材料平台企业。公司前身烟台合成革厂于1978年成立，同年引进国内首套年产1万吨MDI装置，开创国内聚氨酯产业先河。1998年公司完成股份制改造，2001年登陆上交所上市，2013年正式更名“万华化学集团股份有限公司”。长期以来，公司通过自主改造持续扩充MDI产能，到2019年公司MDI产能超越巴斯夫成为全球第一。此外，公司不断向精细化学品、新材料等领域拓展业务版图，逐步成长为一家全球化运营的综合性化工巨头。

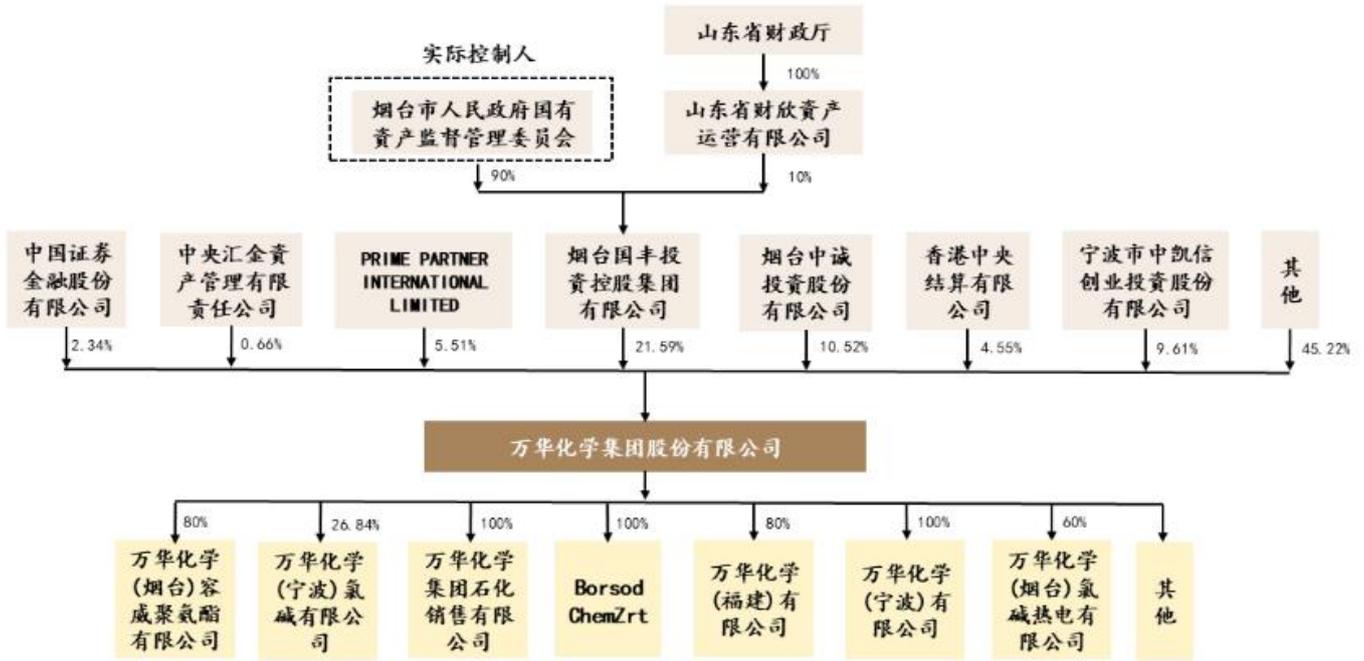
图1：公司以MDI起家，不断扩充业务版图



资料来源：公司官网、公司烟台工业园 TDI 项目投产公告等公司公告、德邦研究所

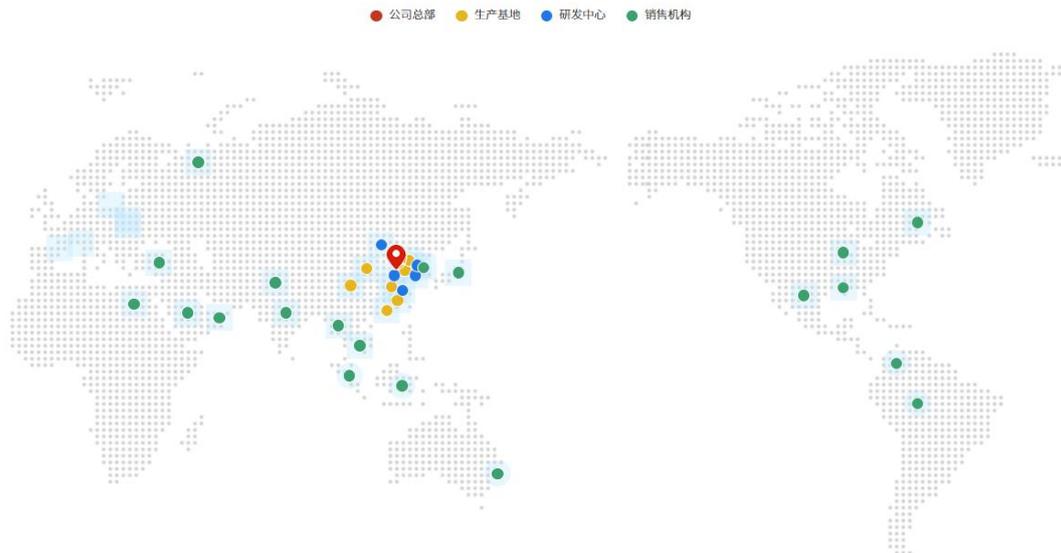
烟台国资委实控，国际化战略持续推进。截至2025Q1，烟台国资委通过国丰投资控制公司21.59%的股权，为公司实际控制人。目前公司已在全球各个主要生产基地设立子公司、销售公司、研发中心等，万华化学拥有烟台、蓬莱、宁波、四川、福建、珠海、宁夏、匈牙利、捷克九大生产基地及工厂，形成了强大的生产运营网络；此外，烟台、宁波、上海、北京、深圳、匈牙利、西班牙七大研发中心已完成布局，并在欧洲、美国、日本等十余个国家和地区设立子公司及办事处，有助于实现全球化运营和多元化业务布局。

图 2：公司股权结构图（截至 2025 年 5 月 9 日）



资料来源：Wind、公司 2024 年报等公告、德邦研究所

图 3：公司国际化战略稳步推进



资料来源：公司官网、德邦研究所

公司业务主要包括聚氨酯、石化、精细化学品及新材料。聚氨酯业务包括异氰酸酯和聚醚多元醇两部分，其中大宗异氰酸酯又分为 MDI 和 TDI 两类；聚醚多元醇是

聚氨酯产业另一关键原料，与异氰酸酯有极强的协同效应。石化业务目前主要发展 C2、C3 和 C4 烯烃衍生物，主要产品包括乙烯、低密度聚乙烯 (LDPE)、聚丙烯 (PP) 等。精细化学品及新材料业务板块细分为功能化学品分公司、新材料事业部、表面材料事业部、高性能聚合物事业部等业务单元，涵盖产品种类众多。

图 4：公司业务包括聚氨酯、石化、精细化学品及新材料等板块

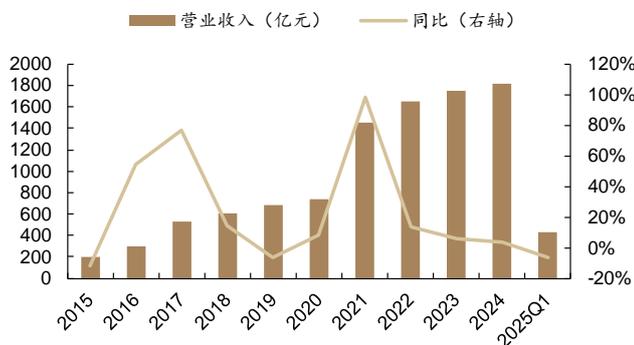
聚氨酯	石化	精细化学品	新兴材料
聚氨酯	乙烯	功能化学品	
MDI	E0/苯乙烯/	ADI/特种胺/	电池材料
TDI	PVC/聚乙烯	功能单体/苯乙酮	
	丙烯	高性能材料	
聚醚	PO/丙烯酸及酯/ 丁醇/NPG/聚丙烯	POE/TPU/尼龙12/ PMMA/改性塑料/ 可降解塑料/膜材料	信息材料
单体聚醚	丁烯		
组合聚醚	丁二烯/异丁烯/ MTBE/TBA	香料/营养化学品	3D打印材料

资料来源：公司官网、德邦研究所

2. 减值&报废短期拖累，后续有望轻装上阵

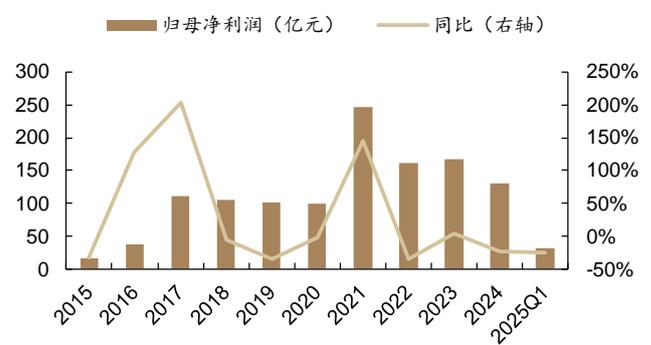
业绩短期承压，计提减值有望轻装上阵。2024 年公司实现营业收入 1820.69 亿元，同比+3.8%；实现归母净利润 130.33 亿元，同比-22.5%；实现扣非归母净利润 133.59 亿元，同比-18.7%。收入端公司通过全球渠道拓展与装置技改推动各项主营业务增长，部分抵消贸易业务收缩影响；利润端受石化板块景气下行、大额减值计提&资产报废损失（2024 年公司计提资产减值准备 7.4 亿元、坏账准备 2.0 亿元、资产报废损失 8.9 亿元，合计影响当年利润 18.3 亿元）以及费用水平提升影响，呈现短期承压态势。随着减值计提完成包袱出清，公司资产质量得到改善，后续有望轻装上阵。

图 5：2024 年公司营业收入保持增长，同比+3.8%



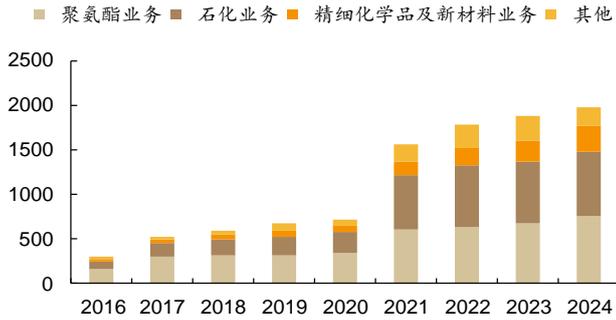
资料来源：同花顺、公司公告、德邦研究所

图 6：2024 年公司盈利有所承压，归母净利润同比-22.5%



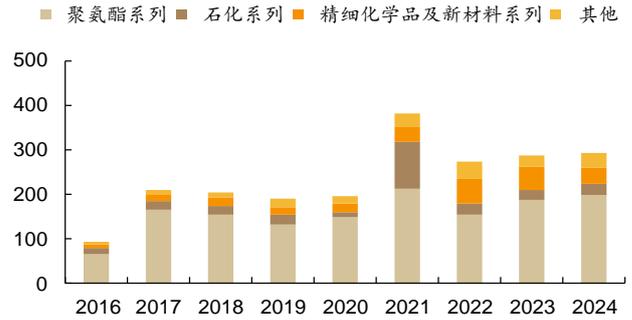
资料来源：同花顺、公司公告、德邦研究所

图 7：2024 年公司各项主营业务收入实现增长（亿元）



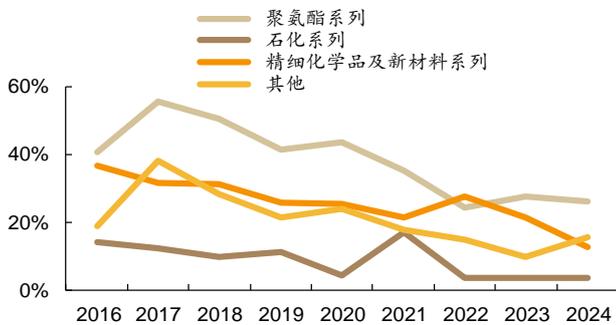
资料来源：同花顺、公司公告、德邦研究所

图 8：2024 年公司毛利整体较上年同期持平（亿元）



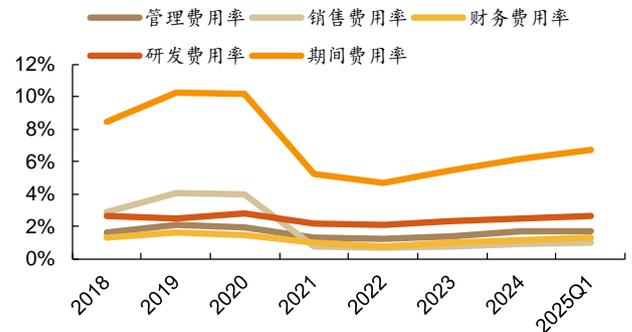
资料来源：同花顺、公司公告、德邦研究所

图 9：石化及新材料等板块景气有所承压



资料来源：同花顺、公司公告、德邦研究所（注：取各板块毛利率）

图 10：公司期间费用率水平有所增长



资料来源：同花顺、公司公告、德邦研究所

2.1. 聚氨酯：龙头扩产持续精进，产品产销实现双增

聚合 MDI 均价上涨，纯 MDI/TDI 景气承压。聚合 MDI 受益于国补政策内需回暖及出口放量，产品均价同比上涨；纯 MDI、TDI 及聚醚等产品受制于终端消费疲软，景气有所下行，叠加成本端纯苯价格高位，盈利空间进一步压缩。根据 Wind、钢联和百川盈孚等，2024 年纯 MDI、聚合 MDI、TDI、硬泡聚醚、软泡聚醚市场均价同比分别+0.7%、+7.9%、-19.9%、-7.5%、-9.5%；价差同比分别-2.1%、+9.1%、-26.7%、-33.7%、-43.1%。

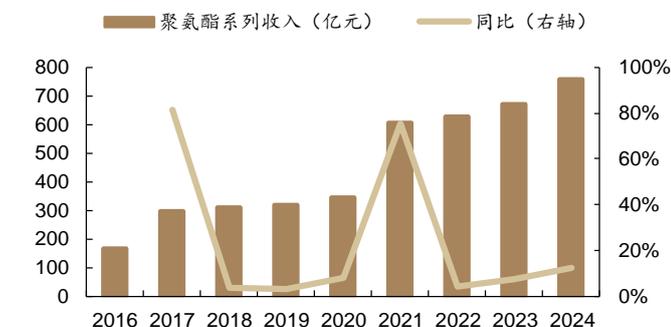
图 11：聚氨酯板块产品景气有所分化

分类	产品名称	2022				2023				2024				2025
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
原料价格 (元/吨)	纯苯	7887	9003	8267	7073	7002	6790	7605	7507	8163	8958	8528	7455	7379
	硝酸	2078	2725	2472	2605	2372	1937	1844	2214	1869	1895	1708	1600	1502
	液碱	1014	1235	1097	1167	989	851	783	871	788	814	844	977	973
	液氯	1154	1135	110	32	52	10	238	342	199	329	67	150	-161
	盐酸	532	504	341	302	256	282	274	248	206	205	186	185	165
	甲醇	2890	2822	2575	2832	2707	2340	2419	2490	2646	2689	2510	2575	2703
	甲苯	6814	7804	7813	7090	6965	7181	7889	6947	6994	7525	6939	5868	6383
	环氧丙烷	11379	10912	9337	9399	9912	9750	9461	9374	9197	9389	8832	8633	7930
	环氧乙烷	7639	7975	6854	6985	6678	6507	6255	6583	6654	6890	6866	6985	6962
	甘油	11621	12634	8636	5463	4660	4564	4324	4038	4016	4146	4621	5576	6727
产品价格 (元/吨)	纯MDI	24665	24461	22340	21855	22721	22732	24075	24500	24757	24482	23682	21806	21568
	聚合MDI	20648	18179	16245	15169	16474	15794	16922	15861	16523	17476	17759	18408	18236
	TDI	18601	17391	17454	19873	19092	18079	18139	17230	16765	14880	13539	12942	13361
	硬泡聚醚	11333	10900	9616	9425	9689	9497	9514	9287	9033	9084	8677	8329	7923
	软泡聚醚	12005	11280	9478	9482	9892	9876	10034	9458	9093	9094	8709	8646	8184
产品价差 (元/吨)	纯MDI	15796	14355	13758	13971	15199	15778	16534	16691	16854	15928	15705	14449	14498
	聚合MDI	11779	8073	7662	7286	8951	8840	9381	8052	8621	8921	9783	11050	11165
	TDI	11076	8630	10072	12881	12391	11731	11202	10380	10392	8014	7508	7581	8127
	硬泡聚醚	105	-124	508	737	727	687	984	853	741	606	575	238	222
	软泡聚醚	777	257	370	794	929	1066	1504	1024	801	617	607	554	483

资料来源：Wind、百川盈孚、钢联、德邦研究所

龙头扩产持续精进，产品产销实现双增。2024 年公司聚氨酯板块产品销售收入 758.44 亿元，同比+12.6%；毛利 198.35 亿元，同比+6.3%。2024 年公司在确保原有装置稳定运行的基础上，顺利完成万华宁波和万华福建 MDI 技改扩能(宁波基地由 120 万吨扩至 150 万吨，福建基地由 40 万吨扩至 80 万吨)，同时持续深化下游客户合作，全年聚氨酯产销实现双增，产量和销量分别为 580、564 万吨，同比+16.2%、+15.3%。向后展望，万华福建 MDI 技改扩增新增 70 万吨/年预计 2026Q2 建成，万华福建 TDI 第二套 33 万吨/年预计 2025 年 5 月投产，届时公司 MDI 和 TDI 产能将分别达 450 和 144 万吨/年，全球聚氨酯龙头地位持续稳固。

图 12：2024 年公司聚氨酯板块收入同比+12.6%



资料来源：同花顺、公司公告、德邦研究所

图 13：2024 年公司聚氨酯板块毛利同比+6.3%



资料来源：同花顺、公司公告、德邦研究所

全球需求预期改善，聚氨酯格局或向好。①MDI 方面：未来三年 MDI 全球新增产能较少，主要关注万华福建 70 万吨（2026 年）和巴斯夫美国 20 万吨（2026 年）。需求方面，国内白电、汽车等领域有望继续受益于以旧换新刺激政策和企业积极出海战略；海外建筑也释放复苏信号，3 月德国宣布设立 5000 亿欧元基础设施专项基金，计划十年内投向交通、能源、数字化等领域，MDI 供需格局有望持续向好。②TDI 方面：TDI 供给预计呈现海外装置退出、国内龙头扩产的趋势，未来三年新增产能中仅有万华福建 33 万吨较有确定性，三井化学计划 2025 年将产能缩减约 7.8 万吨。需求方面，以软泡材料为主，终端集中在软体家具等领域，有望受益软体家具产量的提升，保持需求上涨趋势。

表 1: MDI 供需平衡表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
全球产能 (万吨)	1009	1112	1112	1202	1202
YoY		10%	0%	8%	0%
全球消费量 (万吨)	834	854	880	906	933
YoY		2%	3%	3%	3%
国内产能 (万吨)	429	512	512	582	582
国内产能利用率	93%	85%	88%	83%	88%
国内产量 (万吨)	400	436	451	482	512
YoY		9%	3%	7%	6%
进口量 (万吨)	32	32	32	32	32
出口量 (万吨)	117	132	132	132	132
表观消费量	316	335	362	389	420
YoY		6%	8%	8%	8%
其中:					
聚合MDI					
白色家电	64.7	71.1	76.8	83.0	89.6
消费占比	36%	36%	36%	36%	36%
YoY		10%	8%	8%	8%
建筑领域	50.0	49.5	51.0	52.5	54.1
消费占比	28%	25%	24%	23%	22%
YoY		-1%	3%	3%	3%
无醛板	25.0	28.5	32.5	37.0	42.2
消费占比	14%	15%	15%	16%	17%
YoY		14%	14%	14%	14%
汽车	9.6	12.7	14.0	15.4	16.9
消费占比	5%	6%	7%	7%	7%
YoY		32%	10%	10%	10%
冷藏集装箱	3.1	4.1	5.4	7.2	9.5
消费占比	2%	2%	3%	3%	4%
YoY		32%	32%	32%	32%
其他	28.6	30.4	32.3	34.3	36.5
消费占比	16%	15%	15%	15%	15%
YoY		6%	6%	6%	6%
合计消费量	181.0	196.4	212.0	229.4	248.9
YoY		8%	8%	8%	8%
纯MDI					
TPU	23.4	34.1	38.5	43.5	49.2
消费占比	30%	37%	37%	38%	39%
YoY		46%	13%	13%	13%
氨纶	16.0	19.1	21.9	23.7	25.6
消费占比	21%	21%	21%	21%	20%
YoY		19%	15%	8%	8%
浆料	16.7	16.7	17.2	17.7	18.2
消费占比	22%	18%	17%	16%	15%
YoY		0%	3%	3%	3%
鞋底原液	14.9	13.9	14.3	14.7	15.2
消费占比	19%	15%	14%	13%	12%
YoY		-7%	3%	3%	3%
其他	5.9	8.9	11.6	13.9	16.7
消费占比	8%	10%	11%	12%	13%
YoY		51%	30%	20%	20%
合计消费量	76.9	92.7	103.6	113.6	124.9
YoY		21%	12%	10%	10%
改性MDI等					
合计消费量	57.6	46.1	46.1	46.1	46.1
YoY		-20%	0%	0%	0%
国内供需差 (万吨)	0	0	-12	-8	-8

资料来源: 百川盈孚、广州化工交易中心公众号、化工智库公众号、天天化工网、慧聪化工网、石油和化工园区、万华化学公司公告、德邦研究所测算

表 2: TDI 供需平衡表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
全球产能 (万吨)	313	350	373	373	373
YoY		12%	6%	0%	0%
全球消费量 (万吨)	270	278	287	296	305
YoY		3%	3%	3%	3%
国内产能 (万吨)	149	163	182	196	196
国内产能利用率	82%	87%	82%	84%	86%
国内产量 (万吨)	123	142	149	165	169
YoY		16%	5%	10%	2%
进口量 (万吨)	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8
出口量 (万吨)	33.3	36.7	39.6	41.6	42.8
表观消费量 (万吨)	91.3	107.2	119.2	129.1	139.7
YoY		17%	11%	8%	8%
其中:					
软泡	54.8	59.6	65.6	70.8	76.5
消费占比	60%	56%	55%	55%	55%
YoY		9%	10%	8%	8%
涂料	10.9	11.5	12.1	12.8	13.5
消费占比	12%	11%	10%	10%	10%
YoY		6%	6%	6%	6%
胶粘剂、密封胶等	10.5	11.4	12.5	13.5	14.6
消费占比	11%	11%	11%	10%	10%
YoY		9%	10%	8%	8%
弹性体、塑胶跑道等	6.1	6.5	7.2	7.9	8.7
消费占比	7%	6%	6%	6%	6%
YoY		7%	10%	10%	10%
其他	9.0	18.2	21.9	24.1	26.5
消费占比	10%	17%	18%	19%	19%
YoY		102%	20%	10%	10%
国内供需差 (万吨)			-8	-4	-12

资料来源:百川盈孚、天天化工网、观研天下、广州化工交易中心公众号、WELINK 化工公众号、中国化工信息周刊公众号、万华化学公司公告、德邦研究所测算 (注:2024 年全球产能口径截至 2024 年 3 月;2024 年全球消费量为预测值)

2.2. 石化: 需求弱勢景气筑底, 项目迎来集中投产期

需求弱勢景气筑底, 多数石化产品价格收窄。受国际原油价格波动和下游需求疲软影响, 石化行业景气持续低迷, 根据 Wind、钢联和百川盈孚等, 2024 年乙烯、丙烯、LLDPE、丁二烯、MTBE、苯乙烯、正丁醇、丙烯酸、丙烯酸丁酯均价同比分别+5.1%、+0.9%、+1.2%、+39.7%、-11.2%、+9.3%、-1.2%、+1.2%、-2.1%; 价差同比分别-12.1%、-4.8%、-0.4%、+2166.7%、-31.2%、-15.4%、-3.1%、+1.8%、-36.4%。

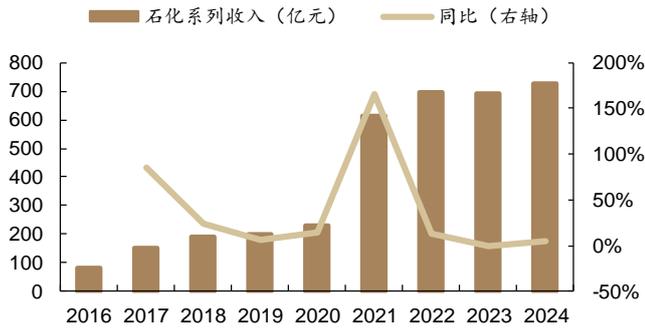
图 14：石化板块景气底部震荡

分类	产品名称	2022				2023				2024				2025	
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
原料价格 (元/吨)	LPG	5365	5447	4729	4655	4757	3746	4476	4829	4444	4460	4645	4569	4466	
	丙烷	5353	5427	4765	4667	4743	3778	4479	4794	4409	4483	4658	4568	4493	
	丁烷	5386	5481	4671	4634	4782	3694	4471	4886	4503	4421	4622	4570	4420	
	纯苯	7923	9151	8322	7027	7017	6817	7591	7591	8239	9045	8502	7431	7360	
	乙烯	7324	7618	6187	6200	6069	5904	5869	6282	6613	6338	6188	6207	6362	
	盐酸	532	504	341	302	256	282	274	248	206	205	186	185	165	
	混合C4	6393	6506	6653	6174	6434	5645	5469	5553	5186	5748	5569	5165	5457	
	异丁烷	6888	6854	6738	6532	6139	5080	5088	5564	5161	5395	5324	5262	5338	
	丙烯	7148	7159	6178	6264	6368	5928	5901	6139	6068	6191	6203	6093	6216	
	甲醇	2890	2822	2575	2832	2707	2340	2419	2490	2646	2689	2510	2575	2703	
	异丁醛	14248	14324	7365	6444	7592	7626	7885	8058	8639	9305	8864	7454	7504	
甲醛	1289	1347	1248	1342	1236	1147	1168	1191	1193	1220	1137	1134	1182		
产品价格 (元/吨)	乙烯	7324	7618	6187	6200	6069	5904	5869	6282	6613	6338	6188	6207	6362	
	丙烯	7148	7159	6178	6264	6368	5928	5901	6139	6068	6191	6203	6093	6216	
	LLDPE	7758	7786	6751	6663	6804	6610	6864	6610	6750	6907	6757	6809	6785	
	丁二烯	7986	10775	9427	7393	9041	7751	7864	9079	10393	12129	13210	11388	11997	
	MTBE	7130	7875	7721	7160	7079	7623	7860	7135	6862	7289	6515	5729	6131	
	环氧乙烷	7639	7975	6854	6985	6678	6507	6255	6583	6654	6890	6866	6985	6962	
	环氧丙烷	11379	10912	9337	9399	9912	9750	9461	9374	9197	9389	8832	8633	7930	
	苯乙烯	9188	10197	9482	8383	8491	8055	8635	8553	9003	9576	9413	8881	8438	
	正丁醇	10191	9642	7208	7414	7611	7525	8559	8292	8538	8335	7540	7208	7058	
	新戊二醇	17029	16184	9921	9383	10242	9726	9317	9423	9967	10821	10386	9915	10904	
	丙烯酸	13928	12721	7900	6788	7068	5984	6194	6026	6002	6486	6330	6740	7397	
	丙烯酸丁酯	14933	13594	9811	9079	9792	8602	9508	9053	9336	9199	8834	8796	9201	
	产品价差 (元/吨)	乙烯	-1615	-1445	-1770	-1594	-1852	-405	-1610	-1724	-750	-1147	-1592	-1422	-1142
		丙烯	832	755	556	757	771	1470	616	482	865	902	706	703	914
LLDPE		5268	5196	4648	4555	4741	4603	4868	4474	4501	4752	4653	4698	4622	
丁二烯		-1156	1471	-87	-1435	-160	-322	43	1139	2977	3909	5246	4002	4194	
MTBE		1687	2299	2065	1585	2084	3838	3930	2621	2610	2838	1974	1178	1135	
环氧乙烷		1853	1956	1966	2087	1884	1842	1619	1620	1430	1883	1978	2081	1937	
环氧丙烷 (PO/SM)		2673	2173	2170	2104	2686	2441	2167	1635	1246	1312	1422	1889	588	
环氧丙烷 (PO/MTBE)		5603	7123	6373	5226	6467	10734	10975	7743	7733	8326	6138	4144	4074	
苯乙烯		3299	2993	2997	2955	3311	3163	2995	2669	2431	2471	2539	2825	2028	
正丁醇		5759	5203	3377	3530	3663	3850	4900	4486	4777	4497	3694	3430	3204	
新戊二醇		5325	4371	3347	3407	3512	3050	2432	2388	2500	2837	2803	3378	4288	
丙烯酸		8925	7710	3575	2403	2610	1834	2063	1729	1755	2152	1988	2474	3046	
丙烯酸丁酯		220	-48	596	416	838	362	508	319	466	159	373	288	383	

资料来源：Wind、钢联、百川盈孚、德邦研究所

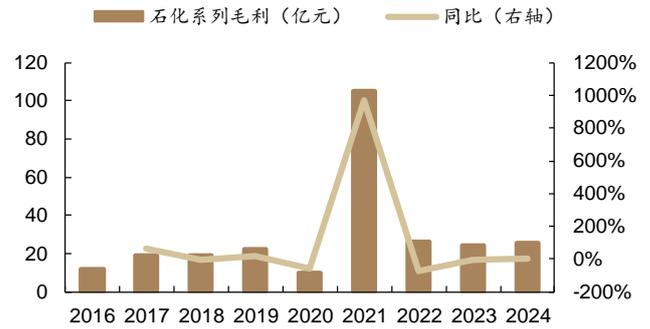
产销同比上行，石化装置迎来集中投产期。2024 年公司石化板块销售收入 725.18 亿元，同比+4.6%；毛利 25.53 亿元，同比+4.8%；产品产量和销量分别为 544、547 万吨，同比+14.5%、+15.9%。依托世界级规模 PO/AE 一体化装置和大乙烯装置，公司不断拓展 C2、C3、C4 产业链及价值链，现阶段公司石化装置已迎来集中投产期，2024 年万华蓬莱一期项目建成并一次性开车成功，产品质量达到行业领先水平；2025 年初万华烟台 25 万吨/年 LDPE 装置一次性开车成功，为公司迈入高端聚烯烃领域打下坚实基础；2025 年 4 月万华烟台 120 万吨/年乙烯装置成功产出合格产品，乙烯二期项目一次性开车成功，进一步提升公司产业链竞争力和盈利能力。

图 15: 2024 年公司石化板块收入同比+4.6%



资料来源: 同花顺、公司公告、德邦研究所

图 16: 2024 年公司石化板块毛利同比+4.8%



资料来源: 同花顺、公司公告、德邦研究所

2.3. 精细化学品及新材料: 新兴材料多点突破, 规模扩张成长可期

精细化学品及新材料业务景气承压。根据 Wind、钢联及百川盈孚等, 2024 年 HDI、IPDI、PVC、液碱、TPU 薄膜、TPU 鞋材、TPU 手机壳、PC、PMMA、双酚 A 价格同比分别-25.1%、-19.3%、-6.9%、-1.9%、-6.1%、-2.9%、-2.7%、-4.4%、+23.6%、-3.8%, 整体呈现同比下行趋势。

图 17: 精细化学品及新材料板块景气整体承压

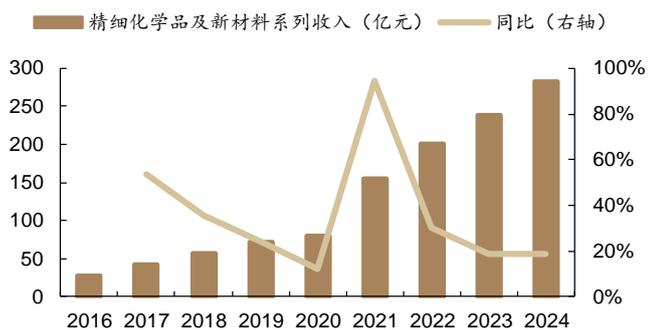
分类	产品名称	2022				2023				2024				2025 Q1
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
原料价格 (元/吨)	己二酸	13589	12002	9633	9786	10144	9479	9413	9100	9782	9586	8880	8249	8073
	纯MDI	24665	24461	22340	21855	22721	22732	24075	24500	24757	24482	23682	21806	21221
	MMA	12236	12872	11426	10671	10290	11560	11975	11406	12957	15530	15183	11688	11552
	碳酸二甲酯	9994	6384	7751	6679	5412	5362	4746	4700	4700	4962	4501	4045	3468
	双酚A	17742	15788	12855	12066	9797	9455	10754	10064	9542	9771	9933	9317	9341
	苯酚	10966	10524	9648	9178	7790	7107	8101	8099	7507	7821	8556	7866	7687
	丙酮	5738	5746	4958	5791	5454	5837	6564	6955	7074	7930	6646	5828	6152
	原盐	452	422	413	416	402	349	293	362	350	335	337	342	308
	乙烯	7324	7618	6187	6200	6069	5904	5869	6282	6613	6338	6188	6207	6362
	盐酸	532	504	341	302	256	282	274	248	206	205	186	185	165
	己二胺									23846	26089	23030	21823	21107
产品价格 (元/吨)	HDI	78256	74176	69005	62815	54406	38714	35141	37457	35330	30368	29087	29250	29250
	IPDI	77533	79000	67674	55043	52500	50874	48538	47000	46022	40429	37000	37000	37833
	聚氯乙烯 (PVC)	9145	8894	6729	6263	6458	5936	6182	5973	5797	5899	5654	5500	5500
	液碱	1014	1235	1097	1167	989	851	783	871	788	814	844	977	973
	TPU 薄膜	27294	24799	22867	20816	18341	17530	17291	17055	17057	16600	16452	15788	15344
	TPU 鞋材	22733	21008	19198	17413	16288	15510	15509	15260	15359	15500	15352	14525	14318
	TPU 手机壳	23506	21459	19698	17796	16448	15610	15568	15403	15559	15700	15511	14525	14318
	聚碳酸酯 (PC)	22319	21057	16710	17076	16145	15064	15720	15164	14795	15316	14940	14309	14004
	PMMA	16291	16202	15237	15005	14409	14595	14941	15679	16506	18871	19377	18971	18175
	双酚A	17742	15788	12855	12066	9797	9455	10754	10064	9542	9771	9933	9317	9341
产品价差 (元/吨)	HDI									18160	11584	12505	13538	14053
	IPDI	74150	75612	64751	51629	49284	47432	44668	42899	41850	35752	33081	33564	34205
	聚氯乙烯 (PVC)	5357	4986	3600	3153	3439	2977	3245	2860	2555	2787	2625	2462	2403
	液碱	834	1068	934	1002	829	712	667	728	649	681	710	842	850
	TPU	8983	7878	8075	6224	4098	3672	3200	3033	2644	2784	3280	3401	3399
	聚碳酸酯 (PC)	3053	4741	2583	4012	5542	4785	4476	4555	4655	4885	4515	4589	4453
	PMMA	4177	3459	3925	4441	4222	3151	3086	4387	3679	3496	4345	7399	6738
	双酚A	6653	5081	3123	2518	1547	1696	1933	1140	1102	826	695	900	992

资料来源: Wind、钢联、百川盈孚、德邦研究所 (注: TPU 价差测算为 TPU 薄膜、TPU 鞋材、TPU 手机壳三者价差的均值)

新兴材料多点突破，规模扩张成长可期。2024 年公司精细化学品及新材料板块收入 282.73 亿元，同比+18.6%；毛利 36.12 亿元，同比-29.2%，毛利下滑主要系 ADI 等产品利润率下降及新投产业务拖累所致。产销方面，精细化学品及新材料板块产量和销量分别为 209、203 万吨，同比+26.7%、+27.7%，规模持续扩张。公司持续突破精细化学品、高端化工新材料等关键技术，自主研发的 POE 装置一次性开车成功，打破国外垄断；VA 全产业链成功开车，正式进军营养健康领域；柠檬醛、特种异氰酸酯、聚氨酯固化剂等装置一次性开车成功，运行情况良好；膜材料、水性材料等不断推陈出新，成功进入多家行业头部客户。

图 18：2024 年公司精细化学品及新材料板块收入同比+18.6%

图 19：2024 年公司精细化学品及新材料板块毛利同比-29.2%



资料来源：同花顺、公司公告、德邦研究所

资料来源：同花顺、公司公告、德邦研究所

万华收购欧洲资产，关税降本+格局优化。欧洲时间 4 月 10 日，经法国里昂商业法院裁定，万华 BC 成功收购法国康睿 (Vencorex) 的特种异氰酸酯业务，其中包括位于法国格勒诺布尔附近的生产基地。康睿是全球 HDI 行业龙头企业之一，其法国工厂拥有 7 万吨 HDI 单体产能，具备显著的规模优势。通过本次收购，万华不仅获得了 HDI 加合物的生产装置（康睿法国工厂的核心资产之一，主要可用于生产 HDI 衍生物），也继承了康睿在欧洲市场的销售渠道和品牌。在行业景气底部以低成本获取欧洲 HDI 产能及第二基地，有助于万华实现欧洲市场的深度渗透和全球资源配置优化，进一步巩固其在特种异氰酸酯行业的领先地位。同时在当前美国加征关税、全球贸易摩擦加剧的背景下，欧洲化工资产对于规避关税壁垒，降低贸易成本具有重要意义。此外，本次收购还包括对康睿知识产权 (IP) 的收购，有效阻止了关键技术无序扩散，筑牢行业技术壁垒，还有助于减少市场竞争，提升行业集中度，利好 HDI 市场格局持续优化。

表 3：万华收购康睿后，HDI 产能跃居全球第一位

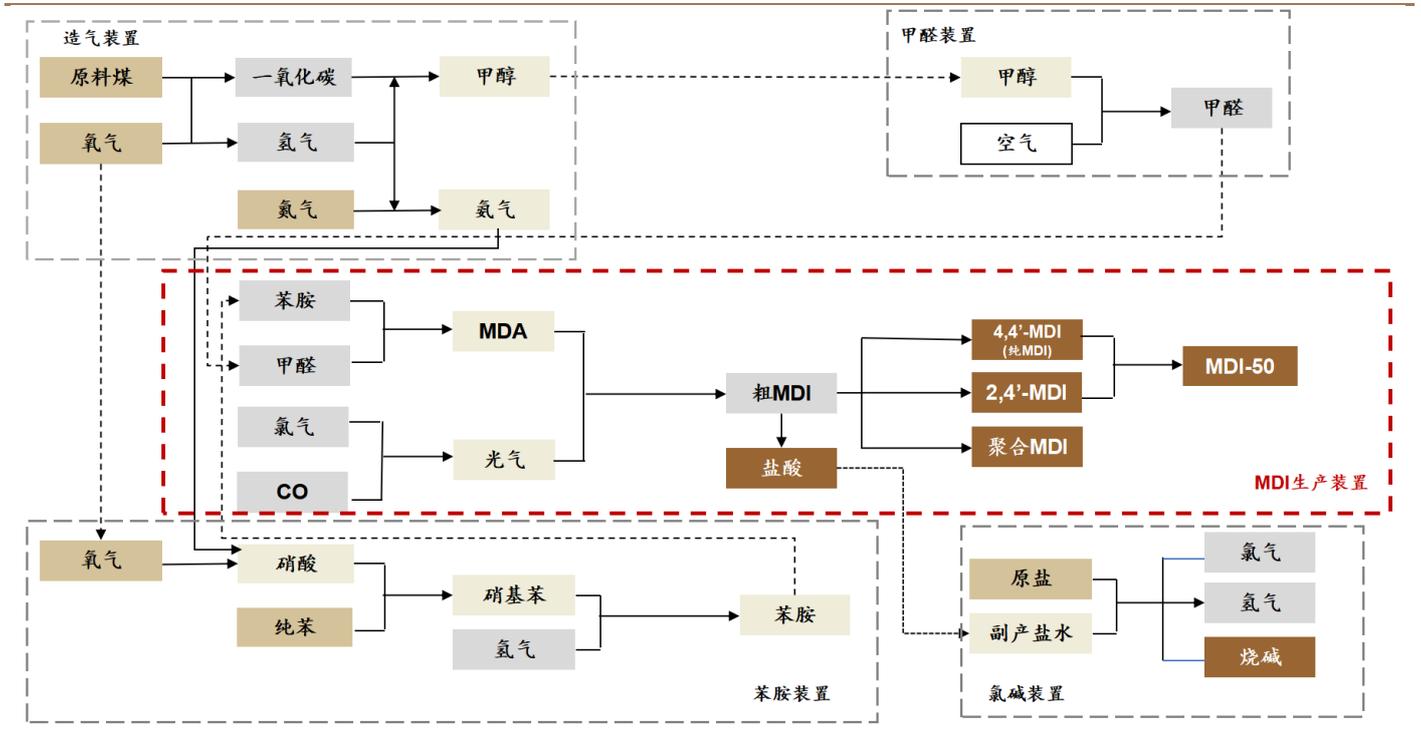
生产企业	现有产能 (万吨)	全球市占率	规划项目
万华化学	20	37%	宁波 10 万吨在建
科思创	19	35%	
美瑞新材	10	18%	二期 20 万吨
东曹	3	6%	舍扩建
旭化成	2.2	4%	
新和成	0.3	1%	10 万吨待建

资料来源：慧聪化工网、德邦研究所

3. MDI 成本优势突出，看好公司长期成长

一体化完备产业链，万华成本全球左侧。原料成本方面：公司拥有完备的 MDI 生产链，上游配套苯胺、甲醛、光气等原料生产装置，同时自研突破第六代 MDI 生产技术，在提高产品质量的同时显著降低原料单耗及生产能耗。此外，公司通过煤制氢气和配套氯碱装置，持续降低原料成本。**能源成本方面：**公司园区配套锅炉和自建热电站，实现蒸汽和电力自给。**折旧成本方面：**公司制备工艺先进，单套装置产能高（万华烟台是全球首套 110 万吨/年 MDI 生产装置），边际生产成本更低，同时产能多通过技改实现新增，投资强度大幅下降。**其他方面：**公司在不影响生产经营的前提下，定期开展装置检修，确保生产装置运行和供应的稳定性。凭借 MDI 领域的领先地位，持续为公司注入稳定的现金流。

图 20：万华化学园区一体化优势显著



资料来源：天天化工网、德邦研究所

在建项目稳步推进，中长期成长性突出。聚氨酯方面，万华福建技改扩能新增 70 万吨/年预计 2026Q2 投产，TDI 第二套 33 万吨/年预计 2025 年 5 月投产。**石化方面，**乙烯二期已于 2025 年 4 月一次性开车成功，同时公司子公司万融新材料拟与 ADNOC、Borealis、Borouge 组成投资联合体按照 50%:50% 持股比例组建中外合资公司，投资建设 160 万吨/年特种聚烯烃项目，有望再次大幅度提升公司国际化水平。**精细化学品及新材料方面，**蓬莱二期 40 万吨 POE 已开工建设，预计 2025 年末投产，届时公司 POE 产能规模将达 60 万吨/年。此外，公司将加快自主研发的绿色功能添加剂、香兰素、营养品等一系列营养科技产品的工业化建设；持续打造公司第二增长曲线，加快磷酸铁锂、PVDF 等一系列电池材料等项目建设，中长期成长性有望持续兑现。

表 4：公司规划及在建项目众多，中长期成长性突出

所属板块	主营产品	生产基地	产能 (万吨/年)	建设进度	备注
聚氨酯	MDI	福建	70	预计 2026Q2 投产	万华福建 MDI 技改扩能
	TDI	福建	33	预计 2025 年 5 月投产	万华福建第二套 TDI
石化	LDPE	烟台	25	2025 年初开车成功	
	乙烯	烟台	120	2025 年 4 月开车成功	
	特种聚烯烃	福建	160	-	由 ADNOC、Borealis、Borouge 组成投资联合体和公司子公司万融新材料按照 50%:50% 持股比例组建中外合资公司建设
	POE	烟台	40	预计 2025 年末投产	蓬莱二期
精细化学品及新材料	HDI	宁波	10	2024 年 6 月环评第一次公示	
	IPDI	烟台	2	2024 年 7 月环评报批前公示	可切换生产 PDI
	HMDI	烟台	2	2025 年 4 月环评报批前公示	HMDI 年产能由 2 万吨扩产至 4 万吨，兼产 3 万吨 HDI (切换生产)
	PC	福建	60 (3*20)	2025 年 5 月环评第一次公示	
	PVC	福建	96	2025 年 4 月环评第一次公示	
	香酮	烟台	0.38	2024 年 10 月环评报批前公示	
	香兰素	烟台	1	2024 年 11 月环评报批前公示	
	磷酸铁锂	烟台	10	2025 年 4 月项目正式批复	

资料来源：公司 2024 年报、公司官网、石油化工论坛、锂电行业动态、德邦研究所

表 5：2025 年公司主要项目投资计划

序号	投资项目	2025 年计划投资额 (亿元)
1	聚氨酯 (MDI/TDI/HCL 氧化等) 及配套项目	64.9
2	高性能材料 (XLPE/ACP 等) 及配套项目	6.0
3	精细化学品 (绿色功能添加剂/香兰素/多功能单体等) 项目	46.4
4	石化产业链 (乙烯二期/乙烯原料多元化改造/丙烯酸/VCM 等) 项目	76.7
5	新兴材料项目	21.6
6	公用工程及辅助设施	32.3
7	其他	4.5
	合计	252.4

资料来源：流程工业微信公众号、德邦研究所

4. 盈利预测

假设：

1) 聚氨酯业务：MDI 方面，未来三年新增产能较少，主要包括万华福建 70 万吨和美国巴斯夫 20 万吨；需求端，内需有望继续受益白电、汽车领域以旧换新等政策刺激，同时海外释放复苏信号，3 月德国设立 5000 亿欧元基础设施专项基金，计划十年内投向交通、能源、数字化等领域，供需格局有望持续向好。TDI 方面，供给预计呈现海外装置退出、国内龙头扩产趋势，目前仅有万华福建 33 万吨较有确定性，需求方面有望受益软体家具产量的提升。在行业层面格局向好和公司稳步扩产的预期下，我们预计 2025-2026 年公司聚氨酯业务收入分别为 804、875、914 亿元，同比+6.0%、+8.8%、+4.5%，毛利率分别为 25.0%、27.5%、27.7%。

2) 石化业务：公司蓬莱一期 PDH 项目和乙烯二期项目已分别于 2024 年和 2025 年 4 月投产，石化业务迎来集中投产阶段，后续伴随新产能逐步爬坡，有望带动公司石化业务规模扩增。受 4 月油价中枢快速下行影响，短期石化业务预期面临库存减值压力，长期维度在原料成本改善和宏观经济复苏的背景下，盈利有望逐步修复。我们预计 2025-2027 年公司石化业务收入分别为 762、831、842 亿元，同比+5.1%、+9.0%、+1.4%，毛利率分别为 2.6%、3.5%、6.3%。

3) 精细化学品及新材料业务：蓬莱二期 40 万吨 POE 预计年底投产，同时公司将加快绿色功能添加剂、香兰素、营养品等营养科技产品工业化建设；持续打造第二成长曲线，加快磷酸铁锂、PVDF 等电池材料项目建设，中长期成长性突出。我们预计 2025-2027 年公司精细化学品及新材料业务收入分别为 300、311、326 亿元，同比+6.0%、+3.9%、+4.6%，毛利率分别为 12.9%、12.9%、13.2%。

4) 其他业务：占比相对较小，假设 2025-2027 年公司其他业务收入及毛利水平与 2024 年保持一致。

表 6：公司主营业务拆分及盈利预测

业务板块	指标	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
聚氨酯	收入 (亿元)	605	629	674	758	804	875	914
	YoY		4.0%	7.1%	12.6%	6.0%	8.8%	4.5%
	成本 (亿元)	393	475	487	560	603	634	661
	毛利 (亿元)	212	154	187	198	201	240	253
	毛利率	35.1%	24.4%	27.7%	26.2%	25.0%	27.5%	27.7%
石化	收入 (亿元)	614	696	693	725	762	831	842
	YoY		13.4%	-0.4%	4.6%	5.1%	9.0%	1.4%
	成本 (亿元)	509	670	669	700	742	801	789
	毛利 (亿元)	105	26	24	26	20	29	53
	毛利率	17.1%	3.7%	3.5%	3.5%	2.6%	3.5%	6.3%

精细化学品 及新材料	收入 (亿元)	155	201	238	283	300	311	326
	YoY		30.1%	18.4%	18.6%	6.0%	3.9%	4.6%
	成本 (亿元)	122	146	187	247	261	271	283
	毛利 (亿元)	33	56	51	36	39	40	43
	毛利率	21.3%	27.6%	21.4%	12.8%	12.9%	12.9%	13.2%
其他	收入 (亿元)	191	265	148	54	54	54	54
	YoY		39.1%	-44.2%	-63.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本 (亿元)	158	224	116	20	20	20	20
	毛利 (亿元)	33	41	32	34	34	34	34
	毛利率	17.3%	15.5%	21.8%	63.1%	63.1%	63.1%	63.1%
合计	收入 (亿元)	1455	1656	1754	1821	1920	2071	2136
	YoY		13.8%	5.9%	3.8%	5.4%	7.9%	3.1%
	成本 (亿元)	1073	1381	1459	1526	1626	1727	1753
	毛利 (亿元)	382	274	294	294	294	344	383
	毛利率	26.3%	16.6%	16.8%	16.2%	15.3%	16.6%	17.9%

资料来源: Wind、公司公告、德邦研究所测算

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 138.76、171.54、199.84 亿元, 同比+6.5%、+23.6%、+16.5%, 对应 EPS 分别为 4.42、5.46、6.36 元。我们选取华鲁恒升、扬农化工、恒力石化、荣盛石化作为可比公司, 以 2025/5/30 收盘价计算, 2025-2027 年可比公司 PE 均值分别为 17.41、13.40、11.12 倍, 公司 PE 分别为 12.25、9.91、8.51 倍, 存在估值性价比。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图 21: 可比公司估值 (收盘价截至 2025 年 5 月 30 日)

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
600426.SH	华鲁恒升	442.05	39.03	41.92	45.66	51.43	11.76	10.55	9.68	8.60	1.39
600486.SH	扬农化工	224.44	12.02	13.94	16.39	18.55	19.58	16.10	13.70	12.10	2.04
600346.SH	恒力石化	1,066.42	70.44	82.26	95.65	111.21	15.34	12.96	11.15	9.59	1.63
002493.SZ	荣盛石化	869.78	7.24	28.95	45.63	61.25	126.48	30.05	19.06	14.20	2.00
平均							43.29	17.41	13.40	11.12	1.77
600309.SH	万华化学	1,699.86	130.33	138.76	171.54	199.84	17.19	12.25	9.91	8.51	1.77

资料来源: Wind、各公司公告、德邦研究所 (注: 扬农化工、恒力石化、荣盛石化盈利预测取自 Wind 一致预期)

5. 风险提示

原料价格大幅波动。公司主要原材料纯苯、LPG 等价格与原油价格高度相关，若油价出现大幅波动，则将对公司经营的稳定性和毛利水平产生影响。

下游需求不及预期。公司产品下游应用广泛，涉及家电、汽车、建筑、家居等众多领域，若下游需求表现不及预期，或导致产品价格下滑，进而压缩公司盈利空间。

项目建设进度不及预期。公司目前众多项目推进中，包括万华福建 MDI 技改扩能 70 万吨/年、万华福建 TDI 扩能 33 万吨/年、蓬莱二期 POE 40 万吨/年等，若项目建设进度不及预期，将对公司业绩产生影响。

政策不确定性风险。目前关税政策仍存在较大不确定性，若后续政策出现重大调整，或对公司海外营收产生影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	4.15	4.42	5.46	6.36
每股净资产	30.14	33.42	37.24	41.69
每股经营现金流	9.57	12.44	14.38	15.54
每股股利	1.25	1.33	1.65	1.92
价值评估(倍)				
P/E	17.19	12.25	9.91	8.51
P/B	2.37	1.62	1.45	1.30
P/S	1.23	0.89	0.82	0.80
EV/EBITDA	9.27	6.29	5.23	4.45
股息率%	1.8%	2.5%	3.0%	3.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	16.2%	15.3%	16.6%	17.9%
净利润率	8.1%	8.2%	9.4%	10.6%
净资产收益率	13.8%	13.2%	14.7%	15.3%
资产回报率	4.4%	4.4%	5.2%	5.7%
投资回报率	8.3%	7.9%	9.1%	9.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	3.8%	5.4%	7.9%	3.1%
EBIT 增长率	-7.4%	2.2%	21.3%	14.6%
净利润增长率	-22.5%	6.5%	23.6%	16.5%
偿债能力指标				
资产负债率	64.7%	63.0%	60.8%	58.0%
流动比率	0.6	0.5	0.6	0.7
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.4
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	21.2	23.7	23.5	24.0
存货周转天数	52.8	55.1	55.2	56.4
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	1.7	1.4	1.2	1.1

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	13,033	13,876	17,154	19,984
少数股东损益	1,758	1,872	2,314	2,696
非现金支出	13,965	20,120	22,598	24,879
非经营收益	1,630	1,637	1,750	1,747
营运资金变动	-333	1,544	1,347	-511
经营活动现金流	30,053	39,049	45,164	48,795
资产	-35,360	-36,959	-29,956	-29,954
投资	-2,185	-600	-600	-600
其他	467	981	806	832
投资活动现金流	-37,078	-36,578	-29,749	-29,722
债权募资	17,950	1,970	-400	-400
股权募资	957	0	0	0
其他	-12,721	-6,143	-7,767	-8,643
融资活动现金流	6,186	-4,173	-8,167	-9,043
现金净流量	-821	-1,691	7,248	10,030

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 30 日
 资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	182,069	191,971	207,120	213,628
营业成本	152,643	162,579	172,698	175,307
毛利率%	16.2%	15.3%	16.6%	17.9%
营业税金及附加	1,084	1,143	1,233	1,272
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	1,619	1,707	1,842	1,900
营业费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	3,023	3,264	3,521	3,632
管理费用率%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
研发费用	4,550	4,991	5,385	5,554
研发费用率%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%
EBIT	19,795	20,228	24,534	28,123
财务费用	2,094	2,209	2,258	2,174
财务费用率%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%
资产减值损失	-740	0	0	0
投资收益	709	747	806	832
营业利润	17,966	18,019	22,276	25,950
营业外收支	-1,042	0	0	0
利润总额	16,924	18,019	22,276	25,950
EBITDA	32,817	40,348	47,132	53,003
所得税	2,133	2,271	2,807	3,270
有效所得税率%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
少数股东损益	1,758	1,872	2,314	2,696
归属母公司所有者净利润	13,033	13,876	17,154	19,984

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	24,533	22,842	30,090	40,121
应收账款及应收票据	12,319	12,989	14,014	14,454
存货	24,107	25,677	27,275	27,687
其它流动资产	9,031	10,197	11,440	12,455
流动资产合计	69,990	71,704	82,819	94,717
长期股权投资	9,651	10,151	10,651	11,151
固定资产	118,828	161,788	182,980	194,745
在建工程	63,159	36,579	22,290	15,145
无形资产	11,971	12,971	13,971	14,971
非流动资产合计	223,343	240,649	248,651	254,372
资产总计	293,333	312,353	331,470	349,088
短期借款	35,557	33,557	31,557	29,557
应付票据及应付账款	69,136	73,637	78,220	79,401
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	21,390	24,251	24,881	25,056
流动负债合计	126,083	131,445	134,659	134,015
长期借款	48,176	50,176	52,176	54,176
其它长期负债	15,574	15,050	14,650	14,250
非流动负债合计	63,750	65,226	66,826	68,426
负债总计	189,833	196,670	201,484	202,441
实收资本	3,140	3,140	3,140	3,140
普通股股东权益	94,626	104,937	116,925	130,891
少数股东权益	8,874	10,746	13,061	15,756
负债和所有者权益合计	293,333	312,353	331,470	349,088

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。