

## 万华化学（600309.SH）

## 三季度产品产销量同比提升，业绩拐点已现

事件：公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度实现营收 1442 亿元，同比下降 2.29%，归母净利润为 91.57 亿元，同比下降 17.45%，扣非后归母净利润为 91.01 亿元，同比下降 16.7%，其中三季度单季度实现营收 533 亿元，同比增长 5.52%，环比提升 11.48%，归母净利润 30.35 亿元，同比增长 3.96%，扣非后归母净利润 28.56 亿元，同比增长 0.96%。公司业绩正在企稳回升。

□ 三季度产量同比持续增长，全年业绩有望企稳。三季度全球聚氨酯行业需求平稳，新能源与高端制造领域表现较好，在新能源汽车轻量化需求推动下，聚氨酯复合材料用量需求持续提升。受到欧洲 TDI 部分产能供给不可抗力影响，三季度 TDI 价格大幅上涨。从量上来看三季度单季度聚氨酯系列产品实现产量 156 万吨，同比增长 13%，销量 155 万吨，同比增长 10%；石化业务板块前三季度石化行业烯烃等产品产能集中释放，但油价持续走低造成石化产品价格承压，石化业务利润空间进一步压缩。从量上来看石化系列产品实现产量 183 万吨，同比增长 41%，销量 175 万吨，同比增长 33%；精细化学品及新材料业务板块前三季度精细化学品及新材料业务稳定发展，在国家新质生产力战略支持、新能源等新兴产业需求带动下，精细化学品及新材料业务有充分的发展空间。从量上来看精细化学品与新材料系列产品实现产量 65 万吨，同比增长 44%，销量 65 万吨，同比增长 30%。

□ 当前化工品需求仍偏弱，产品价格有望企稳回升。2025 年三季度聚氨酯系列产品整体价格呈现震荡趋势，MDI 产品价格仍在下行趋势，但 TDI 受到欧洲部分产能不可抗力影响价格有所反弹。纯 MDI 产品：三季度下游需求总体平稳，供应端进口货源增加，市场均价在 18,300 元/吨左右。聚合 MDI 产品：三季度冰冷、建筑市场需求不及预期，市场均价在 15,200 元/吨左右。TDI 产品：三季度受部分装置不可抗力、检修等因素影响，供应偏紧，市场均价在 14,700 元/吨左右。软泡聚醚产品：三季度家居行业需求平稳，汽车行业保持增长，市场均价在 8,000 元/吨左右。2025 年三季度与去年同期相比价格重心整体下移。山东丙烯价格 6,453 元/吨，同比下跌 6.83%；山东正丁醇价格 5,913 元/吨，同比下跌 20.57%；山东丙烯酸价格 6,275 元/吨，同比上涨 0.40%；山东丙烯酸丁酯价格 7,538 元/吨，同比下跌 15.64%；山东 NPG 加氢价格 7,869 元/吨，同比下跌 24.21%；山东 MTBE 价格 5,050 元/吨，同比下跌 19.87%；华东 LLDPE 膜级价格 7,276 元/吨，同比下跌 12.35%；华东乙烯法 PVC 价格 5,027 元/吨，同比下跌 12.97%。

□ 给予“强烈推荐”投资评级。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 1912 亿元、2198 亿元和 2418 亿元，归母净利润分别为 131 亿元、134 亿元和 153 亿元，EPS 分别为 4.17 元、4.29 元和 4.89 元。当前股价对应 PE 分别为 14.7 倍、14.3 倍和 12.6 倍，给予“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：新产能投放进度低于预期，原材料价格上涨过多，油价剧烈波动

## 财务数据与估值

| 会计年度       | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 175361 | 182069 | 191173 | 219848 | 241833 |
| 同比增长       | 6%     | 4%     | 5%     | 15%    | 10%    |
| 营业利润(百万元)  | 20389  | 17966  | 18009  | 18471  | 20919  |

## 强烈推荐（维持）

周期/化工

目标估值：NA

当前股价：61.45 元

## 基础数据

|             |                |
|-------------|----------------|
| 总股本（百万股）    | 3130           |
| 已上市流通股（百万股） | 3130           |
| 总市值（十亿元）    | 192.4          |
| 流通市值（十亿元）   | 192.4          |
| 每股净资产（MRQ）  | 33.6           |
| ROE（TTM）    | 10.6           |
| 资产负债率       | 64.6%          |
| 主要股东        | 烟台国丰投资控股集团有限公司 |
| 主要股东持股比例    | 21.65%         |

## 股价表现

| %    | 1m | 6m  | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | -3 | 13  | -21 |
| 相对表现 | -5 | -10 | -40 |



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《万华化学（600309）一上半年业绩超预期，下半年有望企稳回升》2025-08-12
- 2、《万华化学（600309）—2024 年业绩有所下滑，公司持续稳健经营》2025-04-16
- 3、《万华化学（600309）—三季度业绩有所下滑，静待油价企稳》2024-10-31

周铮

S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

赵晨曦

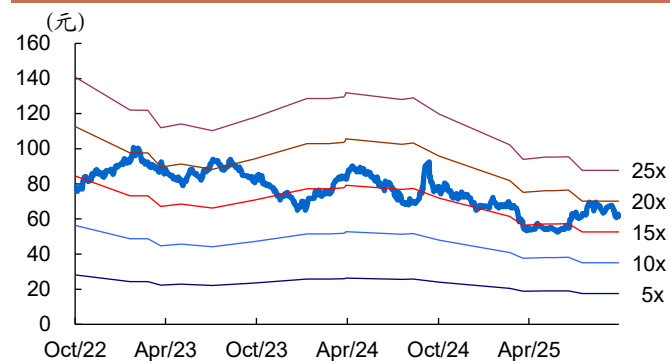
S1090523010001

✉ zhaochenxi@cmschina.com.cn

|            |       |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 同比增长       | 3%    | -12%  | 0%    | 3%    | 13%   |
| 归母净利润(百万元) | 16816 | 13033 | 13066 | 13419 | 15293 |
| 同比增长       | 4%    | -22%  | 0%    | 3%    | 14%   |
| 每股收益(元)    | 5.37  | 4.16  | 4.17  | 4.29  | 4.89  |
| PE         | 11.4  | 14.8  | 14.7  | 14.3  | 12.6  |
| PB         | 2.2   | 2.0   | 2.3   | 2.6   | 3.0   |

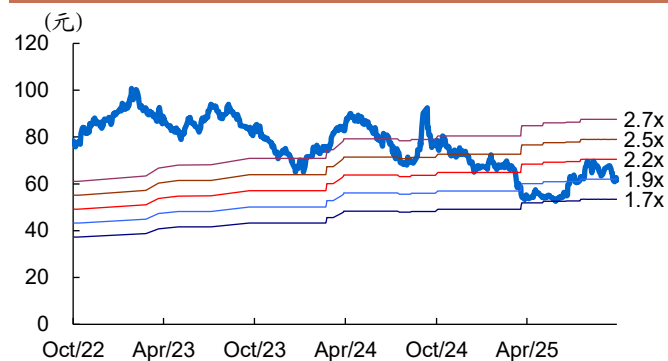
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 万华化学历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 万华化学历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2023          | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | 61864         | 69990         | 64850         | 73306         | 82278         |
| 现金             | 23710         | 24533         | 17498         | 18561         | 22273         |
| 交易性投资          | 144           | 78            | 78            | 78            | 78            |
| 应收票据           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应收款项           | 9144          | 12319         | 12935         | 14875         | 16363         |
| 其它应收款          | 986           | 1316          | 1382          | 1589          | 1748          |
| 存货             | 20650         | 24107         | 24969         | 28992         | 31701         |
| 其他             | 7230          | 7637          | 7989          | 9212          | 10116         |
| <b>非流动资产</b>   | 191176        | 223343        | 239692        | 254153        | 266944        |
| 长期股权投资         | 7046          | 9651          | 9651          | 9651          | 9651          |
| 固定资产           | 98764         | 118828        | 136600        | 152342        | 166284        |
| 无形资产商誉         | 12943         | 14167         | 12750         | 11475         | 10328         |
| 其他             | 72423         | 80696         | 80690         | 80685         | 80681         |
| <b>资产总计</b>    | <b>253040</b> | <b>293333</b> | <b>304542</b> | <b>327460</b> | <b>349222</b> |
| <b>流动负债</b>    | 108657        | 126083        | 146325        | 177875        | 206143        |
| 短期借款           | 43526         | 35557         | 64301         | 83340         | 103187        |
| 应付账款           | 45594         | 69136         | 71608         | 83146         | 90912         |
| 预收账款           | 5674          | 5194          | 5380          | 6246          | 6830          |
| 其他             | 13863         | 16196         | 5037          | 5143          | 5214          |
| <b>长期负债</b>    | 49929         | 63750         | 63750         | 63750         | 63750         |
| 长期借款           | 39811         | 48176         | 48176         | 48176         | 48176         |
| 其他             | 10118         | 15574         | 15574         | 15574         | 15574         |
| <b>负债合计</b>    | <b>158586</b> | <b>189833</b> | <b>210075</b> | <b>241625</b> | <b>269893</b> |
| 股本             | 3140          | 3140          | 3140          | 3140          | 3140          |
| 资本公积金          | 1816          | 1806          | 1806          | 1806          | 1806          |
| 留存收益           | 83700         | 89680         | 78884         | 68441         | 59872         |
| 少数股东权益         | 5798          | 8874          | 10637         | 12447         | 14510         |
| 归属于母公司所有者权益    | 88656         | 94626         | 83830         | 73387         | 64818         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>253040</b> | <b>293333</b> | <b>304542</b> | <b>327460</b> | <b>349222</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2023        | 2024         | 2025E         | 2026E       | 2027E       |
|----------------|-------------|--------------|---------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 26797       | 30053        | 34888         | 42631       | 45621       |
| 净利润            | 18300       | 14791        | 14829         | 15230       | 17356       |
| 折旧摊销           | 10145       | 11842        | 15000         | 16888       | 18558       |
| 财务费用           | 2825        | 2884         | 6088          | 7210        | 8357        |
| 投资收益           | (621)       | (709)        | (1813)        | (1813)      | (1813)      |
| 营运资金变动         | (3767)      | 1827         | 785           | 5117        | 3163        |
| 其它             | (85)        | (582)        | 0             | 0           | 0           |
| <b>投资活动现金流</b> | (44830)     | (37078)      | (29536)       | (29536)     | (29536)     |
| 资本支出           | (43098)     | (35830)      | (31349)       | (31349)     | (31349)     |
| 其他投资           | (1732)      | (1248)       | 1813          | 1813        | 1813        |
| <b>筹资活动现金流</b> | 22809       | 6186         | (12388)       | (12032)     | (12373)     |
| 借款变动           | 47178       | 32703        | 17562         | 19039       | 19846       |
| 普通股增加          | 0           | 0            | 0             | 0           | 0           |
| 资本公积增加         | (344)       | (10)         | 0             | 0           | 0           |
| 股利分配           | (23611)     | (29765)      | (23862)       | (23862)     | (23862)     |
| 其他             | (414)       | 3258         | (6088)        | (7210)      | (8357)      |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>4776</b> | <b>(838)</b> | <b>(7036)</b> | <b>1063</b> | <b>3712</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业总收入</b>     | 175361       | 182069       | 191173       | 219848       | 241833       |
| 营业成本             | 145926       | 152643       | 158100       | 183573       | 200722       |
| 营业税金及附加          | 960          | 1084         | 1138         | 1309         | 1439         |
| 营业费用             | 1346         | 1619         | 1700         | 1955         | 2150         |
| 管理费用             | 2450         | 3023         | 3174         | 3650         | 4015         |
| 研发费用             | 4081         | 4550         | 4778         | 5495         | 6044         |
| 财务费用             | 1676         | 2094         | 6088         | 7210         | 8357         |
| 资产减值损失           | (178)        | (904)        | 0            | 0            | 0            |
| 公允价值变动收益         | 82           | (76)         | (76)         | (76)         | (76)         |
| 其他收益             | 943          | 1181         | 1181         | 1181         | 1181         |
| 投资收益             | 621          | 709          | 709          | 709          | 709          |
| <b>营业利润</b>      | 20389        | 17966        | 18009        | 18471        | 20919        |
| 营业外收入            | 64           | 96           | 96           | 96           | 96           |
| 营业外支出            | 444          | 1137         | 1137         | 1137         | 1137         |
| <b>利润总额</b>      | 20010        | 16924        | 16967        | 17429        | 19877        |
| 所得税              | 1710         | 2133         | 2138         | 2199         | 2521         |
| 少数股东损益           | 1484         | 1758         | 1763         | 1810         | 2063         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>16816</b> | <b>13033</b> | <b>13066</b> | <b>13419</b> | <b>15293</b> |

## 主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 6%    | 4%    | 5%    | 15%   | 10%   |
| 营业利润           | 3%    | -12%  | 0%    | 3%    | 13%   |
| 归母净利润          | 4%    | -22%  | 0%    | 3%    | 14%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 16.8% | 16.2% | 17.3% | 16.5% | 17.0% |
| 净利率            | 9.6%  | 7.2%  | 6.8%  | 6.1%  | 6.3%  |
| ROE            | 20.3% | 14.2% | 14.6% | 17.1% | 22.1% |
| ROIC           | 12.2% | 9.1%  | 10.3% | 10.5% | 11.3% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 62.7% | 64.7% | 69.0% | 73.8% | 77.3% |
| 净负债比率          | 36.3% | 32.4% | 36.9% | 40.2% | 43.3% |
| 流动比率           | 0.6   | 0.6   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| 速动比率           | 0.4   | 0.4   | 0.3   | 0.2   | 0.2   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.8   | 0.7   | 0.6   | 0.7   | 0.7   |
| 存货周转率          | 7.5   | 6.8   | 6.4   | 6.8   | 6.6   |
| 应收账款周转率        | 19.3  | 17.0  | 15.1  | 15.8  | 15.5  |
| 应付账款周转率        | 4.2   | 2.7   | 2.2   | 2.4   | 2.3   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 5.37  | 4.16  | 4.17  | 4.29  | 4.89  |
| 每股经营净现金        | 8.56  | 9.60  | 11.14 | 13.62 | 14.57 |
| 每股净资产          | 28.32 | 30.23 | 26.78 | 23.44 | 20.71 |
| 每股股利           | 6.30  | 7.62  | 7.62  | 7.62  | 7.62  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 11.4  | 14.8  | 14.7  | 14.3  | 12.6  |
| PB             | 2.2   | 2.0   | 2.3   | 2.6   | 3.0   |
| EV/EBITDA      | 12.5  | 12.6  | 10.1  | 9.3   | 8.3   |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。