

万华化学（600309）

产能释放部分抵御价格下行压力

证券研究报告

2025 年 10 月 26 日

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	61.45 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,130.47
流通 A 股股本(百万股)	3,130.47
A 股总市值(百万元)	192,367.48
流通 A 股市值(百万元)	192,367.48
每股净资产(元)	33.59
资产负债率(%)	64.57
一年内最高/最低(元)	83.59/52.10

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

- 《万华化学-年报点评报告:销售规模维持良好增长,毛利率下滑及减值影响业绩》 2025-05-09
- 《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
- 《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

事件:万华化学发布 2025 年中报,实现营业收入 909 亿元,同比下滑 6.35%;实现营业利润 76 亿元,同比下滑 27.7%;归属于上市公司股东的净利润 61.23 亿元,同比下降 25.1%,扣除非经常性损益后的净利润 62.44 亿元,同比下滑 22.9%。按 31.40 亿股的总股本计,实现摊薄每股收益 1.95 元(扣非后为 1.99 元),每股经营现金流为 2.7 元。第二季度实现营业收入 478 亿元,同比下滑 6%、环比增长 11.07%;实现归属于上市公司股东的净利润 30.41 亿元,同比减少 24.3%、环比减少 1.34%;单季度 EPS 0.97 元。

产销量规模增加,价格承压,费用控制良好。2025 年上半年,公司实现营业收入 909 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 369、349、156 亿元,较去年同期分别变动+14.3、-46.4、+26.5 亿元,yoy+4%、-11.7%、+20.4%;其他业务实现营收 113 亿元,同比减少约 53 亿元;产品间抵消为 82 亿元,较去年基本持平。2025 年上半年,公司实现毛利额 125.8 亿元,同比减少 33.52 亿元;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 94.7、-1.3、14.9 亿元,同比分别减少 4.6、19.2、7.1 亿元。公司综合毛利率为 13.8%,同比下滑 2.6pcts;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 25.7%、-0.4%、9.6%,同比变动-2.3、-4.9、-7.4pcts。公司产销量同、环比均实现增长。2025 年上半年公司聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大系列产量分别 298、295、124 万吨,分别同比+15、+18、+24 万吨;销量方面,上述三个系列产品分别销售 303、285、119 万吨,较去年同期分别增加 34、10、27 万吨。从价格上看,据公司公告及百川盈孚数据,25H1 公司三大业务板块多数产品同比下跌。

25 年上半年,公司期间费用率 5.3%,较去年同期下降 0.2pcts。分项看,销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.86%/1.30%/2.52%/0.66%,费用合计 48.46 亿元,较去年同期减少 4.98 亿元。其中主要系管理费用同比减少 2.43 亿元(主要系员工费用、劳务费用有较大幅度缩减),财务费用同比减少 5.11 亿元(主要来自汇兑收益),而研发费用仍保持较高强度为 22.91 亿元。

投资逐步收缩,在建工程规模明显下降。公司 2025H2 在建工程为 397 亿元,较上期减少 78 亿元,在建工程/固定资产的比例为 26.7%(2018 年以来最低水平);2025 年二季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 79.41 亿元,同比减少 10.32 亿元,较前一季度下降 11.47 亿元。

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,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	194,337.61	209,737.06	229,900.02
增长率(%)	5.92	3.83	6.74	7.92	9.61
EBITDA(百万元)	35,652.42	36,908.45	40,030.43	49,025.76	60,995.92
归属母公司净利润(百万元)	16,815.76	13,033.07	13,104.90	16,286.98	22,520.07
增长率(%)	3.59	(22.49)	0.55	24.28	38.27
EPS(元/股)	5.36	4.15	4.19	5.20	7.19
市盈率(P/E)	11.47	14.80	14.68	11.81	8.54
市净率(P/B)	2.18	2.04	1.85	1.67	1.47
市销率(P/S)	1.10	1.06	0.99	0.92	0.84
EV/EBITDA	8.22	7.83	6.64	5.46	4.44

资料来源:wind, 天风证券研究所

事件

万华化学发布 2025 年中报，实现营业收入 909 亿元，同比下滑 6.35%；实现营业利润 76 亿元，同比下滑 27.7%；归属于上市公司股东的净利润 61.23 亿元，同比下降 25.1%，扣除非经常性损益后的净利润 62.44 亿元，同比下滑 22.9%。按 31.40 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 1.95 元（扣非后为 1.99 元），每股经营现金流为 2.7 元。

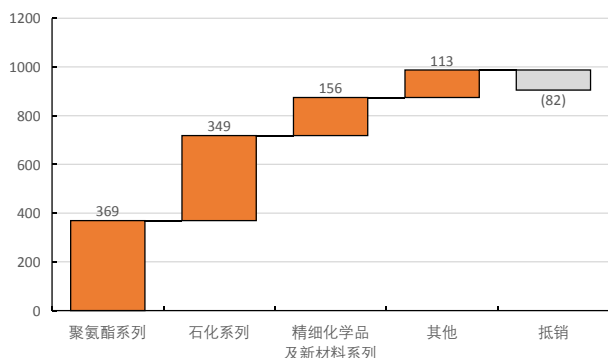
第二季度实现营业收入 478 亿元，同比下滑 6%、环比增长 11.07%；实现归属于上市公司股东的净利润 30.41 亿元，同比减少 24.3%、环比减少 1.34%；单季度 EPS 0.97 元。

点评

上半年产品价格承压但销售规模稳步扩张

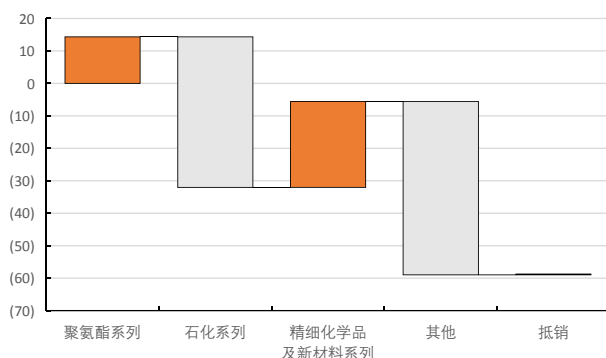
三大业务板块均实现营收同比增长。2025 年上半年，公司实现营业收入 909 亿元，分业务看，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现营收 369、349、156 亿元，较去年同期分别变动+14.3、-46.4、+26.5 亿元，yoy+4%、-11.7%、+20.4%；其他业务实现营收 113 亿元，同比减少约 53 亿元；产品间抵消为 82 亿元，较去年基本持平。

图 1：万华化学 2025 年 H1 分系列产品营业收入构成



资料来源：公司 2025 年中报，天风证券研究所；单位：亿元

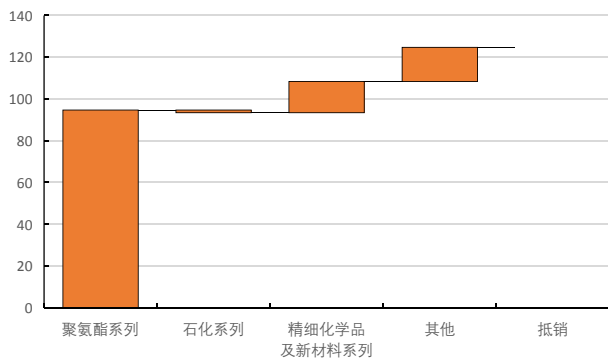
图 2：万华化学 2025 年 H1 分系列产品收入增量构成



资料来源：公司 2025 年中报，天风证券研究所；单位：亿元

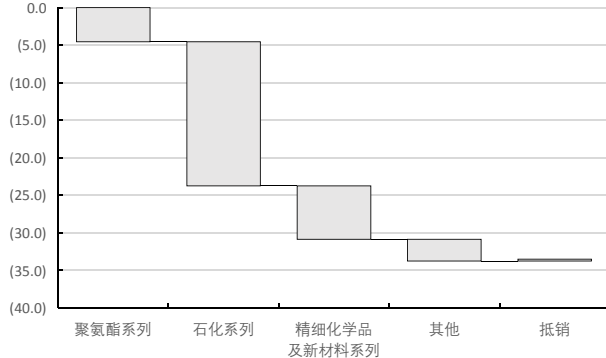
各项业务毛利率同比均有不同程度下滑。2025 年上半年，公司实现毛利额 125.8 亿元，同比减少 33.52 亿元；分产品看，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现毛利额 94.7、-1.3、14.9 亿元，同比分别减少 4.6、19.2、7.1 亿元。公司综合毛利率为 13.8%，同比下滑 2.6pcts；其中聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列毛利率分别为 25.7%、-0.4%、9.6%，同比变动-2.3、-4.9、-7.4pcts。

图 3：万华化学 2025 年 H1 分系列产品毛利额构成



资料来源：公司 2025 年中报，天风证券研究所；单位：亿元

图 4：万华化学 2025 年 H1 分系列产品毛利额增量构成



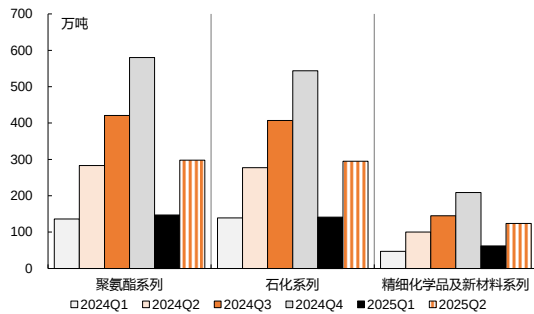
资料来源：公司 2025 年中报，天风证券研究所；单位：亿元

业务板块销量全年提升，但主营产品价差同比有所收窄

公司产销量同、环比均实现增长。2025 年上半年公司聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大系列产量分别 298、295、124 万吨，分别同比+15%、+18%、+24 万吨；销量方面，上述三个系列产品分别销售 303、285、119 万吨，较去年同期分别增加 34、10、27 万吨。

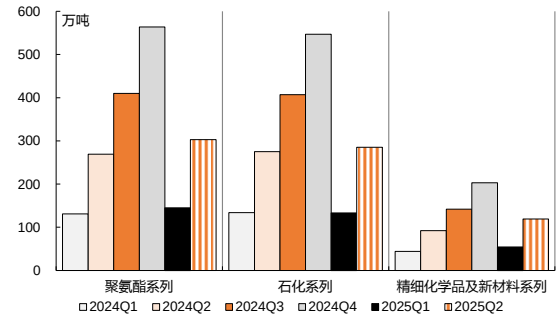
单季度看，2025Q2 聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大系列产量分别 151、154、62 万吨，同比增加 4、16、9 万吨，环比增加+4、13、0 万吨；对应销量分别为 158、152、65 万吨，同比增加 20、11、17 万吨，环比增加 13、19、11 万吨。

图 5：万华化学单季度分系列产品产量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：万华化学单季度分系列产品销量



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）

从价格上看，据公司公告及百川盈孚数据，25H1 公司三大业务板块多数产品同比下跌：

聚氨酯系列产品：今年上半年，公司纯 MDI/聚合 MDI/TDI/硬泡聚醚/软泡聚醚（市场价）均价分别为 1.8/1.7/1.2/0.78/0.78 万元/吨，yoy-8%/+1%/-22%/-15%/-15%；25Q2 上述 5 个产品市场均价分别为 1.7/1.6/1.1/0.76/0.74 万元/吨，同比-7%/-8%/-23%/-17%/-19%，qoq-6%/-11%/-12%/-5%/-10%。从价差来看，上半年纯 MDI/聚合 MDI/TDI 价差分别同比-2%/+14%/-23%，二季度单季度同比+4%/+6%/-21%、环比变动-3%/-9%/-12%。

石化系列产品：产品价格同比涨跌互现，今年上半年环氧丙烷/正丁醇/丙烯/丙烯酸/丙烯酸丁酯/新戊二醇/乙烯法 PVC 价格分别为 7724/6846/6819/7111/9433/10602/5305 元/吨，同比-17%/-20%/-2%/14%/-4%/1%/-12%；上述产品二季度单季度市场均价分别为 7505/6519/6654/6863/8915/10165/5156，同比-20%/-23%/-5%/6%/-9%/-7%/-14%；环比-6%/-9%/-5%/-7%/-10%/-8%/-5%。

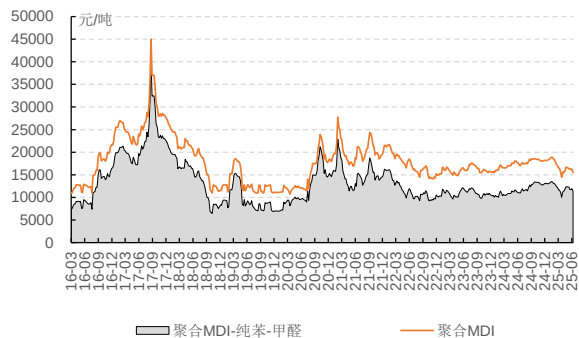
新材料及功能化学品：TPU、PC、HDI 系列价格回落较为明显，今年上半年 TPU/PC/PMMA/HDI/IPDI 市场均价分别为 14905/13634/21907/29250/44188 元/吨，分别同比变动-11%/-9%/+14%/-11%/+2%。二季度单季度市场均价分别为 14469/13285/21423/29250/50500 元/吨，环比-6%/-5%/-4%/0%/+33%。

图 7：公司主要产品市场价格变化

板块	产品	单位	季度均价（含税）																		同比		环比	
			2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q2			
聚氨酯	纯苯	元/吨	5506	7508	7973	7354	7950	9123	8294	7003	7032	6762	7684	7581	8273	9051	8510	7446	7337	6107	-1.1%	-3%	-17%	
	纯MDI	元/吨	24219	20642	22246	21993	22700	21500	19921	18677	18842	18915	21304	20900	20212	18800	18462	18650	16617	17427	-8%	-3%	-6%	
	聚合MDI	元/吨	21377	18308	20081	20639	20555	18208	16136	15023	15942	15565	16808	15792	16254	17331	17677	18312	18021	16023	-7%	-1%	-11%	
	纯MDI-纯苯-甲苯价差	元/吨	20248	15326	16610	16658	17065	15120	14163	13676	13838	14132	15931	15589	14459	12575	13443	13458	13074	17%	4%	-1%		
	聚合MDI-纯苯-甲苯价差	元/吨	17406	12991	14444	15305	14920	11827	10378	10022	10938	10782	11435	10481	10501	11061	11790	13104	12862	17%	4%	-1%		
	TDI	元/吨	14035	12950	12815	14007	18659	17238	17500	19731	18879	17854	17908	16938	16492	14623	13410	12819	12892	11319	-22%	-22%	-12%	
	TDI-甲苯	元/吨	11102	9525	9368	10314	14498	12434	12803	15521	14685	13546	13157	12757	12202	10059	9256	9277	9079	7966	-26%	-21%	-12%	
	硬泡聚醚	元/吨	15196	14563	13927	13879	11300	11015	9693	9462	9850	9596	9627	9352	9118	9148	8742	8392	7960	7594	-3%	-1%	-5%	
	软泡聚醚	元/吨	18912	17146	16454	16125	11705	11508	9479	9458	9950	9923	10123	9440	9129	9104	8733	8727	8223	7638	-50%	-10%	-10%	
	合同价(CP)丙烷-沙特	美元/吨	590	531	646	818	806	855	690	619	740	515	479	607	627	592	592	632	623	612	1%	3%	-8%	
合同价(CP)丁烷-沙特	美元/吨	567	512	645	789	804	865	680	610	744	508	472	618	637	590	576	627	613	589	3%	5%	-3%		
石化系列	MTBE	元/吨	4998	5932	5795	6241	7087	7690	7690	7093	7008	7499	7725	7132	7232	7192	6456	5525	5907	5352	-22%	-2%	-28%	
	环氧丙烷	元/吨	18408	17038	16192	15864	11591	11300	9461	9462	9963	9715	9471	9345	9176	9394	8867	8670	7943	7505	-3%	-2%	-6%	
	正丁醇	元/吨	11015	13638	14812	14812	9663	10339	9842	7387	7800	7742	7600	8308	8412	8650	8454	7619	7315	7173	-61%	-7%	-23%	
	丙烯	元/吨	7738	8165	7773	8021	8251	8273	7336	7431	7422	6700	6895	7064	6945	6980	7023	6999	6984	6554	1%	-5%	-7%	
	丙烯酸	元/吨	8962	9462	13342	14568	13509	11677	7921	6723	7075	5963	6210	6015	6015	6473	6331	6738	7358	6747	63%	1%	1%	
	丙烯酸丁酯	元/吨	16192	17508	19400	17571	16645	15646	11157	10654	10783	8977	10092	9600	9923	9800	9462	9292	9950	8914	-4%	-5%	-10%	
	新戊二醇	元/吨	12998	18071	19962	16129	17464	16656	10095	9454	10481	9783	9500	9631	10085	10979	10463	10044	11040	10165	-1%	-1%	-3%	
	乙烯法PVC	元/吨	8770	9616	9922	11155	9607	9172	6873	6325	6546	6073	6496	6210	6027	6006	5958	5665	5155	5456	19%	1%	-3%	
	PVC-乙炔	元/吨	4822	5457	6013	6767	5298	4367	3341	3131	3321	2975	3383	2720	2469	2276	2520	2209	2093	2053	-11%	-1%	-12%	
	环氧乙烷	元/吨	7538	7785	7385	8336	7645	8031	7550	7035	6742	6454	6315	6554	6654	6877	6877	6985	6967	6585	1%	-1%	-7%	
新材料及功能化学品	LDPE	元/吨	8592	8388	8658	8970	8995	8888	8600	8481	8296	8166	8315	8235	8518	8508	8348	8545	8343	8205	0%	0%	-1%	
	鞋材TPU	元/吨	21150	23519	21731	24196	22727	21173	19307	17208	16358	15508	15508	15254	15362	15500	15338	14523	14317	13400	57%	1%	-1%	
	薄膜TPU	元/吨	22462	24731	22962	26804	27341	25058	22986	20604	18283	17523	17288	17050	17062	16600	16438	15792	15342	14469	0%	0%	-1%	
	PC	元/吨	20600	26973	27489	25143	23273	21142	16796	17019	16042	15031	15796	15138	14808	15288	14927	14312	13983	13285	0%	0%	-1%	
	PMMA	元/吨	12386	11677	11477	11521	10984	10708	10386	10431	10683	10315	10315	10123	11977	20500	21069	21769	22892	21423	26%	5%	-4%	
	HDI	元/吨	61923	106823	88846	84071	78136	74346	69471	62962	53500	38308	35154	37538	35308	30069	29096	29250	29250	29250	29250	29250	29250	29250
	IPDI	元/吨	76000	76000	76000	76000	77364	79000	68857	55000	52500	50808	48423	47000	46000	40308	37000	37875	50500	50500	50500	50500	50500	50500
	维生素A	元/公斤	356	335	284	285	237	193	113	98	90	88	83	73	82	86	196	167	112	73	3%	3%	15%	-34%

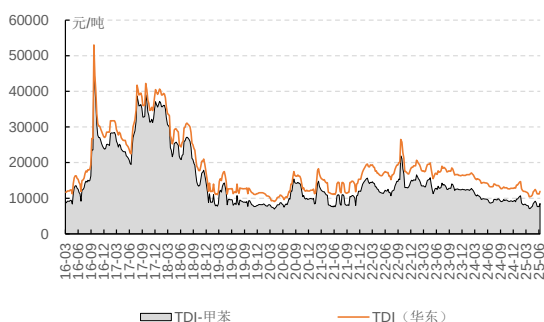
资料来源：wind，卓创资讯，百川盈孚，天风证券研究所

图 8：国内聚合 MDI 价格、价差



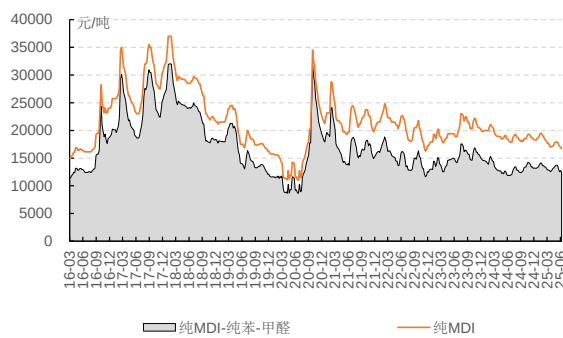
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：国内 TDI 价格、价差



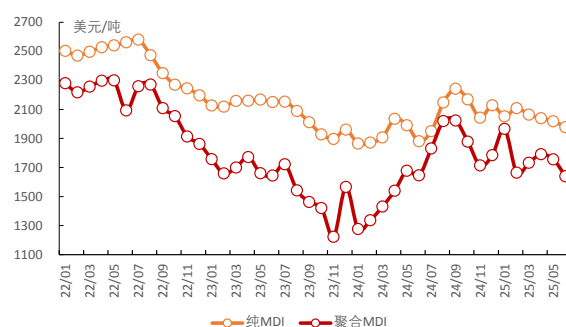
资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：国内纯 MDI 价格、价差



资料来源：Wind、海关总署，天风证券研究所

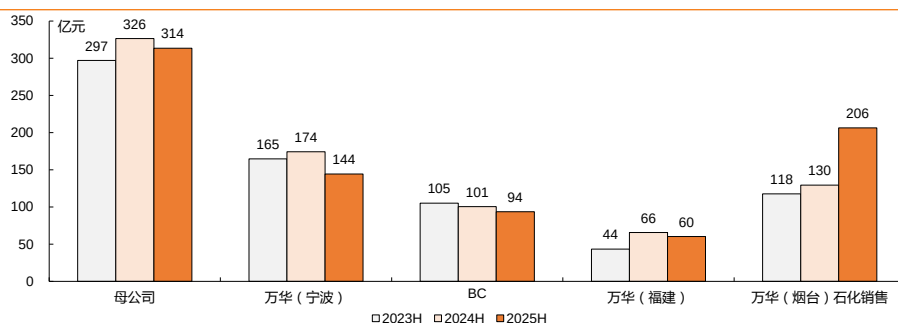
图 8：我国 MDI 月度出口均价



资料来源：Wind、海关总署，天风证券研究所

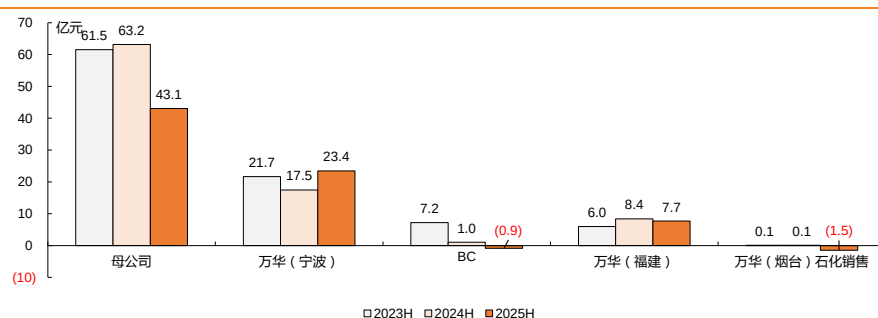
母公司及控股子公司经营方面，25H1 母公司/万华宁波/ BC 公司/万华福建/万华石化销售分别实现营业收入 314/144/94/60/206 亿元，同比-3.9%/-17.2%/-6.8%/-8.3%/59.4%。净利润方面，分别实现净利润 43.1/23.4/-0.9/7.7/-1.5 亿元，同比变动 -20.11/+5.99/-1.92/-0.69/-1.55 亿元。

图 9：万华化学 25H1 母公司及控股子公司收入情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：万华化学 25H1 母公司及控股子公司净利润情况



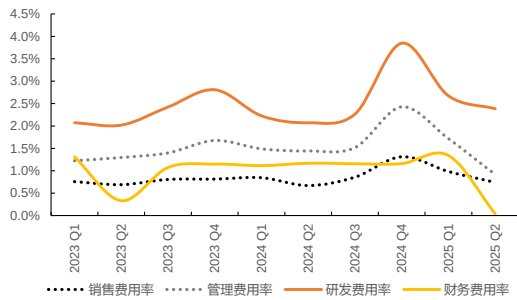
资料来源：公司公告，天风证券研究所

25H1 费用控制卓有成效，资本开支节奏放缓

25 年上半年，公司期间费用率 5.3%，较去年同期下降 0.2pcts。分项看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.86%/1.30%/2.52%/0.66%，费用合计 48.46 亿元，较去年同期减少 4.98 亿元。其中主要系管理费用同比减少 2.43 亿元（主要系员工费用、劳务费用有较大幅度缩减），财务费用同比减少 5.11 亿元（主要来自汇兑收益），而研发费用仍保持较高强度为 22.91 亿元。从二季度单季度情况看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.7%/0.9%/2.4%/0%，费用合计 19.53 亿元，环比减少 9.39 亿元；其中主要管理费用（环比减少 3 亿元）及财务费用（环比减少 5.58 亿元）环比减少较多。此外，上半年公司资产减值损失 3.11 亿元（其中二季度 2.56 亿元）主要为存货跌价损失；公司上半年公允价值变动-2.93 亿元（其中二季度-3.12 亿元），信用减值转回 0.72 亿元（其中二季度 2.18 亿元）。

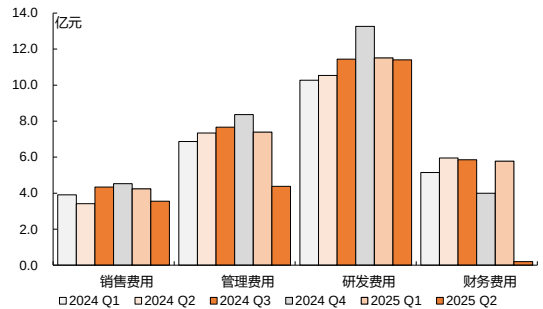
公司研发投入持续增加，25H1 研发费用为 22.91 亿元，同比增加 2.1 亿元，研发费用率为 2.52%，yoy+0.38pcts。公司各项自研技术加速成果转化，MS 装置一次性开车成功，丰富了光学业务产品线；叔丁胺产业化成功，不断延伸特种胺的产业链。矾聚合物已产出合格品，完善了万华工程塑料的解决方案。生物基 1,3-丁二醇成功导入化妆品客户。电池材料持续加大研发投入，多项技术取得阶段性突破，第四代磷酸铁锂完成量产供应，五代完成定型首发。公司坚持产品差异化战略，开发多个高附加值 POE、聚烯烃、尼龙 12、改性材料新品，拓展细分市场，助力新业务能力提升。2025 年已申请国内外发明专利 469 件，新获得授权 269 件，海外专利布局提速，支持多个新业务的海外业务推广。

图 14：公司单季度费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：公司单季度研发费用

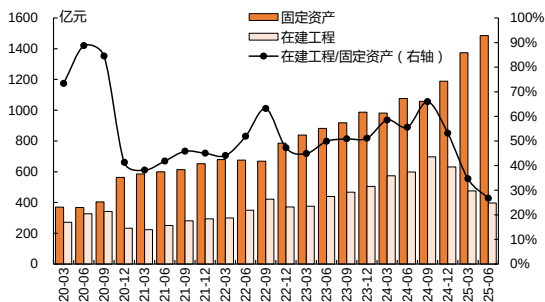


资料来源：wind，天风证券研究所

投资逐步收缩，在建工程规模明显下降

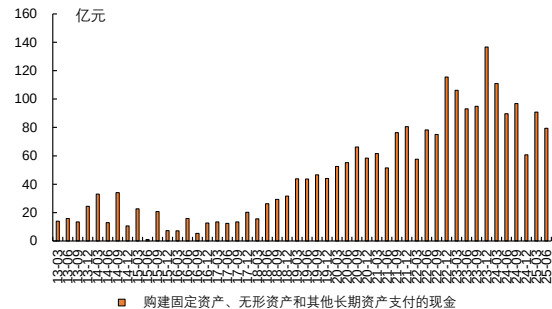
公司 2025H2 在建工程为 397 亿元，较上期减少 78 亿元，在建工程/固定资产的比例为 26.7%（2018 年以来最低水平）；2025 年二季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 79.41 亿元，同比减少 10.32 亿元，较前一季度下降 11.47 亿元。根据公司公告，重要在建工程项目如聚氨酯产业链延伸及配套项目、异氰酸酯新建及配套项目工程进度已达到 90%以上，其余如 BC 公司造气项目、电池产业链项目、乙烯二期项目、高性能材料一体化项目以及大型煤气化等项目进程过半。

图 16：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 17：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，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	23,320.51	25,168.45	27,588.00
应收票据及应收账款	9,144.25	12,319.00	7,114.77	15,024.15	10,520.30
预付账款	2,202.62	2,123.56	1,773.78	2,368.32	2,306.66
存货	20,650.14	24,107.31	19,602.99	28,560.94	22,694.62
其他	6,157.34	6,907.34	5,767.55	6,277.19	7,137.20
流动资产合计	61,864.31	69,990.43	57,579.60	77,399.04	70,246.78
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	157,424.36	178,401.71	189,069.75
在建工程	50,454.56	63,158.55	36,579.27	23,289.64	16,644.82
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	236,752.21	245,545.99	248,962.22
资产总计	253,040.39	293,333.35	294,331.81	322,945.03	319,209.00
短期借款	43,526.40	35,557.15	46,459.27	53,711.17	64,477.28
应付票据及应付账款	45,593.74	69,136.12	49,245.94	64,420.94	38,090.19
其他	19,537.23	21,389.51	23,313.87	21,526.01	23,813.19
流动负债合计	108,657.37	126,082.78	119,019.08	139,658.12	126,380.65
长期借款	39,810.79	48,176.16	47,714.98	42,077.25	33,550.49
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	61,319.30	56,309.45	48,020.75
负债合计	158,586.18	189,833.20	180,338.38	195,967.57	174,401.40
少数股东权益	5,798.01	8,874.25	10,111.81	11,649.87	13,776.54
股本	3,139.75	3,139.75	3,130.47	3,130.47	3,130.47
资本公积	1,816.40	1,806.20	1,806.20	1,806.20	1,806.20
留存收益	83,848.35	90,146.66	99,320.09	110,720.98	126,485.03
其他	(148.29)	(466.72)	(375.15)	(330.05)	(390.64)
股东权益合计	94,454.22	103,500.15	113,993.43	126,977.46	144,807.60
负债和股东权益总计	253,040.39	293,333.35	294,331.81	322,945.03	319,209.00

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	18,299.81	14,791.31	13,104.90	16,286.98	22,520.07
折旧摊销	10,144.55	11,841.89	18,612.00	22,990.96	26,705.44
财务费用	2,825.20	2,883.63	2,978.66	3,231.59	3,232.80
投资损失	(620.89)	(708.93)	(700.00)	(676.60)	(695.18)
营运资金变动	(24,657.20)	4,201.63	(6,215.02)	(6,221.09)	(13,550.10)
其它	20,805.28	(2,956.10)	1,767.94	2,197.22	3,038.11
经营活动现金流	26,796.75	30,053.44	29,548.47	37,809.06	41,251.14
资本支出	44,423.32	46,376.40	32,969.94	30,372.13	30,761.94
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)	(64,269.94)	(61,695.52)	(62,066.76)
投资活动现金流	(44,830.10)	(37,077.68)	(30,300.00)	(30,323.40)	(30,304.82)
债权融资	26,808.13	4,349.87	3,918.37	(137.56)	(798.72)
股权融资	(5,083.54)	(4,253.30)	(4,379.55)	(5,500.17)	(7,728.04)
其他	1,084.46	6,089.59	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	22,809.06	6,186.16	(461.18)	(5,637.73)	(8,526.76)
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)	(1,212.71)	1,847.93	2,419.56

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	194,337.61	209,737.06	229,900.02
营业成本	145,926.36	152,642.58	163,913.62	173,390.14	184,520.02
营业税金及附加	959.72	1,083.75	1,166.03	1,258.42	1,264.45
销售费用	1,346.36	1,618.93	1,749.04	1,845.69	1,954.15
管理费用	2,450.05	3,022.77	2,720.73	3,041.19	3,218.60
研发费用	4,080.71	4,550.36	4,469.76	5,243.43	5,747.50
财务费用	1,676.47	2,094.48	2,978.66	3,231.59	3,232.80
资产/信用减值损失	(178.18)	(942.76)	(503.39)	(516.34)	(540.83)
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	700.00	676.60	695.18
其他	943.65	1,219.66	0.00	0.00	0.00
营业利润	20,389.19	17,965.67	17,536.38	21,886.86	30,116.86
营业外收入	64.40	95.55	200.00	100.00	100.00
营业外支出	443.71	1,137.09	641.17	740.66	839.64
利润总额	20,009.87	16,924.14	17,095.21	21,246.21	29,377.22
所得税	1,710.07	2,132.82	2,222.38	2,762.01	3,819.04
净利润	18,299.81	14,791.31	14,872.83	18,484.20	25,558.18
少数股东损益	1,484.05	1,758.25	1,767.94	2,197.22	3,038.11
归属于母公司净利润	16,815.76	13,033.07	13,104.90	16,286.98	22,520.07
每股收益（元）	5.36	4.15	4.19	5.20	7.19

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	5.92%	3.83%	6.74%	7.92%	9.61%
营业利润	2.78%	-11.89%	-2.39%	24.81%	37.60%
归属于母公司净利润	3.59%	-22.49%	0.55%	24.28%	38.27%
获利能力					
毛利率	16.79%	16.16%	15.66%	17.33%	19.74%
净利率	9.59%	7.16%	6.74%	7.77%	9.80%
ROE	18.97%	13.77%	12.62%	14.12%	17.19%
ROIC	18.42%	12.47%	11.17%	12.32%	15.21%
偿债能力					
资产负债率	62.67%	64.72%	61.27%	60.68%	54.64%
净负债率	72.16%	71.29%	71.84%	65.47%	57.42%
流动比率	0.57	0.56	0.48	0.55	0.56
速动比率	0.38	0.36	0.32	0.35	0.38
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	8.89	8.71	8.97
总资产周转率	0.77	0.67	0.66	0.68	0.72
每股指标（元）					
每股收益	5.36	4.15	4.19	5.20	7.19
每股经营现金流	8.53	9.57	9.44	12.08	13.18
每股净资产	28.24	30.14	33.18	36.84	41.86
估值比率					
市盈率	11.47	14.80	14.68	11.81	8.54
市净率	2.18	2.04	1.85	1.67	1.47
EV/EBITDA	8.22	7.83	6.64	5.46	4.44
EV/EBIT	11.49	11.53	12.41	10.29	7.90

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