



万华化学 (600309.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
 证券研究报告

业绩符合预期，经营整体稳健

事件

10 月 25 日，公司发布 2025 年三季报，公司 2025 年前三季度实现营业收入 1442.26 亿元，同比-2.29%，实现归母净利润 91.57 亿元，同比-17.45%。公司 2025 年第三季度实现营业收入 533.24 亿元，同比+5.52%，实现归母净利润 30.35 亿元，同比+3.96%。

分析

2025 年前三季度，公司聚氨酯系列产品实现销售收入 551.43 亿元，石化系列产品和贸易实现销售收入 593.19 亿元，精细化学品及新材料系列产品实现销售收入 238.11 亿元。产销量方面，聚氨酯系列产量 454 万吨，销量 458 万吨；石化系列产量 478 万吨，销量 460 万吨；精细化学品及新材料系列产量 189 万吨，销量 184 万吨。

公司各个板块经营基本保持稳定。聚氨酯业务板块：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 18300 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 15200 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 14700 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 8000 元/吨左右。石化系列：公司丙烯、正丁醇、丙烯酸、丙烯酸丁酯、MTBE、LLDPE、PVC 等价格保持相对稳定。

盈利预测、估值与评级

我们预计 2025-2027 年公司归母净利分别为 139.70、146.36 和 158.04 亿元，对应 EPS 分别为 4.45、4.66 和 5.03 元/股，当前市值对应的 PE 分别为 13.81X、13.18X 和 12.21X，维持“买入”评级。

风险提示

原材料剧烈波动风险，需求不足影响销量和产品价格，新项目投放不达预期。

基础化工组

分析师：陈屹 (执业 S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

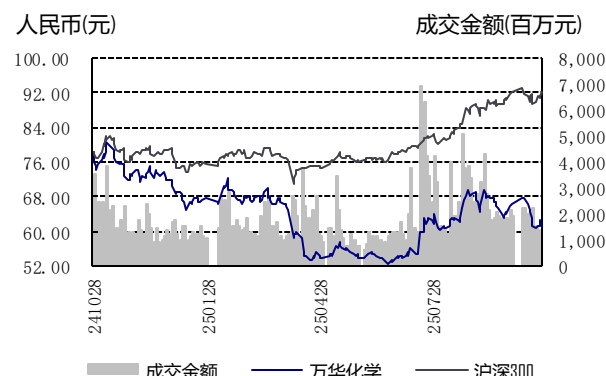
分析师：王明辉 (执业 S1130521080003)

wangmh@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：61.45 元

相关报告：

- 1.《万华化学公司点评：业绩符合预期，公司经营稳健》，2025.8.12
- 2.《万华化学公司点评：业绩符合预期，公司经营稳健》，2025.4.16
- 3.《万华化学公司点评：收入增长，MDI 价格有所上涨》，2025.3.19



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	175,361	182,069	204,958	215,961	225,504
营业收入增长率	5.92%	3.83%	12.57%	5.37%	4.42%
归母净利润(百万元)	16,816	13,033	13,970	14,636	15,804
归母净利润增长率	3.59%	-22.49%	7.19%	4.77%	7.98%
摊薄每股收益(元)	5.356	4.151	4.449	4.662	5.034
每股经营性现金流净额	8.48	9.27	5.42	12.07	12.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.97%	13.77%	13.37%	12.72%	12.46%
P/E	14.34	17.19	13.81	13.18	12.21
P/B	2.72	2.37	1.85	1.68	1.52

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	165,565	175,361	182,069	204,958	215,961	225,504
增长率		5.9%	3.8%	12.6%	5.4%	4.4%
主营业务成本	-138,132	-145,926	-152,643	-173,999	-182,832	-190,411
%销售收入	83.4%	83.2%	83.8%	84.9%	84.7%	84.4%
毛利	27,433	29,435	29,427	30,959	33,129	35,094
%销售收入	16.6%	16.8%	16.2%	15.1%	15.3%	15.6%
营业税金及附加	-913	-960	-1,084	-1,230	-1,296	-1,353
%销售收入	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-1,153	-1,346	-1,619	-1,824	-1,922	-2,007
%销售收入	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	-1,966	-2,450	-3,023	-3,402	-3,585	-3,743
%销售收入	1.2%	1.4%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
研发费用	-3,420	-4,081	-4,550	-5,124	-5,399	-5,638
%销售收入	2.1%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	19,981	20,598	19,151	19,379	20,927	22,353
%销售收入	12.1%	11.7%	10.5%	9.5%	9.7%	9.9%
财务费用	-1,235	-1,676	-2,094	-2,950	-3,518	-3,570
%销售收入	0.7%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.6%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	173	82	-76	120	0	0
投资收益	408	621	709	600	600	600
%税前利润	2.1%	3.1%	4.2%	3.4%	3.2%	3.0%
营业利润	19,839	20,389	17,966	17,902	18,762	20,136
营业利润率	12.0%	11.6%	9.9%	8.7%	8.7%	8.9%
营业外收支	-298	-379	-1,042	-300	-300	-300
税前利润	19,541	20,010	16,924	17,602	18,462	19,836
利润率	11.8%	11.4%	9.3%	8.6%	8.5%	8.8%
所得税	-2,499	-1,710	-2,133	-2,218	-2,326	-2,499
所得税率	12.8%	8.5%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
净利润	17,042	18,300	14,791	15,384	16,136	17,336
少数股东损益	808	1,484	1,758	1,414	1,500	1,532
归属于母公司的净利润	16,234	16,816	13,033	13,970	14,636	15,804
净利率	9.8%	9.6%	7.2%	6.8%	6.8%	7.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	17,042	18,300	14,791	15,384	16,136	17,336
少数股东损益	808	1,484	1,758	1,414	1,500	1,532
非现金支出	9,354	11,389	13,022	15,254	17,324	19,125
非经营收益	864	2,280	2,258	6,681	3,946	4,027
营运资金变动	8,821	-5,351	-961	-20,311	477	239
经营活动现金净流	36,081	26,619	29,111	17,009	37,883	40,728
资本开支	-32,614	-43,070	-35,360	-36,992	-32,317	-31,622
投资	-2,144	-1,870	-2,185	-80	-256	-100
其他	434	110	467	500	479	447
投资活动现金净流	-34,325	-44,830	-37,078	-36,572	-32,094	-31,275
股权募资	850	76	957	0	0	0
债权募资	-6,310	33,887	17,950	37,255	4,036	254
其他	-11,753	-11,246	-12,704	-7,643	-8,331	-8,412
筹资活动现金净流	-17,214	22,717	6,203	29,612	-4,294	-8,158
现金净流量	-15,458	4,506	-1,764	10,049	1,495	1,294

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	18,989	23,710	24,533	34,582	36,077	37,372
应收款项	11,314	11,828	14,934	19,260	19,999	20,882
存货	18,185	20,650	24,107	33,370	35,064	36,517
其他流动资产	3,045	5,676	6,416	6,858	7,035	7,186
流动资产	51,532	61,864	69,990	94,070	98,174	101,957
%总资产	25.7%	24.4%	23.9%	28.0%	27.7%	27.5%
长期投资	7,717	8,690	11,613	11,913	12,290	12,543
固定资产	115,622	149,218	181,987	206,429	220,026	230,944
%总资产	57.6%	59.0%	62.0%	61.5%	62.0%	62.3%
无形资产	11,302	12,972	14,198	16,086	17,536	19,152
非流动资产	149,311	191,176	223,343	241,435	256,508	268,962
%总资产	74.3%	75.6%	76.1%	72.0%	72.3%	72.5%
资产总计	200,843	253,040	293,333	335,505	354,682	370,919
短期借款	47,218	52,060	46,739	84,698	89,390	90,492
应付款项	25,605	47,294	71,427	47,934	50,367	52,455
其他流动负债	22,194	9,304	7,917	25,195	25,825	26,446
流动负债	95,017	108,657	126,083	157,827	165,582	169,394
长期贷款	15,968	39,811	48,176	47,676	49,021	48,172
其他长期负债	8,521	10,118	15,574	15,200	13,222	13,241
负债	119,506	158,586	189,833	220,703	227,825	230,807
普通股股东权益	76,845	88,656	94,626	104,514	115,069	126,792
其中：股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
未分配利润	69,232	81,025	87,323	97,212	107,766	119,489
少数股东权益	4,492	5,798	8,874	10,288	11,788	13,320
负债股东权益合计	200,843	253,040	293,333	335,505	354,682	370,919

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	5.170	5.356	4.151	4.449	4.662	5.034
每股净资产	24.475	28.237	30.138	33.287	36.649	40.383
每股经营现金净流	11.492	8.478	9.272	5.417	12.066	12.972
每股股利	2.000	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300
回报率						
净资产收益率	21.13%	18.97%	13.77%	13.37%	12.72%	12.46%
总资产收益率	8.08%	6.65%	4.44%	4.16%	4.13%	4.26%
投入资本收益率	12.01%	10.07%	8.26%	6.74%	6.79%	6.91%
增长率						
主营业务收入增长率	13.76%	5.92%	3.83%	12.57%	5.37%	4.42%
EBIT 增长率	-36.02%	3.09%	-7.03%	1.19%	7.99%	6.81%
净利润增长率	-34.14%	3.59%	-22.49%	7.19%	4.77%	7.98%
总资产增长率	5.53%	25.99%	15.92%	14.38%	5.72%	4.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.5	18.9	21.5	24.0	24.0	24.0
存货周转天数	48.2	48.6	53.5	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	32.3	35.1	49.7	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	173.2	205.6	238.2	221.3	209.4	195.5
偿债能力						
净负债/股东权益	54.18%	72.01%	71.21%	88.08%	83.29%	74.67%
EBIT 利息保障倍数	16.2	12.3	9.1	6.6	5.9	6.3
资产负债率	59.50%	62.67%	64.72%	65.78%	64.23%	62.23%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	5	17	50	88
增持	1	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.17	1.06	1.04	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-03-19	买入	78.99	N/A
2	2024-04-19	买入	87.21	N/A
3	2024-08-13	买入	74.92	N/A
4	2024-10-29	买入	79.60	N/A
5	2025-01-24	买入	68.06	N/A
6	2025-03-19	买入	68.60	N/A
7	2025-04-16	买入	56.26	N/A
8	2025-08-12	买入	61.46	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持





特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究