

万华化学（600309.SH）

三季度归母净利同比提升，聚氨酯产能有序扩张

优于大市

核心观点

2025年三季度公司营收同环比增长，归母净利润同比提升。2025年三季度，万华化学实现营收 533.2 亿元（同比+5.5%，环比+11.5%），归母净利润 30.3 亿元（同比+4.0%，环比-0.2%），扣非归母净利润 28.6 亿元（同比+1.0%，环比-10.9%）；毛利率为 12.8%（同比-0.6pct，环比+0.6pct），净利率为 6.3%（同比-0.3pct，环比-0.7pct），毛利率环比回升主要受益于部分产品价格企稳。

聚氨酯板块需求分化，产能有序扩张。2025年三季度公司聚氨酯板块营收 182.5 亿元（环比-1.1%），产量/销量为 156/155 万吨（环比+3%/-2%）。三季度聚氨酯产品价格呈现震荡态势，公司纯 MDI/聚合 MDI/TDI/软泡聚醚价格分别为 1.83/1.52/1.47/0.80 万元/吨；其中纯 MDI 需求总体平稳但进口货源增加，聚合 MDI 受冰冷、建筑市场需求不及预期影响，TDI 因部分装置不可抗力及检修导致供应偏紧，软泡聚醚受益于家居需求平稳及汽车行业增长。万华福建 MDI 技改扩能项目预计将于 2026 年二季度新增 70 万吨产能，万华福建第二套 33 万吨 TDI 项目预计今年建成投产，届时 MDI 和 TDI 产能将分别达 450 和 144 万吨。

石化板块价格承压，新产能贡献增量。2025年三季度公司石化板块营收 243.9 亿元（环比+31.1%），产量/销量为 183/175 万吨（环比+19%/+15%）。三季度石化产品价格重心整体下移，山东丙烯、正丁醇、MTBE 等主要产品同比均下跌，但 120 万吨/年乙烯二期装置稳定运行，一期乙烷进料改造推进，原料结构优化助力成本下降。公司通过提升产能利用率对冲价格压力，板块产销量环比显著增长，驱动营收环比提升。

精细化学品及新材料板块产销平稳，新兴需求提供支撑。2025年三季度公司精细化学品及新材料板块营收 81.8 亿元（环比-1.0%），产量/销量为 65/65 万吨（环比+5%/持平）。板块持续稳定发展，ADI 业务深化全球化布局以提升抗风险能力，MS 树脂装置已实现规模化生产填补国内高端光学级空白，维生素 A 全产业链贯通切入营养健康领域。受益于新质生产力战略支持及新能源产业需求拉动，高附加值产品矩阵持续完善，为长期增长奠定基础。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司聚氨酯产能有序扩张，但聚氨酯部分产品需求疲软、石化行业供需失衡仍对盈利构成压力。我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 125.56/140.57/143.07 亿元（原值为 139.25/140.64/143.24 亿元），EPS 为 4.00/4.48/4.56 元，当前股价对应 PE 为 15.4/13.7/13.5X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	175,361	182,069	197,727	204,054	209,972
(+/-%)	5.9%	3.8%	8.6%	3.2%	2.9%
归母净利润(百万元)	16816	13033	12556	14057	14307
(+/-%)	3.6%	-22.5%	-3.7%	11.9%	1.8%
每股收益(元)	5.36	4.15	4.00	4.48	4.56
EBIT Margin	11.7%	10.5%	10.5%	11.5%	11.7%
净资产收益率(ROE)	19.0%	13.8%	12.7%	13.6%	13.3%
市盈率(PE)	11.5	14.8	15.4	13.7	13.5
EV/EBITDA	11.4	12.4	11.1	9.7	9.2
市净率(PB)	2.18	2.04	1.96	1.87	1.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

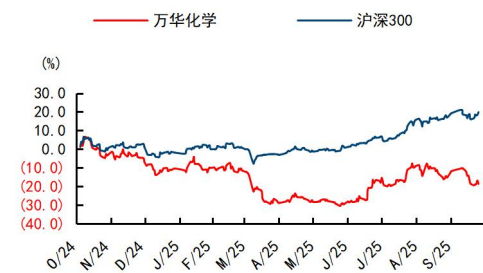
yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	61.45 元
总市值/流通市值	192367/192367 百万元
52 周最高价/最低价	83.59/52.10 元
近 3 个月日均成交额	2240.60 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《万华化学（600309.SH）-二季度扣非归母净利环比提升，费用控制显效》——2025-08-12

《万华化学（600309.SH）-业绩短期承压，聚氨酯龙头有序扩张》——2025-04-15

《万华化学（600309.SH）-全球 MDI 厂家纷纷涨价，需求支撑行业景气度上行》——2025-02-08

《万华化学（600309.SH）-三季度归母净利下滑，新项目稳步推进》——2024-10-29

《万华化学（600309.SH）-二季度盈利同环比略降，新项目稳步推进》——2024-08-13

2025 年三季度公司营收同环比增长，归母净利润同比提升。2025 年三季度，万华化学实现营收 533.2 亿元（同比+5.5%，环比+11.5%），归母净利润 30.3 亿元（同比+4.0%，环比-0.2%），扣非归母净利润 28.6 亿元（同比+1.0%，环比-10.9%）。盈利端，三季度毛利率为 12.8%（同比-0.6pct，环比+0.6pct），净利率为 6.3%（同比-0.3pct，环比-0.7pct），毛利率环比回升主要受益于部分产品价格企稳，净利率环比小幅下滑部分受财务费用环比增加影响。费用端，销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.8%、1.1%、2.0%、1.7%，总费用率 5.5%（同比-0.3pct，环比+1.4pct），费用率环比上升主要因财务费用增加。

图1：万华化学单季度营业收入（亿元）



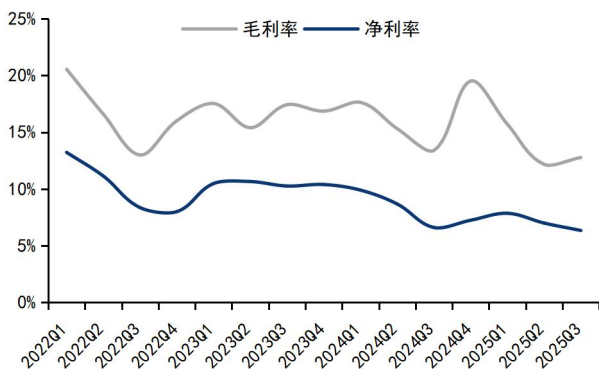
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：万华化学单季度归母净利润（亿元）



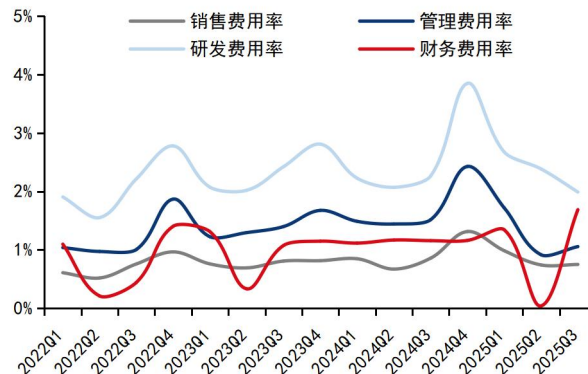
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：万华化学季度毛利率、净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：万华化学季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

聚氨酯板块需求分化，产能有序扩张。2025 年三季度公司聚氨酯板块营收 182.5 亿元（环比-1.1%），产量/销量为 156/155 万吨（环比+3%/-2%）。三季度聚氨酯产品价格呈现震荡态势，公司纯 MDI/聚合 MDI/TDI/软泡聚醚价格分别为 1.83/1.52/1.47/0.80 万元/吨；其中纯 MDI 需求总体平稳但进口货源增加，聚合 MDI 受冰冷、建筑市场需求不及预期影响，TDI 因部分装置不可抗力及检修导致供应偏紧，软泡聚醚受益于家居需求平稳及汽车行业增长。万华福建 MDI 技改扩能项目预计将于 2026 年二季度新增 70 万吨产能，万华福建第二套 33 万吨 TDI 项目预计今年建成投产，届时 MDI 和 TDI 产能将分别达 450 和 144 万吨。

图5: 聚合 MDI 价格与价差 (元/吨)



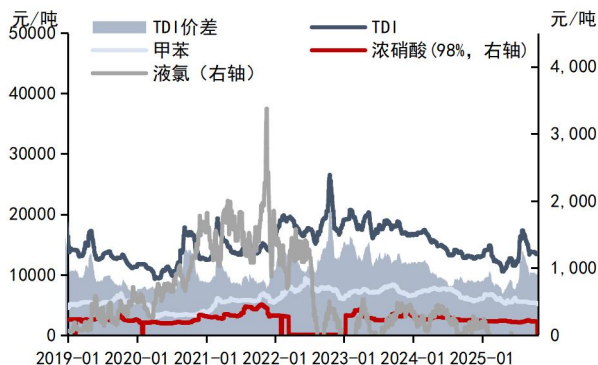
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 纯 MDI 价格与价差 (元/吨)



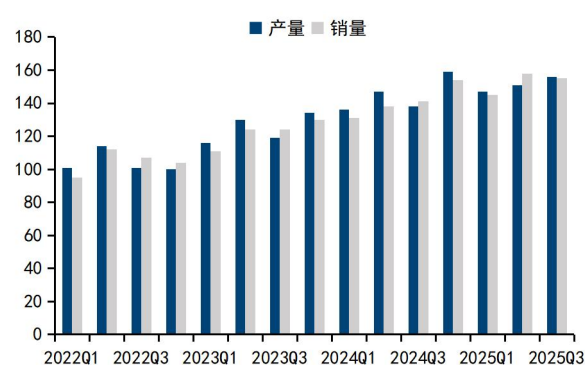
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: TDI 价格与价差 (元/吨)



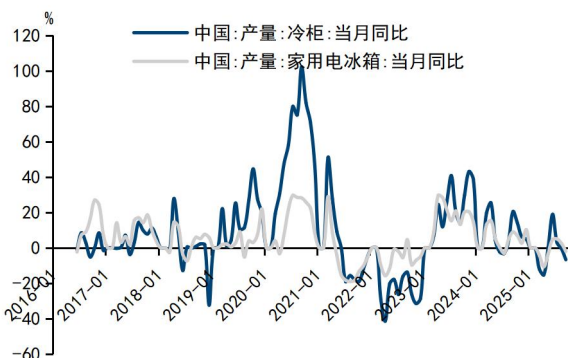
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 聚氨酯板块产销量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 中国家用电冰箱、冷柜产量当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 中国冰箱出口数量当月同比 (%)



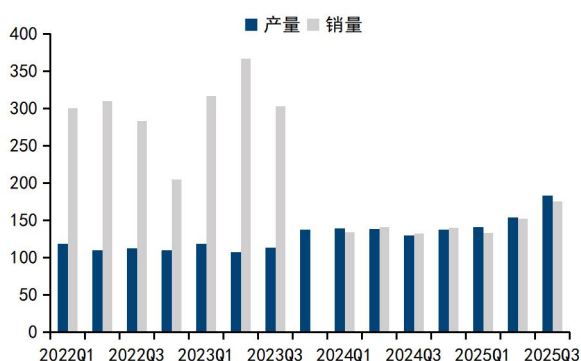
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

石化板块价格承压，新产能贡献增量。2025 年三季度公司石化板块营收 243.9 亿元（环比+31.1%），产量/销量为 183/175 万吨（环比+19%/+15%）。三季度石化产品价格重心整体下移，山东丙烯、正丁醇、MTBE 等主要产品同比均下跌，但 120

万吨/年乙烯二期装置稳定运行，一期乙烷进料改造持续推进，原料结构优化助力成本下降。公司通过平衡产销关系、提升产能利用率对冲价格压力，板块产销量环比显著增长，驱动营收环比提升。

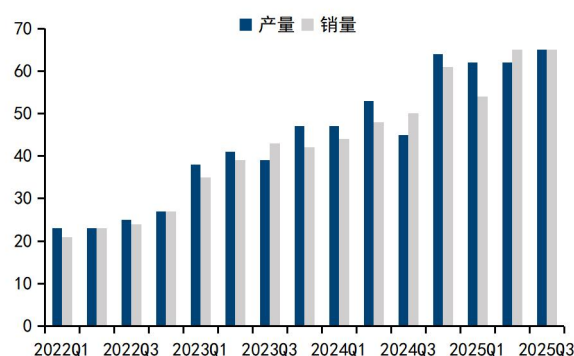
精细化学品及新材料板块产销平稳，新兴需求提供支撑。2025 年三季度公司精细化学品及新材料板块营收 81.8 亿元（环比-1.0%），产量/销量为 65/65 万吨（环比+5%/持平）。板块持续稳定发展，ADI 业务深化全球化布局以提升抗风险能力，MS 树脂装置已实现规模化生产填补国内高端光学级空白，维生素 A 全产业链贯通切入营养健康领域。受益于新质生产力战略支持及新能源产业需求拉动，高附加值产品矩阵持续完善，为长期增长奠定基础。

图11：石化板块产销量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：精细化学品及新材料板块产销量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1：2025 年三季度公司石化系列产品均价（元/吨）及同比变动情况

产品	2025 年三季度均价（元/吨）	同比变化率
山东丙烯	6,453	-6.83%
山东正丁醇	5,913	-20.57%
山东丙烯酸	6,275	+0.40%
山东丙烯酸丁酯	7,538	-15.64%
山东 NPG 加氢	7,869	-24.21%
山东 MTBE	5,050	-19.87%
华东 LLDPE 膜级	7,276	-12.35%
华东乙烯法 PVC	5,027	-12.97%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：2025 年三季度主要原料价格波动情况

原料	2025 年三季度均价	单位	同比变化率
纯苯	5,905	元/吨	-30.05%
煤炭（动力煤 5000 大卡）	597	元/吨	-20.61%
丙烷（GP）	538	美元/吨	-9.12%
丁烷（GP）	508	美元/吨	-11.96%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：公司聚氨酯产能有序扩张，但聚氨酯部分产品需求疲软、石化行业供需失衡仍对盈利构成压力。我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 125.56/140.57/143.07 亿元（原值为 139.25/140.64/143.24 亿元），EPS 为 4.00/4.48/4.56 元，当前股价对应 PE 为 15.4/13.7/13.5X，维持“优于大市”评级。

表3: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE			PB (MRQ)
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	24.85	52,762.02	1.84	1.60	1.89	13.5	15.5	13.1	1.7
002493.SZ	荣盛石化	无评级	9.93	99,195.16	0.08	0.25	0.41	124.1	39.8	24.4	2.3
600309.SH	万华化学	优于大市	61.45	192,367.48	4.15	4.00	4.48	14.8	15.4	13.7	1.8

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2025 年 10 月 26 日，无评级公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	23710	24533	22411	23551	23498	营业收入	175361	182069	197727	204054	209972
应收款项	10125	13634	13111	13531	14523	营业成本	145926	152643	167574	170732	175432
存货净额	20650	24107	24604	24443	25269	营业税金及附加	960	1084	1177	1215	1250
其他流动资产	7380	7716	8350	8617	8878	销售费用	1346	1619	1440	1507	1530
流动资产合计	61864	69990	68476	70143	72168	管理费用	2450	3023	2535	2677	2716
固定资产	149218	181987	203478	222592	237536	研发费用	4081	4550	4266	4404	4497
无形资产及其他	10786	11971	11492	11013	10534	财务费用	1676	2094	4002	4803	5287
投资性房地产	24126	19734	19734	19734	19734	投资收益	621	709	579	636	642
长期股权投资	7046	9651	11363	13074	15084	资产减值及公允价值变动	(54)	(816)	(435)	(435)	(562)
资产总计	253040	293333	314543	336556	355056	其他收入	(3180)	(3533)	(4266)	(4404)	(4497)
短期借款及交易性金融负债	52060	46739	66285	81787	88411	营业利润	20389	17966	16878	18918	19338
应付款项	45594	69136	62920	62508	67336	营业外净收支	(379)	(1042)	(573)	(665)	(760)
其他流动负债	11004	10208	11645	11586	11520	利润总额	20010	16924	16305	18253	18579
流动负债合计	108657	126083	140850	155882	167267	所得税费用	1710	2133	2055	2300	2341
长期借款及应付债券	39811	51576	51576	51576	51576	少数股东损益	1484	1758	1694	1896	1930
其他长期负债	10118	12174	14101	16028	17998	归属于母公司净利润	16816	13033	12556	14057	14307
长期负债合计	49929	63750	65677	67604	69574	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	158586	189833	206527	223486	236841	净利润	16816	13033	12556	14057	14307
少数股东权益	5798	8874	9411	10012	10623	资产减值准备	(56)	605	439	126	100
股东权益	88656	94626	98604	103058	107591	折旧摊销	10136	11835	15309	19511	22118
负债和股东权益总计	253040	293333	314543	336556	355056	公允价值变动损失	54	816	435	435	562
						财务费用	1676	2094	4002	4803	5287
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1718)	22497	(3022)	1057	4753
每股收益	5.36	4.15	4.00	4.48	4.56	其它	746	(373)	98	475	512
每股红利	2.87	3.60	2.73	3.06	3.11	经营活动现金流	25977	48413	25815	35660	42351
每股净资产	28.24	30.14	31.41	32.82	34.27	资本开支	0	(43842)	(37195)	(38708)	(37244)
ROIC	11.18%	8.29%	7%	7%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	18.97%	13.77%	13%	14%	13%	投资活动现金流	(817)	(46447)	(38906)	(40419)	(39254)
毛利率	17%	16%	15%	16%	16%	权益性融资	(92)	957	0	0	0
EBIT Margin	12%	11%	10%	12%	12%	负债净变化	23842	8365	0	0	0
EBITDA Margin	18%	17%	18%	21%	22%	支付股利、利息	(9002)	(11312)	(8578)	(9603)	(9774)
收入增长	6%	4%	9%	3%	3%	其它融资现金流	(50029)	3793	19546	15502	6624
净利润增长率	4%	-22%	-4%	12%	2%	融资活动现金流	(20439)	(1143)	10968	5899	(3150)
资产负债率	65%	68%	69%	69%	70%	现金净变动	4721	823	(2123)	1141	(53)
股息率	4.7%	5.9%	4.4%	5.0%	5.1%	货币资金的期初余额	18989	23710	24533	22411	23551
P/E	11.5	14.8	15.4	13.7	13.5	货币资金的期末余额	23710	24533	22411	23551	23498
P/B	2.2	2.0	2.0	1.9	1.8	企业自由现金流	0	7227	(6785)	2416	11079
EV/EBITDA	11.4	12.4	11.1	9.7	9.2	权益自由现金流	0	19386	9264	13720	13081

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032