

信义山证汇通天下

证券研究报告

聚氨酯

万华化学（600309.SH）

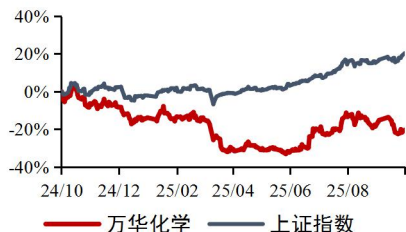
买入-B(维持)

Q3 业绩同比增长，静待行业景气修复

2025 年 10 月 28 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2025 年 10 月 27 日

收盘价（元）：	62.49
年内最高/最低（元）：	83.59/52.10
流通 A 股/总股本（亿）：	31.30/31.30
流通 A 股市值（亿）：	1,956.23
总市值（亿）：	1,956.23

资料来源：最闻

基础数据：2025 年 9 月 30 日

基本每股收益(元)：	2.92
摊薄每股收益(元)：	2.92
每股净资产(元)：	37.16
净资产收益率(%)：	8.67

资料来源：最闻

分析师：

李旋坤

执业登记编码：S0760523110004

邮箱：lixuankun@sxzq.com

王金源

执业登记编码：S0760525080001

邮箱：wangjinyuan@sxzq.com

事件描述

➢ 10 月 24 日，公司发布《2025 年第三季度报告》，2025 前三季度实现营业收入 1442.3 亿元，同比-2.3%；归母净利润 91.6 亿元，同比-17.5%；扣非归母净利润 91.0 亿元，同比-16.7%。其中，2025Q3 实现营业收入 533.2 亿元，同环比分别+5.5%/+11.5%；归母净利润为 30.3 亿元，同环比分别+4.0%/-0.2%；扣非归母净利润为 28.6 亿元，同环比分别+1.0%/-10.9%。

事件点评

➢ 主要产品销量同比大幅增长。2025Q3，分产品来看，公司聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列销量分别为 155/ 175/ 65 万吨，同比分别增长 9.9%/ 32.6%/ 30.0%，环比分别-1.9%/+15.1%/ 持平。

➢ 2025Q3 聚氨酯系列产品整体价格呈现震荡趋势，其中 TDI 产品供应偏紧价格有所提升。纯 MDI 产品下游需求总体平稳，供应端进口货源增加，市场均价约 18300 元/吨，较上半年下降 2.7%。聚合 MDI 三季度冰冷、建筑市场需求不及预期，市场均价约 15200 元/吨，较上半年下降 9%。TDI 三季度受部分装置不可抗力、检修等因素影响，供应偏紧，市场均价约 14700 元/吨，较上半年提升 18.5%。软泡聚醚三季度家居行业需求平稳，汽车行业保持增长，市场均价约 8000 元/吨，较上半年提升 2.6%。

➢ 2025Q3 石化系列产品价格重心整体下移，静待石化行业景气修复。山东丙烯/ 正丁醇/ 丙烯酸/ 丙烯酸丁酯 /NPG 加氢 /MTBE /LLDPE 膜级/ 乙烯法 PVC 价格同比分别 -6.83%/ -20.57%/ +0.40%/ -15.64%/ -24.21%/ -19.87%/ -12.35%/ -12.97%。

➢ 主要原料价格下降抵消部分产品价格下降影响，盈利水平小幅下降。纯苯/ 5000 大卡动力煤/丙烷 CP /丁烷 CP 均价同比分别-30.05%/ -20.61%/ -9.12%/ -11.96%。2025Q3 销售毛利率和净利率分别为 12.77%/ 6.32%，同比分别下降 0.63/ 0.26 pct，环比分别+0.60/ -0.65 pct。公司推进“变革年”战略，系统实施组织与激励体系改革，前三季度多套新装置顺利投产，各业务板块继续深耕全球市场，不断拓展市场空间和下游应用场景，长期竞争力有望逐步修复。

投资建议

➢ 预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 123.1/159.6/178.1 亿元，对应 PE 分别为 16/12/11 倍。看好公司 MDI 业务绝对龙头地位和成本护石化板块一体化深化布局，精细化学品与新材料业务打开成长空间，维持“买入-B”评级。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

风险提示

➤ 原材料价格大幅波动、产能建设进度不及预期、贸易摩擦加剧、宏观经济增长不及预期等风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	175,361	182,069	197,860	217,966	238,910
YoY(%)	5.9	3.8	8.7	10.2	9.6
净利润(百万元)	16,816	13,033	12,312	15,956	17,805
YoY(%)	3.6	-22.5	-5.5	29.6	11.6
毛利率(%)	16.8	16.2	13.8	15.0	15.2
EPS(摊薄/元)	5.37	4.16	3.93	5.10	5.69
ROE(%)	19.4	14.3	11.6	13.4	13.3
P/E(倍)	11.6	15.0	15.9	12.3	11.0
P/B(倍)	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5
净利率(%)	9.6	7.2	6.2	7.3	7.5

资料来源：最闻，山西证券研究所



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	61864	69990	75880	97308	96484
现金	23710	24533	29672	44583	42017
应收票据及应收账款	9144	12319	11006	14689	13475
预付账款	2203	2124	2578	2601	3075
存货	20650	24107	25902	28422	30982
其他流动资产	6157	6907	6722	7012	6935
非流动资产	191176	223343	233683	247188	257517
长期投资	7046	9651	12060	14916	17549
固定资产	98764	118828	131638	144096	154494
无形资产	10786	11971	12692	13307	13902
其他非流动资产	74581	82892	77293	74868	71572
资产总计	253040	293333	309563	344496	354001
流动负债	108657	126083	129195	150611	147029
短期借款	43526	35557	44244	41837	41291
应付票据及应付账款	45594	69136	59057	80197	72079
其他流动负债	19537	21390	25894	28578	33659
非流动负债	49929	63750	66481	64972	60865
长期借款	39811	51576	55424	53356	49528
其他非流动负债	10118	12174	11057	11616	11337
负债合计	158586	189833	195677	215583	207894
少数股东权益	5798	8874	9741	11096	12771
股本	3140	3140	3130	3130	3130
资本公积	1816	1806	1315	1315	1315
留存收益	83848	90147	99678	112377	126878
归属母公司股东权益	88656	94626	104146	117817	133336
负债和股东权益	253040	293333	309563	344496	354001

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26797	30053	16797	45822	28023
净利润	18300	14791	13179	17311	19480
折旧摊销	10145	11842	11491	13592	15767
财务费用	1676	2094	1491	1328	1364
投资损失	-621	-709	-711	-710	-710
营运资金变动	-5351	-961	-9000	14360	-8023
其他经营现金流	2647	2996	347	-59	144
投资活动现金流	-44830	-37078	-21519	-26302	-25543
筹资活动现金流	22809	6186	9861	-4609	-5045
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	5.37	4.16	3.93	5.10	5.69
每股经营现金流(最新摊薄)	8.56	9.60	5.37	14.64	8.95
每股净资产(最新摊薄)	28.32	30.23	33.27	37.64	42.59

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	175361	182069	197860	217966	238910
营业成本	145926	152643	170555	185271	202595
营业税金及附加	960	1084	1198	1319	1446
营业费用	1346	1619	1759	1938	2124
管理费用	2450	3023	2968	3248	3536
研发费用	4081	4550	4775	5354	5817
财务费用	1676	2094	1491	1328	1364
资产减值损失	-178	-943	-811	-645	-792
公允价值变动收益	82	-76	-76	-76	-76
投资净收益	621	709	711	710	710
营业利润	20389	17966	16039	20625	22988
营业外收入	64	96	75	70	76
营业外支出	444	1137	1137	1137	1137
利润总额	20010	16924	14977	19558	21928
所得税	1710	2133	1799	2246	2447
税后利润	18300	14791	13179	17311	19480
少数股东损益	1484	1758	866	1355	1675
归属母公司净利润	16816	13033	12312	15956	17805
EBITDA	34708	33589	29838	36439	40612

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	5.9	3.8	8.7	10.2	9.6
营业利润(%)	2.8	-11.9	-10.7	28.6	11.5
归属于母公司净利润(%)	3.6	-22.5	-5.5	29.6	11.6
获利能力					
毛利率(%)	16.8	16.2	13.8	15.0	15.2
净利率(%)	9.6		6.2	7.3	7.5
ROE(%)	19.4	14.3	11.6	13.4	13.3
ROIC(%)	11.8	9.3	7.1	8.4	8.7
偿债能力					
资产负债率(%)	62.7	64.7	63.2	62.6	58.7
流动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	19.3	17.0	17.0	17.0	17.0
应付账款周转率	4.2	2.7	2.7	2.7	2.7
估值比率					
P/E	11.6	15.0	15.9	12.3	11.0
P/B	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	8.0	8.6	10.0	7.8	7.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

