

万华化学（600309）

2025 年三季报点评：经营稳健，看好公司长期成长

买入（维持）

2025 年 10 月 29 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 周少玟

执业证书：S0600525070005

zhoushm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	175,361	182,069	195,730	208,304	216,850
同比（%）	5.92	3.83	7.50	6.42	4.10
归母净利润（百万元）	16,816	13,033	12,662	16,057	18,130
同比（%）	3.59	(22.49)	(2.85)	26.81	12.91
EPS-最新摊薄（元/股）	5.37	4.16	4.04	5.13	5.79
P/E（现价&最新摊薄）	11.54	14.89	15.33	12.09	10.70

投资要点

■ **事件：**2025 年前三季度，公司实现营业收入 1442.3 亿元（同比-2.3%）；实现归母净利润 91.6 亿元（同比-17.5%），实现扣非归母净利润 91 亿元（同比-16.7%）。其中，2025Q3 单季实现营业收入 533.2 亿元（同比+5.5%，环比+11.5%），实现归母净利润 30.3 亿元（同比+4.0%，环比-0.2%），实现扣非归母净利润 28.6 亿元（同比+1.0%，环比-10.9%）。

■ **聚氨酯需求情况不一，万华福建将新增 MDI 产能：产销&价格方面：**2025Q3，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%），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。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 因科思创海外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。**产能&项目情况：**截至 2025Q3，公司拥有 MDI 产能 380 万吨/年，后续万华福建将扩建 MDI 产能 70 万吨/年，公司预计将在 2026Q2 投产；拥有 TDI 产能 144 万吨/年，后续暂无新增产能计划。

■ **石化板块产销量快速增加，乙烯一期进料改造即将完成：产销&价格方面：**2025Q3，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%）。2025Q3 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。**产能&项目情况：**2025 年 6 月，公司 100 万吨/年乙烯一期装置开始乙烷进料改造，公司预计将于 2025 年 11 月改造完成。改造完成后，原料结构将得到优化，成本有望下降。

■ **精细化学品及新材料板块产销量增加：产销&价格方面：**2025Q3，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）。公司 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。**产能&项目情况：**阿布扎比国家石油公司、北欧化工、博禄公司和万融新材料（福建）在福建开展 160 万吨/年特种聚烯烃项目，公司新材料板块继续蓬勃发展。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司聚氨酯业务需求情况存在分化，以及石化景气度仍待修复，我们调整 2025-2027 年公司归母净利润分别为 127、161、181 亿元（此前为 137、163、186 亿元），同比增速分别为-3%、+27%、+13%，根据 2025 年 10 月 29 日收盘价，对应 PE 分别 15、12、11 倍。我们看好公司未来成长性，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格大幅波动；宏观需求恢复不及预期；项目投产进度延后；新材料推广不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	61.99
一年最低/最高价	52.10/83.59
市净率(倍)	1.85
流通 A 股市值(百万元)	194,057.94
总市值(百万元)	194,057.94

基础数据

每股净资产(元,LF)	33.59
资产负债率(%,LF)	64.57
总股本(百万股)	3,130.47
流通 A 股(百万股)	3,130.47

相关研究

《万华化学(600309)：全球聚氨酯龙头再启航》

2025-09-01

万华化学三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	69,990	97,698	126,793	158,732	营业总收入	182,069	195,730	208,304	216,850
货币资金及交易性金融资产	24,533	48,552	75,248	105,507	营业成本(含金融类)	152,643	168,925	176,883	182,583
经营性应收款项	15,742	16,940	17,941	18,610	税金及附加	1,084	1,174	1,250	1,301
存货	24,107	26,379	27,536	28,336	销售费用	1,619	1,566	1,666	1,735
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,023	2,349	2,500	2,602
其他流动资产	5,608	5,827	6,068	6,280	研发费用	4,550	4,893	5,208	5,421
非流动资产	223,343	234,257	232,521	228,412	财务费用	2,094	2,840	2,892	2,792
长期股权投资	9,651	10,151	10,651	11,151	加:其他收益	1,181	1,566	1,666	1,735
固定资产及使用权资产	126,204	161,588	174,069	178,164	投资净收益	709	881	937	976
在建工程	63,159	37,895	22,737	13,642	公允价值变动	(76)	0	0	0
无形资产	11,971	12,452	12,883	13,265	减值损失	(943)	(360)	(155)	(155)
商誉	2,196	2,196	2,196	2,196	资产处置收益	39	18	19	20
长期待摊费用	31	31	31	31	营业利润	17,966	16,087	20,374	22,992
其他非流动资产	10,131	9,943	9,953	9,963	营业外净收支	(1,042)	(100)	(100)	(100)
资产总计	293,333	331,955	359,314	387,144	利润总额	16,924	15,987	20,274	22,892
流动负债	126,083	149,542	163,895	177,040	减:所得税	2,133	1,918	2,433	2,747
短期借款及一年内到期的非流动负债	46,739	61,708	71,708	81,708	净利润	14,791	14,069	17,841	20,145
经营性应付款项	69,136	76,511	80,115	82,697	减:少数股东损益	1,758	1,407	1,784	2,014
合同负债	5,194	5,584	5,942	6,186	归属母公司净利润	13,033	12,662	16,057	18,130
其他流动负债	5,014	5,740	6,130	6,450	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.16	4.04	5.13	5.79
非流动负债	63,750	67,613	67,613	67,613	EBIT	19,795	18,827	23,166	25,683
长期借款	48,176	48,176	48,176	48,176	EBITDA	32,817	39,315	46,507	51,398
应付债券	3,400	7,500	7,500	7,500	毛利率(%)	16.16	13.69	15.08	15.80
租赁负债	6,510	6,510	6,510	6,510	归母净利率(%)	7.16	6.47	7.71	8.36
其他非流动负债	5,665	5,428	5,428	5,428	收入增长率(%)	3.83	7.50	6.42	4.10
负债合计	189,833	217,155	231,509	244,654	归母净利润增长率(%)	(22.49)	(2.85)	26.81	12.91
归属母公司股东权益	94,626	104,518	115,740	128,411					
少数股东权益	8,874	10,281	12,065	14,080					
所有者权益合计	103,500	114,800	127,805	142,490					
负债和股东权益	293,333	331,955	359,314	387,144					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	30,053	40,848	45,855	50,303	每股净资产(元)	30.14	33.39	36.97	41.02
投资活动现金流	(37,078)	(29,882)	(20,753)	(20,714)	最新发行在外股份(百万股)	3,130	3,130	3,130	3,130
筹资活动现金流	6,186	13,207	1,594	670	ROIC(%)	8.61	7.41	8.15	8.25
现金净增加额	(821)	24,019	26,696	30,259	ROE-摊薄(%)	13.77	12.11	13.87	14.12
折旧和摊销	13,022	20,488	23,341	25,714	资产负债率(%)	64.72	65.42	64.43	63.19
资本开支	(35,360)	(31,182)	(21,181)	(21,180)	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.89	15.33	12.09	10.70
营运资本变动	(333)	4,322	1,755	1,265	P/B(现价)	2.06	1.86	1.68	1.51

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>