


公司评级 **买入（维持）**
报告日期 2025 年 11 月 02 日

基础数据

10 月 31 日收盘价（元）	62.63
总市值（亿元）	1,960.61
总股本（亿股）	31.30

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证化工】万华化学（600309）2025 年半年报点评：Q2 业绩超出预期，“反内卷”+新项目陆续落地，看好公司逐级向上-2025.08.12

【兴证化工】万华化学（600309）2024 年年报及 2025 年一季报点评：Q1 业绩触底回升，在建项目逐步落地助力公司持续成长-2025.04.27

分析师：吉金

 S0190522030003
jijin@xyzq.com.cn

分析师：张勋

 S0190521100002
zhangxun19@xyzq.com.cn

万华化学(600309.SH)

TDI 盈利好转，业绩环比持稳

投资要点：

- **事件：**万华化学发布 2025 年三季报，报告期内公司实现营业收入 1442.26 亿元，同比下滑 2.29%；实现营业利润 117.82 亿元，同比下滑 19.06%；实现归母净利润 91.57 亿元，同比下滑 17.45%，按最新 31.3 亿股的总股本计，实现每股收益 2.93 元，每股经营性净现金流 5.44 元。

其中 2025Q3 单季度实现营业收入 533.24 亿元，同比增长 5.52%，环比增长 11.48%；实现营业利润 41.39 亿元，同比增长 3.85%，环比增长 14.14%；实现归母净利润 30.35 亿元，同比增长 3.96%，环比下滑 0.2%。

- **部分产品盈利好转，费用有所增加，Q3 业绩环比持稳。**25Q3 受下游需求不振、外销因关税政策影响，公司相关产品价格仍处弱势，产品盈利能力依然承压，但部分超跌品种较 Q2 有所好转，其中 TDI 受部分装置不可抗力、检修等因素影响，供应偏紧，价差较 Q2 环比提升 3049 元/吨（+49.50%）。产销量方面，主要产品销量环比小幅波动（聚氨酯板块销量环比-1.90%，石化板块销量环比+1.85%，精细化学品及新材料板块销量环比持平），公司 Q3 单季度营收实现环比增长。期间费用方面，公司 Q3 费用环比 Q2 有所增长（+49.67%），其中因财务费用预计受汇兑影响增长明显（+4400%），公司 Q3 归母净利润环比持稳。
- **公司在建项目逐步落地，增厚公司盈利，助力公司成长。**在石化产能集中释放、产品价格承压的背景下，公司 120 万吨/年的第二套乙烯装置一次性开车成功，第一套乙烯装置进行乙烷进料改造，改造完成后预计将显著降低生产成本，提高盈利能力。精细化学品及新材料项目逐步落地，MS 树脂装置一次性开车成功，成功填补国内高端光学级 MS 规模化生产空白；维生素 A 全产业链贯通，正式进入动物营养健康和人类营养健康领域；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；第四代磷酸铁锂完成量产供应，五代完成定型首发；此外，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。
- **维持“买入”的投资评级。**万华化学是中国化工行业少有的掌握国际前沿制造技术、管理优势突出的全球性龙头企业。MDI 行业集中度高，新建装置难度大、周期长，万华依赖于研发攻关实现技术突破，实现产能低成本、快速飞跃，巩固全球第一地位。公司 C3/C4 和大乙烯二期平稳运行，大乙烯一期正在进行乙烷进料改造以降低成本；公司国内石化工业园多点布局，有望加深石化产业链布局，协同强化其他板块优势。公司新材料项目陆续投产，助力公司产品进一步多元化，产业链布局进一步完善。公司治理结构出色，向全球聚氨酯龙头、中国重要烯烃及衍生物供应商、新材料核心

供应商等高远目标大步迈进。我们调整公司 2025-2027 年 EPS 预测分别至 4.01、4.69 和 5.68 元，维持“买入”的投资评级。

- **风险提示：**全球宏观经济不及预期的风险，原材料价格大幅波动的风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	182069	188629	208353	224405
同比增长	3.8%	3.6%	10.5%	7.7%
归母净利润（百万元）	13033	12543	14693	17776
同比增长	-22.5%	-3.8%	17.1%	21.0%
毛利率	16.2%	14.9%	15.2%	16.3%
ROE	13.8%	11.8%	12.6%	13.8%
每股收益（元）	4.16	4.01	4.69	5.68
市盈率	15.0	15.6	13.3	11.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	69990	65935	82540	107039
货币资金	24533	16455	26654	46795
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	12319	13049	14369	15434
预付款项	2124	2409	2649	2818
存货	24107	25876	29433	31313
其他	6907	8145	9435	10680
非流动资产	223343	245443	255366	259566
长期股权投资	9651	11651	13651	15651
固定资产	118828	157898	177763	187316
在建工程	63159	43895	31737	24442
无形资产	11971	12771	13496	14146
商誉	2196	2246	2296	2346
其他	17538	16981	16423	15665
资产总计	293333	311378	337906	366605
流动负债	126083	126696	133918	138938
短期借款	35557	37557	37057	36557
应付票据及应付账款	69136	66922	73582	78282
其他	21390	22217	23278	24098
非流动负债	63750	68513	76513	86513
长期借款	48176	53176	61176	71176
其他	15574	15337	15337	15337
负债合计	189833	195209	210431	225451
股本	3140	3130	3130	3130
未分配利润	87323	94054	102118	111875
少数股东权益	8874	9761	10799	12055
股东权益合计	103500	116169	127475	141154
负债及权益合计	293333	311378	337906	366605

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	13033	12543	14693	17776
折旧和摊销	13022	21298	25673	29396
营运资金的变动	-333	-5448	1255	1112
经营活动产生现金流量	30053	30660	44922	51933
资本支出	-35360	-42210	-34205	-32202
长期投资	-2185	-2180	-2190	-2200
投资活动产生现金流量	-37078	-42761	-35589	-33533
债权融资	17950	6851	7500	9500
股权融资	957	1972	0	0
融资活动产生现金流量	6186	4178	866	1740
现金净变动	-821	-8078	10198	20141

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	182069	188629	208353	224405
营业成本	152643	160612	176598	187878
税金及附加	1084	1169	1292	1391
销售费用	1619	1886	2084	2244
管理费用	3023	3546	3917	4219
研发费用	4550	4716	5209	5610
财务费用	2094	1800	2045	2140
投资收益	709	734	811	874
公允价值变动收益	-76	0	0	0
信用减值损失	-203	-50	-50	-50
资产减值损失	-740	-159	-159	-159
营业利润	17966	16688	19207	23090
营业外收支	-1042	-700	-700	-700
利润总额	16924	15988	18507	22390
所得税	2133	2558	2776	3359
净利润	14791	13430	15731	19032
少数股东损益	1758	886	1038	1256
归属母公司净利润	13033	12543	14693	17776
EPS(元)	4.16	4.01	4.69	5.68

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	3.8%	3.6%	10.5%	7.7%
营业利润增长率	-11.9%	-7.1%	15.1%	20.2%
归母净利润增长率	-22.5%	-3.8%	17.1%	21.0%
盈利能力				
毛利率	16.2%	14.9%	15.2%	16.3%
归母净利率	7.2%	6.6%	7.1%	7.9%
ROE	13.8%	11.8%	12.6%	13.8%
偿债能力				
资产负债率	64.7%	62.7%	62.3%	61.5%
流动比率	0.56	0.52	0.62	0.77
速动比率	0.31	0.26	0.33	0.47
营运能力				
资产周转率	66.6%	62.4%	64.2%	63.7%
每股资料(元)				
每股收益	4.16	4.01	4.69	5.68
每股经营现金	9.60	9.79	14.35	16.59
估值比率(倍)				
PE	15.0	15.6	13.3	11.0
PB	2.1	1.8	1.7	1.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn