

万华化学（600309.SH）

公司业绩基本符合市场预期，看好公司多元化产品布局

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	175,361	182,069	198,335	228,105	245,163
增长率 yoy（%）	5.9	3.8	8.9	15.0	7.5
归母净利润（百万元）	16,816	13,033	12,609	16,675	20,287
增长率 yoy（%）	3.6	-22.5	-3.3	32.2	21.7
ROE（%）	19.4	14.3	12.2	14.5	15.4
EPS 最新摊薄（元）	5.37	4.16	4.03	5.33	6.48
P/E（倍）	12.8	16.5	17.1	12.9	10.6
P/B（倍）	2.4	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025 年 10 月 24 日，万华化学发布 2025 年三季报。公司 2025 年前三季度收入为 1442.26 亿元，同比下降 2.29%；归母净利润为 91.57 亿元，同比下降 17.45%；扣非归母净利润为 91.01 亿元，同比下降 16.72%。对应公司 25Q3 营业收入为 533.24 亿元，环比上升 11.48%；归母净利润为 30.35 亿元，环比下降 0.20%。

点评：主要产品量升价跌，公司业绩短期承压。公司前三季度精细化学品及新材料系列/聚氨酯系列/石化系列收入分别为 238.11/551.43/593.19 亿元，同比变化分别为 19.06%/1.65%/-4.29%。2025 年前三季度公司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，但受主要产品销售价格下行影响，公司盈利水平同比下降。

产销量方面，2025 年前三季度公司精细化学品及新材料系列/聚氨酯系列/石化系列产量分别为 189/454/478 万吨，同比变化分别为 30.34%/7.84%/17.44%；销量分别为 184/458/460 万吨。同比变化分别为 29.58%/11.71%/13.02%。

产品价格方面，2025 年三季度聚氨酯系列产品整体价格呈现震荡趋势，纯 MDI/聚合 MDI/TDI/软泡聚醚市场均价分别为 18300/15200/14700/8000 元/吨左右，同比变化分别为 -6.15%/-14.61%/8.89%/-8.05%。

石化系列产品与 2024 年同期相比价格重心整体下移。2025 年三季度山东丙烯价格 6,453 元/吨，同比下跌 6.83%；山东正丁醇价格 5,913 元/吨，同比下跌 20.57%；山东丙烯酸价格 6,275 元/吨，同比上涨 0.40%；山东丙烯酸丁酯价格 7,538 元/吨，同比下跌 15.64%；山东 NPG 加氢价格 7,869 元/吨，同比下跌 24.21%；山东 MTBE 价格 5,050 元/吨，同比下跌 19.87%；华东 LLDPE 膜级价格 7,276 元/吨，同比下跌 12.35%；华东乙烯法 PVC 价格 5,027 元/吨，同比下跌 12.97%。

原材料价格方面，2025 年三季度纯苯均价 5,905 元/吨，同比下跌 30.05%；5000 大卡动力煤均价 597 元/吨，同比下跌 20.61%；丙烷 CP 均价 538 美元/吨，与去年同期相比下降 9.12%；丁烷 CP 均价 508 美元/吨，与去年同期

买入（维持评级）

股票信息

行业	基础化工
2025 年 11 月 13 日收盘价（元）	68.71
总市值（百万元）	215,094.71
流通市值（百万元）	215,094.71
总股本（百万股）	3,130.47
流通股本（百万股）	3,130.47
近 3 月日均成交额（百万元）	2,256.88

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

分析师 林森

执业证书编号：S1070525070002

邮箱：linsen@cgws.com

相关研究

- 《公司 1H25 业绩符合预期，TDI 价格上涨有望带动盈利修复》2025-08-18
- 《公司业绩短期承压，公司持续布局石化与新材料板块-万华化学 2024 年报及 2025 年一季报点评》2025-05-22

相比下降 11.96%。

费用方面，2025 年前三季度公司销售费用同比上升 1.11%，销售费用率为 0.82%，同比上升 0.03pcts；财务费用同比下降 11.60%，财务费用率为 1.04%，同比下降 0.11pcts；管理费用同比下降 20.40%，管理费用率为 1.21%，同比下降 0.27pcts；研发费用同比上升 3.93%，研发费用率为 2.32%，同比上升 0.14pcts。

公司各项活动产生的现金流净额波动较大。2025 年前三季度公司经营性活动产生的现金流净额为 170.22 亿元，同比下降 11.83%；投资活动产生的现金流净额为 -249.18 亿元，同比上升 18.61%；筹资活动产生的现金流净额为 186.91 亿元，同比下降 34.98%。期末现金及等价物余额为 333.16 亿元，同比下降 18.53%。应收账款同比上升 26.48%，应收账款周转率有所下降，从 2024 年同期的 13.86 次下降到 10.42 次；存货同比下降 2.06%，存货周转率有所下降，从 2024 年同期的 5.41 次下降到 5.09 次。

公司多个项目年内投产，看好公司多产品布局。1H25 公司 MS 装置一次性开车成功，丰富了光学业务产品线；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。电池材料持续加大研发投入，多项技术取得阶段性突破，第四代磷酸铁锂完成量产供应，五代完成定型首发。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。我们看好公司多项目投产，丰富的产品矩阵将增强公司综合竞争力。

投资建议：我们预计万华化学 2025-2027 年收入分别为 1983.35/2281.05/2451.63 亿元，同比增长 8.9%/15.0%/7.5%，归母净利润分别为 126.09/166.75/202.87 亿元，同比变化分别为 -3.3%/32.2%/21.7%，对应 EPS 分别为 4.03/5.33/6.48 元。结合公司 11 月 13 日收盘价，对应 PE 分别为 17/13/11 倍。我们看好公司多项目投产，丰富的产品矩阵将增强公司综合竞争力，维持“买入”评级。

风险提示：安全生产风险、行业竞争加剧风险；海外经营环境变化风险、汇率波动风险

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	61864	69990	72603	87429	84965
现金	23710	24533	26725	30736	33035
应收票据及应收账款	9144	12319	11062	15828	13073
其他应收款	986	1316	1191	1692	1407
预付账款	2203	2124	2589	2831	2994
存货	20650	24107	25444	30750	28864
其他流动资产	5172	5592	5592	5592	5592
非流动资产	191176	223343	231645	244703	249838
长期股权投资	7046	9651	10149	10701	11289
固定资产	98764	118828	131469	147596	154262
无形资产	10786	11971	12692	13307	13902
其他非流动资产	74581	82892	77335	73099	70384
资产总计	253040	293333	304248	332132	334803
流动负债	108657	126083	134495	157384	151946
短期借款	43526	35557	55970	49357	63706
应付票据及应付账款	45594	69136	57883	86163	66649
其他流动负债	19537	21390	20642	21864	21591
非流动负债	49929	63750	54446	45747	35442
长期借款	39811	51576	42391	33657	23306
其他非流动负债	10118	12174	12055	12090	12137
负债合计	158586	189833	188941	203131	187389
少数股东权益	5798	8874	10374	12445	14928
股本	3140	3140	3130	3130	3130
资本公积	1816	1806	1806	1806	1806
留存收益	83848	90147	100350	114102	131052
归属母公司股东权益	88656	94626	104934	116557	132485
负债和股东权益	253040	293333	304248	332132	334803

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	17253	54260	27082
净利润	18300	14791	14109	18746	22771
折旧摊销	10145	11842	11678	13987	16232
财务费用	1676	2094	3946	4020	3859
投资损失	-621	-709	-555	-612	-617
营运资金变动	-5351	-961	-12020	18042	-15371
其他经营现金流	2647	2996	96	78	209
投资活动现金流	-44830	-37078	-19581	-26285	-20729
资本支出	43098	35830	19187	26625	20658
长期投资	-434	-2185	-497	-552	-588
其他投资现金流	-1298	937	103	892	517
筹资活动现金流	22809	6186	-15893	-17350	-18404
短期借款	-493	-7969	20413	-6613	14349
长期借款	23642	11765	-9186	-8734	-10351
普通股增加	0	0	-9	0	0
资本公积增加	-344	-10	0	0	0
其他筹资现金流	3	2400	-27112	-2003	-22402
现金净增加额	4684	-821	-18221	10625	-12051

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	175361	182069	198335	228105	245163
营业成本	145926	152643	168993	191646	203309
营业税金及附加	960	1084	1149	1333	1429
销售费用	1346	1619	1683	1967	2103
管理费用	2450	3023	2963	3497	3778
研发费用	4081	4550	4700	5488	5907
财务费用	1676	2094	3946	4020	3859
资产和信用减值损失	-178	-943	-182	-180	-169
其他收益	943	1181	1062	1121	1092
公允价值变动收益	82	-76	46	56	27
投资净收益	621	709	555	612	617
资产处置收益	1	39	12	20	18
营业利润	20389	17966	16395	21784	26363
营业外收入	64	96	75	70	76
营业外支出	444	1137	574	624	695
利润总额	20010	16924	15897	21230	25744
所得税	1710	2133	1788	2484	2974
净利润	18300	14791	14109	18746	22771
少数股东损益	1484	1758	1499	2071	2484
归属母公司净利润	16816	13033	12609	16675	20287
EBITDA	31705	30638	31311	38982	45567
EPS (元/股)	5.37	4.16	4.03	5.33	6.48

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	8.9	15.0	7.5
营业利润 (%)	2.8	-11.9	-8.7	32.9	21.0
归属母公司净利润 (%)	3.6	-22.5	-3.3	32.2	21.7
获利能力					
毛利率 (%)	16.8	16.2	14.8	16.0	17.1
净利率 (%)	10.4	8.1	7.1	8.2	9.3
ROE (%)	19.4	14.3	12.2	14.5	15.4
ROIC (%)	10.8	8.3	8.0	10.3	11.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.7	64.7	62.1	61.2	56.0
净负债比率 (%)	74.5	75.5	75.2	52.6	47.3
流动比率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
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	18.6	18.4	18.3
应付账款周转率	10.4	7.3	8.9	8.1	8.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	5.37	4.16	4.03	5.33	6.48
每股经营现金流 (最新摊薄)	8.56	9.60	5.51	17.33	8.65
每股净资产 (最新摊薄)	28.32	30.23	33.52	37.24	42.32
估值比率					
P/E	12.8	16.5	17.1	12.9	10.6
P/B	2.4	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.2	9.9	10.0	7.6	6.6

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686