

万华化学 (600309.SH)

优于大市

2025年盈利韧性凸显，看好2026年聚氨酯、乙烯盈利提升

核心观点

2025年公司营收同比增长11.6%，归母净利润同比降低3.9%。根据公司业绩快报，2025年公司实现营收2032.3亿元（同比+11.6%），归母净利润125.3亿元（同比-3.9%），扣非归母净利润121.4亿元（同比-9.1%）；净利率为6.3%（同比-2.0pct）。其中，2025年单四季度公司实现营收590.1亿元（同比+71.2%，环比+10.7%），归母净利润33.7亿元（同比+73.7%，环比+11.1%），扣非归母净利润30.4亿元（同比+25.2%，环比+6.5%）；净利率为5.2%（同比-2.1pct，环比-1.2pct）。

聚氨酯板块需求分化，产能有序扩张。2025年国内纯MDI/聚合MDI/TDI均价分别为1.81/1.59/1.34万元/吨，分别同比-5.2%/-7.5%/-7.7%；纯MDI/聚合MDI/TDI价差分别为11970/9770/9635元/吨，分别同比+12.2%/+11.5%/-1.2%。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。2026年一季度以来，国内纯MDI/聚合MDI/TDI均价分别为1.82/1.44/1.50万元/吨；纯MDI/聚合MDI/TDI价差分别为11420/7610/11340元/吨。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。

乙烷制乙烯技改完成，精细化学品及新材料板块稳步发展。2026年1月，公司一期乙烷装置原料改造全部完成，由乙烷裂解生产乙烯，原料结构优化助力成本下降，120万吨/年乙烯二期装置稳定运行。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。

中东地缘冲突升级，MDI/TDI价差扩张，乙烷制乙烯充分受益油价上涨。截至3月15日，纯MDI/聚合MDI/TDI价格分别为22400/16750/18300元/吨，分别较2月底+24.4%/+18.0%/+21.2%；价差分别为14550/8900/13450元/吨，分别较2月底+30.9%/+21.7%/+15.4%。国内乙烯CFR价格上涨至1150美元/吨，较2月底上涨450美元/吨，公司充分受益。

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：我们维持公司2025-2027年归母净利润预测为125.6/158.7/176.2亿元，对应EPS为4.00/5.05/5.61元，当前股价对应PE为18.9/14.9/13.5X，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	217,104	235,580
(+/-%)	5.9%	3.8%	8.6%	9.8%	8.5%
归母净利润(百万元)	16816	13033	12556	15868	17623
(+/-%)	3.6%	-22.5%	-3.7%	26.4%	11.1%
每股收益(元)	5.36	4.15	4.00	5.05	5.61
EBIT Margin	11.7%	10.5%	10.5%	11.9%	12.2%
净资产收益率(ROE)	19.0%	13.8%	12.7%	15.3%	16.1%
市盈率(PE)	14.8	19.1	19.9	15.7	14.2
EV/EBITDA	13.3	14.2	12.6	10.5	9.7
市净率(PB)	2.81	2.64	2.53	2.41	2.28

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：薛聪

010-88005107

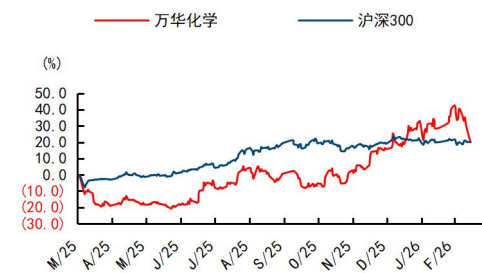
xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	79.43元
总市值/流通市值	248653/248653百万元
52周最高价/最低价	97.00/52.10元
近3个月日均成交额	3673.12百万元

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)-MDI产品景气回暖，锂电材料、新材料加速放量》——2025-12-19
- 《万华化学(600309.SH)-三季度归母净利润同比提升，聚氨酯产能有序扩张》——2025-10-27
- 《万华化学(600309.SH)-二季度扣非归母净利润环比提升，费用控制显著》——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

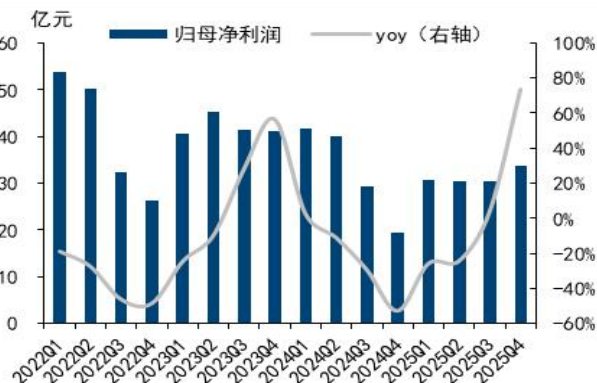
2025 年公司营收同比增长 11.6%，归母净利润同比降低 3.9%。根据公司业绩快报，2025 年公司实现营收 2032.3 亿元（同比+11.6%），归母净利润 125.3 亿元（同比-3.9%），扣非归母净利润 121.4 亿元（同比-9.1%）；净利率为 6.3%（同比-2.0pct）。其中，2025 年单四季度公司实现营收 590.1 亿元（同比+71.2%，环比+10.7%），归母净利润 33.7 亿元（同比+73.7%，环比+11.1%），扣非归母净利润 30.4 亿元（同比+25.2%，环比+6.5%）；净利率为 5.2%（同比-2.1pct，环比-1.2pct）。

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: 万华化学年度营业收入（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

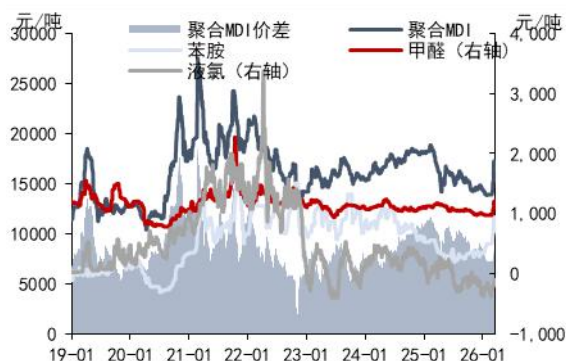
图4: 万华化学年度归母净利润（亿元）



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 年国内纯 MDI/聚合 MDI/TDI 均价分别为 1.81/1.59/1.34 万元/吨，分别同比-5.2%/-7.5%/-7.7%；纯 MDI/聚合 MDI/TDI 价差分别为 11970/9770/9635 元/吨，分别同比+12.2%/+11.5%/-1.2%。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。2026 年一季度以来，国内纯 MDI/聚合 MDI/TDI/均价分别为 1.82/1.44/1.50/万元/吨；纯 MDI/聚合 MDI/TDI 价差分别为 11420/7610/11340 元/吨。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)



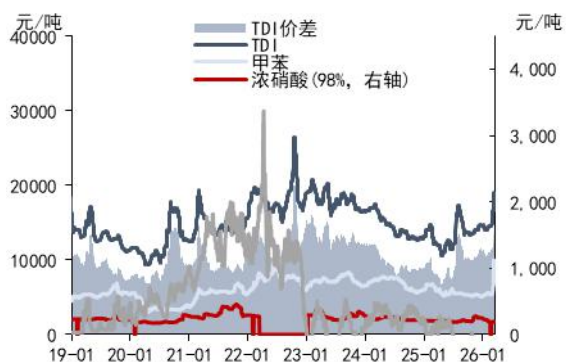
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 纯 MDI 价格与价差 (元/吨)



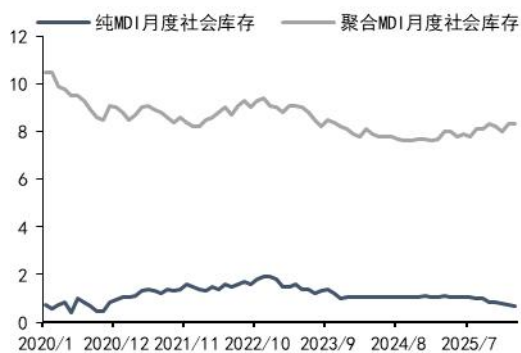
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: TDI 价格与价差 (元/吨)



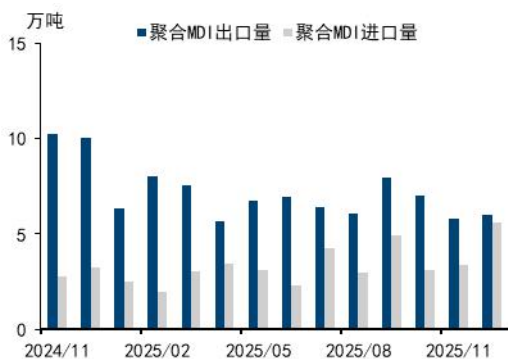
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 聚合及纯 MDI 月度社会库存 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 聚合 MDI 月度进出口量 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 纯 MDI 月度进出口量 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 聚合及纯 MDI 月度产量 (万吨)

图12: 聚合及纯 MDI 月度表观消费量 (万吨)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

乙烷制乙烯技改完成，精细化学品及新材料板块稳步发展。2026年1月，公司一期乙烷装置原料改造全部完成，由乙烷裂解生产乙烯，原料结构优化助力成本下降，120万吨/年乙烯二期装置稳定运行。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。

中东地缘冲突升级，MDI/TDI价差扩张，乙烷制乙烯充分受益油价上涨。截至3月15日，纯MDI/聚合MDI/TDI价格分别为22400/16750/18300元/吨，分别较2月底+24.4%/+18.0%/21.2%；价差分别为14550/8900/13450元/吨，分别较2月底+30.9%/+21.7%/+15.4%。国内乙烯CFR价格上涨至1150美元/吨，较2月底上涨450美元/吨，公司充分受益。

投资建议：我们维持公司2025-2027年归母净利润预测为125.6/158.7/176.2亿元，对应EPS为4.00/5.05/5.61元，当前股价对应PE为18.9/14.9/13.5X，维持“优于大市”评级。

表1：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	39.32	83,250.15	1.84	1.60	1.89	21.3	24.5	20.7	2.5
002493.SZ	荣盛石化	无评级	13.13	131,161.38	0.07	0.14	0.23	187.6	93.8	57.1	3.0
600309.SH	万华化学	优于大市	79.43	248,653.36	4.15	4.00	5.05	19.1	19.9	15.7	2.4

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至2025年3月16日，华鲁恒升、荣盛石化数据来自国信证券经济研究所预测）

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		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	217104	235580
应收款项	10125	13634	13111	14396	16295	营业成本	145926	152643	167574	180891	195767
存货净额	20650	24107	24604	26080	28608	营业税金及附加	960	1084	1177	1292	1402
其他流动资产	7380	7716	8350	9168	9960	销售费用	1346	1619	1440	1604	1717
流动资产合计	61864	69990	68476	73196	78361	管理费用	2450	3023	2535	2817	2989
固定资产	149218	181987	203478	222592	237536	研发费用	4081	4550	4266	4686	5046
无形资产及其他	10786	11971	11492	11013	10534	财务费用	1676	2094	4002	4746	5093
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	339609	361249	其他收入	(3180)	(3533)	(4266)	(4686)	(5046)
短期借款及交易性金融负债	52060	46739	66285	79229	82343	营业利润	20389	17966	16878	21270	23645
应付款项	45594	69136	62920	66693	76234	营业外净收支	(379)	(1042)	(573)	(665)	(760)
其他流动负债	11004	10208	11645	12361	13039	利润总额	20010	16924	16305	20605	22885
流动负债合计	108657	126083	140850	158283	171616	所得税费用	1710	2133	2055	2597	2884
长期借款及应付债券	39811	51576	51576	51576	51576	少数股东损益	1484	1758	1694	2141	2378
其他长期负债	10118	12174	14101	16028	17998	归属于母公司净利润	16816	13033	12556	15868	17623
长期负债合计	49929	63750	65677	67604	69574	现金流量表 (百万元)					
负债合计	158586	189833	206527	225887	241190	净利润	16816	13033	12556	15868	17623
少数股东权益	5798	8874	9411	10089	10843	资产减值准备	(56)	605	439	126	100
股东权益	88656	94626	98604	103632	109216	折旧摊销	10136	11835	15309	19511	22118
负债和股东权益总计	253040	293333	314543	339609	361249	公允价值变动损失	54	816	435	435	562
关键财务与估值指标						财务费用	1676	2094	4002	4746	5093
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1718)	22497	(3022)	2964	7071
每股收益	5.36	4.15	4.00	5.05	5.61	其它	746	(373)	98	552	653
每股红利	2.87	3.60	2.73	3.45	3.83	经营活动现金流	25977	48413	25815	39456	48127
每股净资产	28.24	30.14	31.41	33.01	34.79	资本开支	0	(43842)	(37195)	(38708)	(37244)
ROIC	11.18%	8.29%	7%	8%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	18.97%	13.77%	13%	15%	16%	投资活动现金流	(817)	(46447)	(38906)	(40419)	(39254)
毛利率	17%	16%	15%	17%	17%	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)	(10840)	(12039)
收入增长	6%	4%	9%	10%	9%	其它融资现金流	(50029)	3793	19546	12944	3113
净利润增长率	4%	-22%	-4%	26%	11%	融资活动现金流	(20439)	(1143)	10968	2104	(8926)
资产负债率	65%	68%	69%	69%	70%	现金净变动	4721	823	(2123)	1141	(53)
股息率	3.6%	4.5%	3.4%	4.3%	4.8%	货币资金的期初余额	18989	23710	24533	22411	23551
P/E	14.8	19.1	19.9	15.7	14.2	货币资金的期末余额	23710	24533	22411	23551	23498
P/B	2.8	2.6	2.5	2.4	2.3	企业自由现金流	0	7227	(6785)	6328	16991
EV/EBITDA	13.3	14.2	12.6	10.5	9.7	权益自由现金流	0	19386	9264	15124	15653

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所提及的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