

万华化学（600309）

2025 年年报&2026 年一季报点评：三大业务稳健发展，看好地缘冲突下聚氨酯主业盈利能力进一步增强

买入（维持）

2026 年 04 月 21 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	182,069	203,235	254,974	249,974	259,137
同比（%）	3.83	11.62	25.46	(1.96)	3.67
归母净利润（百万元）	13,033	12,527	17,030	18,384	21,073
同比（%）	(22.49)	(3.88)	35.94	7.95	14.62
EPS-最新摊薄（元/股）	4.16	4.00	5.44	5.87	6.73
P/E（现价&最新摊薄）	21.03	21.88	16.09	14.91	13.00

投资要点

- **事件：**2025 年，公司实现营业收入 2032.35 亿元（同比+11.6%），实现归母净利润 125.27 亿元（同比-3.9%），实现扣非后归母净利润 121.44 亿元（同比-9.1%）。2026 年一季度，公司实现营业收入 540.52 亿元（同比+25.5%，环比-8.4%），实现归母净利润 37.18 亿元（同比+20.6%，环比+10.3%）。2026Q1 利润快速增长主要来自于产品价格上涨。公司业绩符合我们预期。
- **2025 年三大业务板块协同发展：**1) **聚氨酯系列：**2025 年板块实现营业收入 750.58 亿元（同比-1.04%），毛利率 26.88%（同比+0.73pct）。产能方面，截至 2025 年末公司拥有 380 万吨/年 MDI、147 万吨/年 TDI、232 万吨/年聚醚产能，是全球领先的 MDI、TDI 和聚醚多元醇供应商。2) **石化系列：**2025 年板块实现营业收入 842.04 亿元（同比+16.11%），毛利率 0.58%（同比-2.94pct）。产能方面，烟台基地乙烯一期原料多元化改造已完成并实现全乙烷进料，产能由 100 万吨/年提升至 120 万吨/年；同时二期 120 万吨/年乙烯及下游高端装置已全面开车，提升产业链整体竞争力。但由于 2025 年石化行业市场需求仍然较为疲软，市场竞争激烈，该板块盈利水平承压。3) **精细化学品及新材料系列：**2025 年板块实现营业收入 331.89 亿元（同比+17.39%），毛利率 10.53%（同比-2.25pct）。2025 年，公司 VA 全产业链投产，公司成功进入营养健康领域；MS 装置投产，助力公司切入高端光学材料市场；XLPE、薄荷醇等装置均实现一次性开车成功并稳定运行。此外，公司开发多个高附加值 POE、聚烯烃等差异化牌号产品，拓展细分市场，材料业务产业化布局成效显著。
- **盈利预测与投资评级：**地缘因素推动能源及苯胺等原料价格高企，聚氨酯价格及价差走阔，公司作为全球聚氨酯行业龙头，有望受益。我们调整盈利预测，公司 2026-2027 年归母净利润分别为 170、184 亿元（此前预期为 161、181 亿元），新增 2028 年归母净利润预测值为 211 亿元，按 2026 年 4 月 20 日收盘价，对应 PE 为 16、15、13 倍。我们看好聚氨酯主业价差增厚，以及石化业务经过 2025 年的改造升级，有望给公司带来业绩弹性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、市场竞争加剧风险、新产能投放不及预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	87.54
一年最低/最高价	52.10/97.00
市净率(倍)	2.61
流通 A 股市值(百万元)	274,041.49
总市值(百万元)	274,041.49

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)：2025 年三季报点评：经营稳健，看好公司长期成长》
2025-10-30
- 《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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	81,637	113,681	131,439	156,614	营业总收入	203,235	254,974	249,974	259,137
货币资金及交易性金融资产	27,662	50,141	68,734	92,222	营业成本(含金融类)	175,570	217,792	211,402	217,210
经营性应收款项	21,493	23,904	23,944	24,860	税金及附加	1,287	1,530	1,524	1,592
存货	26,014	32,737	31,894	32,632	销售费用	1,630	2,167	2,118	2,159
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,802	3,825	3,782	3,793
其他流动资产	6,468	6,898	6,867	6,899	研发费用	4,865	6,374	6,160	6,356
非流动资产	241,372	239,427	235,656	229,871	财务费用	2,080	2,394	2,057	1,778
长期股权投资	12,885	12,885	12,885	12,885	加:其他收益	1,117	1,475	1,481	1,486
固定资产及使用权资产	169,139	173,628	174,786	172,952	投资净收益	754	947	943	967
在建工程	34,625	28,200	23,060	18,948	公允价值变动	266	0	0	0
无形资产	12,771	13,033	13,244	13,406	减值损失	(468)	(400)	(400)	(400)
商誉	2,293	2,293	2,293	2,293	资产处置收益	(4)	17	22	12
长期待摊费用	78	78	78	78	营业利润	16,666	22,931	24,976	28,314
其他非流动资产	9,581	9,310	9,310	9,310	营业外净收支	(398)	(606)	(682)	(562)
资产总计	323,009	353,108	367,095	386,485	利润总额	16,268	22,325	24,294	27,752
流动负债	132,519	149,921	149,002	151,384	减:所得税	2,228	3,349	3,644	4,163
短期借款及一年内到期的非流动负债	44,605	43,988	43,988	43,988	净利润	14,040	18,976	20,650	23,589
经营性应付款项	76,324	91,562	91,030	92,942	减:少数股东损益	1,513	1,946	2,266	2,517
合同负债	5,723	7,390	7,157	7,430	归属母公司净利润	12,527	17,030	18,384	21,073
其他流动负债	5,867	6,982	6,826	7,025	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.00	5.44	5.87	6.73
非流动负债	70,361	70,117	70,117	70,117	EBIT	17,845	24,719	26,351	29,530
长期借款	45,829	45,829	45,829	45,829	EBITDA	34,482	48,094	51,822	57,015
应付债券	7,500	7,500	7,500	7,500	毛利率(%)	13.61	14.58	15.43	16.18
租赁负债	11,079	11,079	11,079	11,079	归母净利率(%)	6.16	6.68	7.35	8.13
其他非流动负债	5,954	5,709	5,709	5,709	收入增长率(%)	11.62	25.46	(1.96)	3.67
负债合计	202,880	220,038	219,119	221,501	归母净利润增长率(%)	(3.88)	35.94	7.95	14.62
归属母公司股东权益	108,305	119,300	131,941	146,432					
少数股东权益	11,823	13,770	16,036	18,552					
所有者权益合计	120,129	133,069	147,977	164,984					
负债和股东权益	323,009	353,108	367,095	386,485					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	33,105	53,627	48,861	54,462	每股净资产(元)	34.60	38.11	42.15	46.78
投资活动现金流	(32,783)	(21,655)	(21,717)	(21,583)	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	2,144	(9,400)	(8,552)	(9,392)	ROIC(%)	7.04	8.93	9.00	9.48
现金净增加额	2,309	22,479	18,593	23,487	ROE-摊薄(%)	11.57	14.27	13.93	14.39
折旧和摊销	16,637	23,375	25,471	27,485	资产负债率(%)	62.81	62.31	59.69	57.31
资本开支	(30,199)	(22,589)	(22,660)	(22,550)	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.88	16.09	14.91	13.00
营运资本变动	325	8,355	(185)	595	P/B(现价)	2.53	2.30	2.08	1.87

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>