

万华化学 (600309.SH)

强烈推荐 (维持)

全年业绩符合预期, 四季度业绩企稳回升

周期/化工
目标估值: NA
当前股价: 87.54 元

事件: 公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报, 2025 年全年实现营收 2032 亿元, 同比增长 11.63%, 归母净利润为 125 亿元, 同比下降 3.88%, 扣非后归母净利润为 121 亿元, 同比下降 9.1%, 其中四季度单季度实现营收 590.09 亿元, 同比增长 71.21%, 环比提升 10.66%, 归母净利润 33.7 亿元, 同比增长 74%, 扣非后归母净利润 30.43 亿元, 同比增长 25.17%。2026 年一季度实现营收 540 亿元, 同比提升 25.5%, 归母净利润 37 亿元, 同比提升 20.62%, 扣非后归母净利润 35.94 亿元, 同比提升 18.2%。

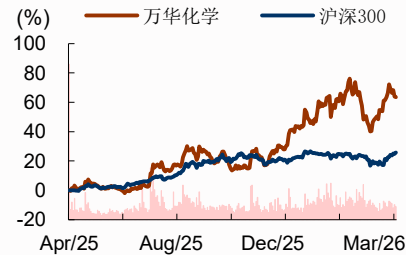
基础数据

总股本 (百万股)	3130
已上市流通股 (百万股)	3130
总市值 (十亿元)	274.0
流通市值 (十亿元)	274.0
每股净资产 (MRQ)	33.6
ROE (TTM)	10.6
资产负债率	64.6%
主要股东	烟台国丰投资控股集团有限公司
主要股东持股比例	21.65%

□ 全年业绩企稳符合预期, 四季度企稳回升。公司深入贯彻“变革年”管理主题, 以变革应对全球不确定性挑战, 持续加大研发创新投入, 深化行业整合与应用开发, 多套新装置顺利投产, 同时积极拓展全球市场空间, 提升海外本土交付和技术服务能力, 扩大全球品牌影响力, 但受化工产品价格下行影响, 归属于上市公司股东的净利润比上年同期下降 3.88%。2025 年四季度聚氨酯系列产品价格有所分化。纯 MDI 产品: 四季度下游需求有所增长, 市场均价在 18840 元/吨左右, 环比三季度有所增长。聚合 MDI 产品: 四季度是传统淡季冰冷、建筑市场需求不及预期, 市场均价在 14420 元/吨左右, 环比三季度继续下跌。TDI 产品: 三季度受部分装置不可抗力、检修等因素影响, 供应偏紧, 价格有所反弹, 但四季度很快继续下跌, 市场均价在 13895 元/吨左右。根据百川盈孚统计, 四季度丙烯价格 5972 元/吨; 苯乙烯价格 6548 元/吨; 乙烯价格 6275 元/吨; 丙烯酸价格 5852 元/吨; 纯苯价格 5351 元/吨。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	39	61
相对表现	9	35	35



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 2026 年一季度, 受油价大涨影响, 化工产品整体价格呈上涨趋势。从量上来看, 一季度聚氨酯产品产量 168 万吨, 销量 165 万吨同比提升 14%; 纯 MDI 产品: 一季度终端需求稳中向好, 供应整体偏紧, 一季度市场均价在 20,000 元/吨左右。聚合 MDI 产品: 一季度冰冷行业出口超预期, 国内市场需求稳健, 一季度市场均价在 15,500 元/吨左右。TDI 产品: 一季度下游需求整体稳定, 市场均价在 15,800 元/吨左右。软泡聚醚产品: 一季度家居行业外贸持稳, 汽车行业内销趋稳, 出口增长, 聚醚一季度市场均价在 9,500 元/吨左右。石化产品一季度实现产量 171 万吨, 销量 166 万吨, 同比提升分别为 21%、25%, 精细化学品产量 80 万吨, 销量 73 万吨, 同比提升 29%、35%。

相关报告

- 《万华化学 (600309) — 全年业绩符合预期, 四季度业绩企稳回升》 2026-03-17
- 《万华化学 (600309) — 三季度产品产销量同比提升, 业绩拐点已现》 2025-10-26
- 《万华化学 (600309) — 上半年业绩超预期, 下半年有望企稳回升》 2025-08-12

□ 给予“强烈推荐”投资评级。由于油价大幅上涨, 我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 2459 亿元、2877 亿元和 3395 亿元, 归母净利润分别为 175 亿元、193 亿元和 221 亿元, EPS 分别为 5.59 元、6.16 元和 7.06 元。当前股价对应 PE 分别为 15.7 倍、14.2 倍和 12.4 倍, 给予“强烈推荐”投资评级。

周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
赵晨曦 S1090523010001
zhaochenxi@cmschina.com.cn

□ 风险提示: 新产能投放进度低于预期, 原材料价格上涨过多, 油价剧烈波动

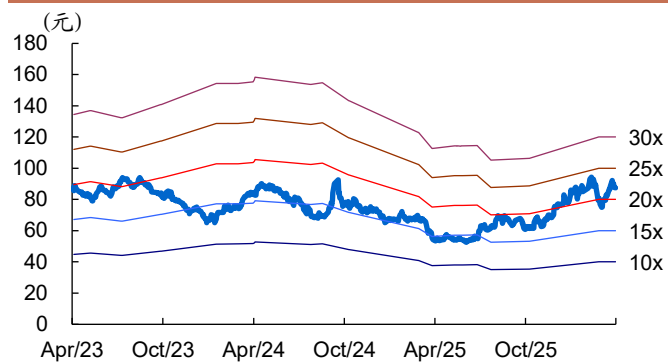
财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	182069	203235	245914	287719	339509
同比增长	4%	12%	21%	17%	18%
营业利润(百万元)	17966	16666	23185	25523	29201
同比增长	-12%	-7%	39%	10%	14%
归母净利润(百万元)	13033	12527	17509	19295	22105
同比增长	-22%	-4%	40%	10%	15%
每股收益(元)	4.16	4.00	5.59	6.16	7.06

PE	21.0	21.9	15.7	14.2	12.4
PB	2.9	2.5	2.2	2.0	1.8

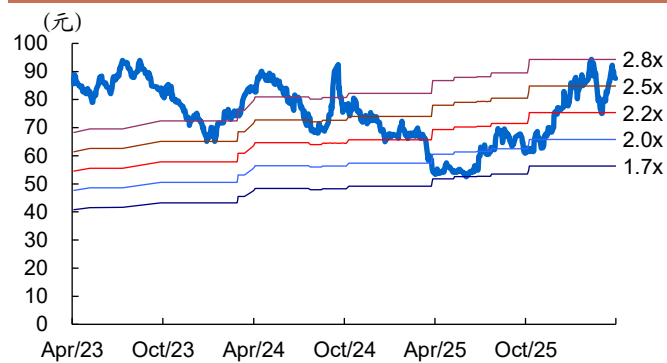
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 万华化学历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 万华化学历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	69990	81637	86327	101910	120366
现金	24533	27662	22028	26433	31119
交易性投资	78	216	216	216	216
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	12319	15873	19206	22471	26516
其它应收款	1316	1135	1373	1607	1896
存货	24107	26014	30607	36066	42759
其他	7637	10737	12896	15117	17860
非流动资产	223343	241372	273256	301195	325676
长期股权投资	9651	12885	12885	12885	12885
固定资产	118828	156906	190312	219619	245330
无形资产商誉	14167	15065	13558	12202	10982
其他	80696	56517	56501	56488	56479
资产总计	293333	323009	359583	403105	446042
流动负债	126083	132519	153383	179193	201268
短期借款	35557	27789	50881	59352	60168
应付账款	69136	76324	89799	105816	125453
预收账款	5194	5723	6734	7935	9407
其他	16196	22683	5969	6091	6240
长期负债	63750	70361	70361	70361	70361
长期借款	48176	45829	45829	45829	45829
其他	15574	24532	24532	24532	24532
负债合计	189833	202880	223744	249555	271630
股本	3140	3130	3130	3130	3130
资本公积金	1806	3726	3726	3726	3726
留存收益	89680	101449	115045	130427	148619
少数股东权益	8874	11823	13938	16268	18937
归属于母公司所有者权益	94626	108305	121901	137283	155475
负债及权益合计	293333	323009	359583	403105	446042

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	30053	33105	48014	56306	64483
净利润	14791	14040	19623	21625	24775
折旧摊销	11842	15256	20774	24719	28177
财务费用	2884	3024	5491	5938	6180
投资收益	(709)	(754)	(2137)	(2137)	(2137)
营运资金变动	1827	1912	4264	6161	7489
其它	(582)	(373)	0	0	0
投资活动现金流	(37078)	(32783)	(50520)	(50520)	(50520)
资本支出	(35830)	(30711)	(52658)	(52658)	(52658)
其他投资	(1248)	(2072)	2137	2137	2137
筹资活动现金流	6186	2144	(3128)	(1380)	(9277)
借款变动	7962	(2631)	6276	8471	816
普通股增加	0	(9)	0	0	0
资本公积增加	(10)	1919	0	0	0
股利分配	(5024)	(3768)	(3913)	(3913)	(3913)
其他	3258	6632	(5491)	(5938)	(6180)
现金净增加额	(838)	2466	(5634)	4406	4685

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	182069	203235	245914	287719	339509
营业成本	152643	175570	206568	243410	288582
营业税金及附加	1084	1287	1558	1822	2150
营业费用	1619	1630	1973	2308	2724
管理费用	3023	2802	3390	3967	4681
研发费用	4550	4865	5887	6888	8127
财务费用	2094	2080	5491	5938	6180
资产减值损失	(904)	(471)	0	0	0
公允价值变动收益	(76)	266	266	266	266
其他收益	1181	1117	1117	1117	1117
投资收益	709	754	754	754	754
营业利润	17966	16666	23185	25523	29201
营业外收入	96	327	327	327	327
营业外支出	1137	725	725	725	725
利润总额	16924	16268	22787	25125	28803
所得税	2133	2228	3165	3500	4029
少数股东损益	1758	1513	2114	2330	2669
归属于母公司净利润	13033	12527	17509	19295	22105

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	4%	12%	21%	17%	18%
营业利润	-12%	-7%	39%	10%	14%
归母净利润	-22%	-4%	40%	10%	15%
获利能力					
毛利率	16.2%	13.6%	16.0%	15.4%	15.0%
净利率	7.2%	6.2%	7.1%	6.7%	6.5%
ROE	14.2%	12.3%	15.2%	14.9%	15.1%
ROIC	9.1%	7.9%	11.1%	11.0%	11.2%
偿债能力					
资产负债率	64.7%	62.8%	62.2%	61.9%	60.9%
净负债比率	32.4%	28.0%	26.9%	26.1%	23.8%
流动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
存货周转率	6.8	7.0	7.3	7.3	7.3
应收账款周转率	17.0	14.4	14.0	13.8	13.9
应付账款周转率	2.7	2.4	2.5	2.5	2.5
每股资料(元)					
EPS	4.16	4.00	5.59	6.16	7.06
每股经营净现金	9.60	10.58	15.34	17.99	20.60
每股净资产	30.23	34.60	38.94	43.85	49.67
每股股利	1.20	1.25	1.25	1.25	1.25
估值比率					
PE	21.0	21.9	15.7	14.2	12.4
PB	2.9	2.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	15.6	14.7	9.9	8.7	7.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。