

聚氨酯全球优势凸显且石化景气上行

华泰研究

2026年4月21日 | 中国内地

年报点评

化学原料

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

113.60

万华化学发布年报与一季报, 2025 年实现营收 2032 亿元 (yoy+11.62%), 归母净利 125 亿元 (yoy-3.88%), 扣非净利 121 亿元 (yoy-9.10%)。其中 Q4 实现营收 590 亿元 (yoy+71.21%, qoq+10.66%), 归母净利 34 亿元 (yoy+73.73%, qoq+11.05%)。Q1 实现营收 541 亿元, 同环比+26%/-8.4%; 归母净利润 37 亿元, 同环比+21%/+10%。公司 Q1 归母净利润基本符合我们前瞻预期 (38 亿元)。我们认为受美以伊局势影响, 聚氨酯、烯烃等产品海外产能成本与供应不确定性将明显增加, 公司凭借供应链稳定性优势, 2026 年有望充分享受产品景气弹性。我们维持 26-27 年盈利预测, 维持“买入”评级。

庄汀洲

研究员

SAC No. S0570519040002
SFC No. BQZ933

zhuangtingzhou@htsc.com
+(86) 10 5679 3939

张雄

研究员

SAC No. S0570523100003
SFC No. BVN325

zhangxiong@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

杨文韬*

联系人

SAC No. S0570124070150

yangwentao@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

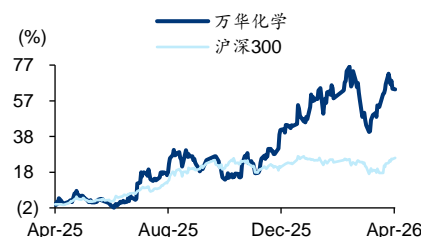
25 年景气承压致盈利略有下滑, 公司以量补价实现收入增长

2025 年公司聚氨酯销量同比+11.84%至 631 万吨, 福建 TDI 与蓬莱聚醚新增产能投产助力产销增长; 营收同比-1.04%至 751 亿元, 板块毛利率同比+0.7pct 至 26.9%。石化方面乙烯二期与蓬莱项目全面达产, 销量同比+15.82%至 633 万吨, 营收同比+16.11%至 842 亿元, 但石化产业仍处于行业周期底部运行, 毛利率同比-2.9pct 至 0.6%。2025 年公司在精细化学品及新材料板块持续加大投入, 各项业务竞争力持续提升, 全年销量同比+25.8%至 256 万吨, 营收同比+17.39%至 332 亿元, 毛利率同比-2.3pct 至 10.5%。全年公司毛利率同比-2.6pct 至 13.6%; 净利率同比-1.2pct 至 6.9%; 期间费用率同比-0.6pct 至 5.6%。

基本数据

收盘价 (人民币 截至 4 月 20 日)	87.54
市值 (人民币百万)	274,041
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	2,948
52 周价格范围 (人民币)	52.53-94.32

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万)	203,235	212,988	225,836	234,701
+/-%	11.62	4.80	6.03	3.93
归属母公司净利润 (百万)	12,527	17,786	20,795	23,216
+/-%	(3.88)	41.98	16.92	11.64
EPS (最新摊薄)	4.00	5.68	6.64	7.42
ROE (%)	11.69	14.53	15.03	15.08
PE (倍)	21.88	15.41	13.18	11.80
PB (倍)	2.53	2.24	1.99	1.80
EV EBITDA (倍)	10.37	8.58	7.28	6.18
股息率 (%)	1.43	1.94	3.08	1.94

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利能力修复叠加费用降低助力 Q1 净利环比增长

26Q1 公司聚氨酯板块销量为 168 万吨, 同环比+16%/-3%; 对应收入为 193 亿元, 同环比+5%/-3%。石化板块销量为 171 万吨, 同环比+29%/-1%; 对应收入为 205 亿元, 同环比+26%/-18%。新材料板块销量为 80 万吨, 同环比+48%/+11%; 对应收入为 103 亿元, 同环比+40%/+10%。1-2 月受行业整体景气偏弱叠加春节影响, Q1 公司销量与收入环比有所下降; 但 3 月以来公司主要产品盈利能力已大幅改善, 综合影响下 Q1 毛利率环比+0.7pct 至 14.7%。26Q1 期间费用环比 25Q4 减少 8.2 亿元, 对应费用率降低 0.4pct, 亦对公司净利增长有所助力。

公司主要产品景气维持高位且有望持续, 利润弹性有望释放

受美以伊局势影响, 海外天然气价格维持高位, 推动日韩与欧洲能源与物料成本上升, 进而带动全球聚氨酯产品价格上涨; 且沙特 Sadara 因全球供应链持续中断而停产亦加剧全球供应紧缺。石化方面则因亚洲石油短缺导致炼厂普遍降负, 烯烃供给偏紧下价格呈现宽幅上涨态势。据百川盈孚与隆众资讯, 截至 4 月 17 日, 纯 MDI/聚合 MDI/TDI 价格较 2 月底上涨 40%/36%/24% 至 2.5/1.95/1.87 万元/吨; MDI 综合价差/TDI 价差/乙烯乙烷价差/丙烯丙烷价差分别增长 4180/2544/5530/158 元/吨。我们认为海外供给压力之下, 全球聚氨酯行业有望维持景气, 公司凭借能源与原料供应稳定优势全球份额与盈利能力有望进一步提升与增厚; 烯烃方面则伴随乙烯一期进料改造完成, 有望充分享受气头乙烯利润弹性。

盈利预测与估值

我们基本维持公司 26-27 年归母净利润为 178/208 亿元, 并预计 28 年归母净利润为 232 亿元, 同比 42%/+17%/+12%, 对应 EPS 为 5.68/6.64/7.42 元。结合可比公司 26 年 Wind 一致预期平均 16xPE, 考虑公司聚氨酯产品竞争优势与景气弹性, 给予公司 26 年 20xPE, 维持目标价为 113.6 元。维持“买入”评级。

风险提示: 下游需求不及预期; 新项目进度不及预期; 国际贸易不确定性。

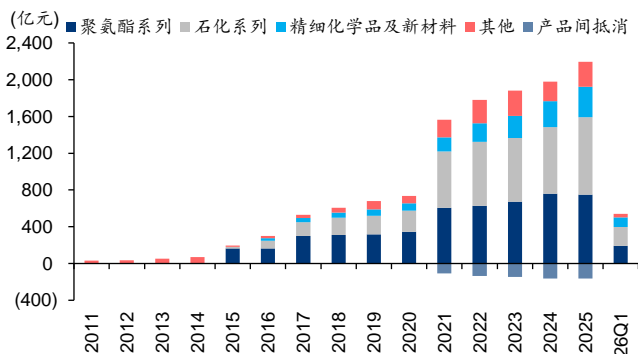
图表1: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		EPS (元)			P/E (x)		
		4月20日	4月20日	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
恒力石化	600346 CH	22.96	1,558	1.50	1.74	2.21	16	14	11
扬农化工	600486 CH	84.00	323	3.99	4.65	5.18	18	15	14
华鲁恒升	600426 CH	41.41	833	2.25	2.59	2.95	16	14	12
平均							16	14	12

注: 可比公司盈利均采用 Wind 一致预期

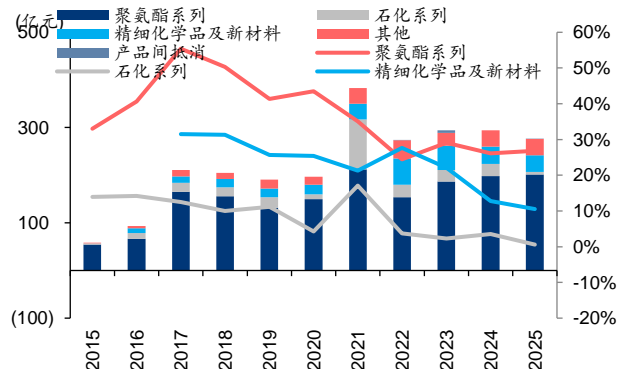
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 公司收入结构



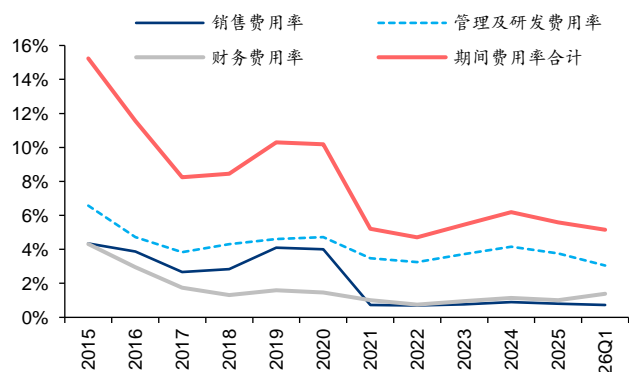
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 公司毛利结构



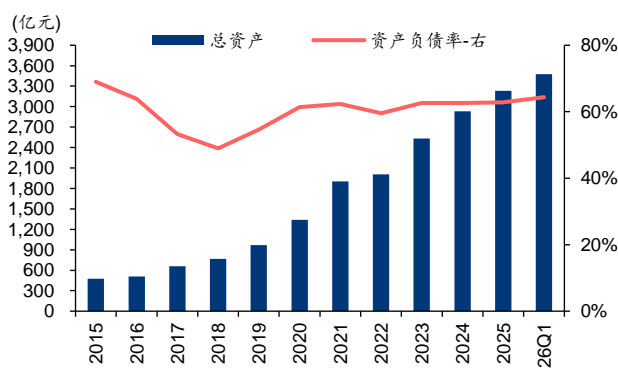
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 公司费用率情况



资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 公司资产负债情况



资料来源: Wind, 华泰研究

图表6：万华化学季度业绩拆分

	单位	24Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2E	2026Q3E
营业收入	百万元	34465	43068	47834	53324	59009	54052	54038	57217
——聚醚酯	百万元	21599	18427	18461	18255	19915	19294	20259	21451
——石化	百万元	10540	16320	18614	24385	24885	20505	23198	24563
——精细化学品	百万元	8274	7370	8258	8183	9378	10345	8509	9010
——其他	百万元	-5948	951	2501	2501	4831	3908	2071	2193
营业收入 yoy	%	-19%	-7%	-6%	6%	71%	26%	13%	7%
——聚醚酯	%	25%	5%	3%	-3%	-8%	5%	10%	18%
——石化	%	-40%	-12%	-12%	9%	136%	26%	25%	1%
——精细化学品	%	33%	21%	20%	17%	13%	40%	3%	10%
——其他	%	-431%	-76%	-50%	8%	-181%	311%	-17%	-12%
营业收入 qoq	%	-32%	25%	11%	11%	11%	-8%	0%	6%
——聚醚酯	%	15%	-15%	0%	-1%	9%	-3%	5%	6%
——石化	%	-53%	55%	14%	31%	2%	-18%	13%	6%
——精细化学品	%	18%	-11%	12%	-1%	15%	10%	-18%	6%
——其他	%	-356%	-116%	163%	0%	93%	-19%	-47%	6%
营业成本	百万元	27741	36304	42015	46515	50733	46091	45267	47930
营业成本 yoy	%	-22%	-5%	-3%	6%	83%	27%	8%	3%
营业成本 qoq	%	-37%	31%	16%	11%	9%	-9%	-2%	6%
总毛利	百万元	6724	6764	5819	6809	8276	7961	8771	9287
总毛利 yoy	%	-7%	-17%	-25%	1%	23%	18%	51%	36%
总毛利 qoq	%	-1%	1%	-14%	17%	22%	-4%	10%	6%
总毛利率	%	20%	16%	12%	13%	14%	15%	16%	16%
总毛利率 yoy	pct	3pct	-2pct	-3pct	-1pct	-5pct	-1pct	4pct	3pct
总毛利率 qoq	pct	6pct	-4pct	-4pct	1pct	1pct	1pct	2pct	0pct
费用率	%	8%	7%	4%	6%	6%	5%	5%	5%
——销售及管理费用率	%	3%	3%	2%	2%	3%	2%	2%	2%
——研发费用率	%	4%	3%	2%	2%	3%	2%	2%	2%
费用率 yoy	pct	2pct	1pct	-1pct	0pct	-2pct	-2pct	1pct	-1pct
——销售及管理费用率	pct	1pct	1pct	0pct	0pct	0pct	-1pct	0pct	0pct
——研发费用率	pct	1pct	1pct	0pct	0pct	-1pct	-1pct	0pct	0pct
费用率 qoq	pct	2pct	-1pct	-3pct	2pct	0pct	-1pct	0pct	0pct
——销售及管理费用率	pct	1pct	0pct	-1pct	0pct	1pct	-1pct	0pct	0pct
——研发费用率	pct	2pct	-1pct	-1pct	0pct	1pct	-1pct	0pct	0pct
归母净利润	百万元	1940	3082	3041	3035	3370	3718	4783	5065
归母净利润 yoy	%	-53%	-26%	-24%	4%	74%	21%	57%	67%
归母净利润 qoq	%	-34%	59%	-1%	0%	11%	10%	29%	6%
归母净利率	%	6%	7%	6%	6%	6%	7%	9%	9%
归母净利率 yoy	pct	-4pct	-2pct	-2pct	0pct	0pct	0pct	2pct	3pct
归母净利率 qoq	pct	0pct	2pct	-1pct	-1pct	0pct	1pct	2pct	0pct
EPS	元/股	0.62	0.98	0.97	0.97	1.07	1.18	1.52	1.61

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表7：万华化学年度业绩拆分

驱动概览(Driver)			2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
原油价格	Crude Oil Price	美元/桶	82	80	68	80	70	65
GDP 增速	GDP yoy	%	5.40%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
总收入增速	Revenue yoy	%	5.92%	3.83%	11.62%	4.80%	6.03%	3.93%
运营数据概览 (Operational results summary)								
收入								
聚氨酯系列	polyurethane	Rmb mn	67386	75844	75058	78880	87496	88904
yoy	yoy	%		13%	-1%	5%	11%	2%
石化系列	Petrochemicals	Rmb mn	69328	72518	84204	88735	88612	86840
yoy	yoy	%		5%	16%	5%	0%	-2%
新材料系列	NewMaterials	Rmb mn	23836	28273	33189	35373	37728	38958
yoy	yoy	%		19%	17%	7%	7%	3%
销量								
聚氨酯系列	polyurethane	万吨	489	564	631	660	730	740
yoy	yoy	%		15%	12%	5%	11%	1%
石化系列	Petrochemicals	万吨	472	547	633	687	707	707
yoy	yoy	%		16%	16%	9%	3%	0%
新材料系列	NewMaterials	万吨	159	203	256	280	310	330
yoy	yoy	%		28%	26%	9%	11%	6%
市场价格								
纯 MDI	Pure MDI	万元/吨	1.92	1.86	1.81	2.2	2.1	2
yoy	yoy	%		-3%	-3%	22%	-5%	-5%
聚合 MDI	Aggregate MDI	万元/吨	1.52	1.69	1.62	1.8	1.7	1.65
yoy	yoy	%		11%	-4%	11%	-6%	-3%
TDI	TDI	万元/吨	1.73	1.41	1.34	1.7	1.4	1.4
yoy	yoy	%		-18%	-5%	27%	-18%	0%
乙烯	ethylene	万元/吨	0.69	0.74	0.66	0.8	0.75	0.7
yoy	yoy	%		7%	-11%	21%	-6%	-7%
毛利率								
聚氨酯系列	polyurethane	%	27.69%	26.15%	26.90%	28.60%	28.60%	28.30%
石化系列	Petrochemicals	%	3.51%	3.52%	0.60%	3.00%	2.90%	2.60%
新材料系列	NewMaterials	%	21.42%	12.78%	10.50%	10.00%	10.00%	10.00%
核心财务指标(core financial indicators)								
EBIT	EBIT	Rmb mn	21561	18796	18162	24199	27707	32156
EBITDA	EBITDA	Rmb mn	32950	31818	34799	41383	46446	52367
联合营公司投资收益	Associate/JV income	Rmb mn	606	697	827	800	900	1000
净利润	Net Profit	Rmb mn	18300	14791	14040	19763	23106	25795
EPS	EPS	Rmb/sh	5.36	4.15	4.00	5.68	6.64	7.42

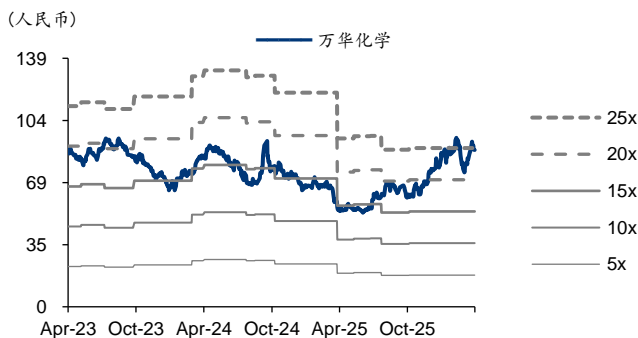
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表8: 万华化学年度预测比较

驱动概览(Driver)			2024A	2025A	YoY	2025E	A vs E
原油价格	Crude Oil Price	美元/桶	80	68	-15%	68	0%
GDP 增速	GDP yoy	%	5.00%	5%	0	5.30%	-0.30pct
总收入增速	Revenue yoy	%	3.80%	11.62%	7.82%	10.69%	0.93%
运营数据概览(Operational results summary)							
收入							
聚氨酯系列	polyurethane	Rmb mn	75844	75058	-1%	74685	0%
石化系列	Petrochemicals	Rmb mn	72518	84204	16%	84578	0%
新材料系列	NewMaterials	Rmb mn	28273	33189	17%	32378	3%
销量							
聚氨酯系列	polyurethane	万吨	564	631	12%	625	1%
石化系列	Petrochemicals	万吨	547	633	16%	645	-2%
新材料系列	NewMaterials	万吨	203	256	26%	250	2%
市场价格							
纯 MDI	Pure MDI	万元/吨	1.86	1.81	-3%	1.76	3%
聚合 MDI	Aggregate MDI	万元/吨	1.69	1.62	-4%	1.59	2%
TDI	TDI	万元/吨	1.41	1.34	-5%	1.38	-3%
乙烯	ethylene	万元/吨	0.74	0.66	-11%	0.70	-6%
毛利率							
聚氨酯系列	polyurethane	%	26.15%	26.90%	0.75pct	28.20%	-1.30pct
石化系列	Petrochemicals	%	3.52%	0.60%	-2.92pct	0.50%	0.10pct
新材料系列	NewMaterials	%	12.78%	10.50%	-2.28pct	9.20%	1.30pct
财报数据总结(financial results summary)							
总收入	Net Revenue	Rmb mn	182069	203235	12%	201539	1%
营业成本	Cost of sales	Rmb mn	152643	175570	15%	174132	1%
毛利率	Gross margin	%	16.16%	13.61%	-2.55pct	13.60%	0.01pct
销售及管理费用率	SG&A ratio	%	2.55%	2.18%	-0.37pct	2.10%	0.08pct
研发费用率	R&D ratio	%	2.50%	2.39%	-0.11pct	2.30%	0.09pct
财务费用率	Finance costs ratio	%	1.15%	1.02%	-0.13pct	1.36%	-0.34pct
营业利润	Operating profit	Rmb mn	17966	16666	-7%	16008	4%
税前利润	PBT	Rmb mn	16924	16268	-4%	15659	4%
所得税	Tax	Rmb mn	2133	2228	4%	1848	21%
少数股东损益	Minority	Rmb mn	1758	1513	-14%	1243	22%
归母净利润	Net Profit	Rmb mn	13033	12527	-4%	12567	0%
EPS	EPS	Rmb/sh	4.2	4.0	-4%	4.01	0%
核心财务指标(core financial indicators)							
EBIT	EBIT	Rmb mn	18796	18162	-3%	17861	2%
EBITDA	EBITDA	Rmb mn	31818	34799	9%	31481	11%

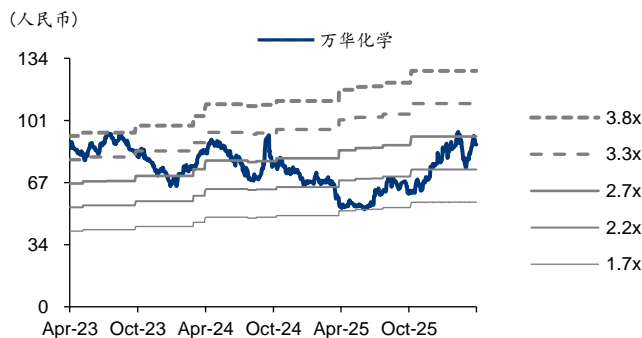
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表9: 万华化学 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表10: 万华化学 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	69,990	81,637	72,028	87,936	89,342
现金	24,533	27,662	21,299	29,072	35,655
应收账款	12,319	15,873	13,672	17,655	14,902
其他应收账款	1,316	1,135	1,433	1,290	1,540
预付账款	2,124	2,842	2,362	3,156	2,578
存货	24,107	26,014	25,152	28,652	26,556
其他流动资产	5,592	8,110	8,110	8,110	8,110
非流动资产	223,343	241,372	248,764	251,863	249,034
长期投资	9,651	12,885	15,924	19,047	22,623
固定投资	118,828	156,906	160,538	162,276	157,415
无形资产	11,971	12,771	13,292	13,778	14,043
其他非流动资产	82,892	58,810	59,010	56,761	54,953
资产总计	293,333	323,009	320,792	339,798	338,375
流动负债	126,083	132,519	122,930	133,494	125,206
短期借款	35,557	27,789	29,726	27,789	27,789
应付账款	26,612	24,548	27,679	27,241	29,112
其他流动负债	63,913	80,182	65,525	78,465	68,306
非流动负债	63,750	70,361	61,884	52,542	42,064
长期借款	48,176	45,829	37,351	28,009	17,532
其他非流动负债	15,574	24,532	24,532	24,532	24,532
负债合计	189,833	202,880	184,814	186,036	167,271
少数股东权益	8,874	11,823	13,800	16,110	18,690
股本	3,140	3,130	3,130	3,130	3,130
资本公积	1,806	3,726	3,726	3,726	3,726
留存公积	90,147	100,382	114,216	130,390	150,272
归属母公司股东权益	94,626	108,305	122,179	137,652	152,415
负债和股东权益	293,333	323,009	320,792	339,798	338,375

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	30,053	33,105	37,084	46,681	44,017
净利润	14,791	14,040	19,763	23,106	25,795
折旧摊销	13,022	16,637	17,184	18,739	20,212
财务费用	2,094	2,080	1,697	1,375	2,043
投资损失	(708.93)	(754.10)	(750.00)	(900.00)	(1,200)
营运资金变动	(961.28)	195.91	(1,016)	4,143	(3,061)
其他经营现金	1,815	906.39	205.99	218.84	227.70
投资活动现金	(37,078)	(32,783)	(23,819)	(20,931)	(16,176)
资本支出	(35,830)	(30,711)	(19,220)	(16,239)	(11,078)
长期投资	(2,185)	(2,943)	(3,039)	(3,124)	(3,575)
其他投资现金	937.18	871.07	(1,560)	(1,568)	(1,523)
筹资活动现金	6,186	2,144	(19,628)	(17,978)	(21,258)
短期借款	(7,969)	(7,768)	1,938	(1,938)	0.00
长期借款	8,365	(2,347)	(8,478)	(9,342)	(10,477)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(10.19)	1,919	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	5,800	10,340	(13,088)	(6,698)	(10,781)
现金净增加额	(821.14)	2,309	(6,363)	7,773	6,583

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	182,069	203,235	212,988	225,836	234,701
营业成本	152,643	175,570	179,229	188,470	193,388
营业税金及附加	1,084	1,287	1,278	1,355	1,408
营业费用	1,619	1,630	1,917	2,033	1,549
管理费用	3,023	2,802	2,556	2,710	2,816
财务费用	2,094	2,080	1,697	1,375	2,043
资产减值损失	(740.00)	(510.64)	(21.30)	(22.58)	(23.47)
公允价值变动收益	(76.39)	266.16	7.00	7.00	7.00
投资净收益	708.93	754.10	750.00	900.00	1,200
营业利润	17,966	16,666	23,216	26,858	30,547
营业外收入	95.55	326.93	300.00	400.00	500.00
营业外支出	1,137	724.82	800.00	700.00	700.00
利润总额	16,924	16,268	22,716	26,558	30,347
所得税	2,133	2,228	2,953	3,453	4,552
净利润	14,791	14,040	19,763	23,106	25,795
少数股东损益	1,758	1,513	1,976	2,311	2,580
归属母公司净利润	13,033	12,527	17,786	20,795	23,216
EBITDA	31,818	34,799	41,383	46,446	52,367
EPS (人民币, 基本)	4.15	3.99	5.68	6.64	7.42

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	3.83	11.62	4.80	6.03	3.93
营业利润	(11.89)	(7.23)	39.30	15.69	13.74
归属母公司净利润	(22.49)	(3.88)	41.98	16.92	11.64
获利能力 (%)					
毛利率	16.16	13.61	15.85	16.55	17.60
净利率	8.12	6.91	9.28	10.23	10.99
ROE	14.29	11.69	14.53	15.03	15.08
ROIC	8.64	7.68	9.99	11.33	12.60
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.72	62.81	57.61	54.75	49.43
净负债比率 (%)	75.55	62.35	49.46	31.34	18.03
流动比率	0.56	0.62	0.59	0.66	0.71
速动比率	0.31	0.36	0.32	0.38	0.44
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.66	0.66	0.68	0.69
应收账款周转率	16.97	14.42	14.42	14.42	14.42
应付账款周转率	7.34	6.86	6.86	6.86	6.86
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	4.16	4.00	5.68	6.64	7.42
每股经营现金流(最新摊薄)	9.60	10.58	11.85	14.91	14.06
每股净资产(最新摊薄)	30.23	34.60	39.03	43.97	48.69
估值比率					
PE (倍)	21.03	21.88	15.41	13.18	11.80
PB (倍)	2.90	2.53	2.24	1.99	1.80
EV EBITDA (倍)	11.35	10.37	8.58	7.28	6.18

免责声明

分析师声明

本人, 庄汀洲、张雄, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

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, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 万华化学（600309 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲、张雄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 万华化学（600309 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司