

万华化学 (600309.SH)

第一季度归母净利润同比增长 20.6%，看好聚氨酯景气回升

优于大市

核心观点

2025 年业绩符合预期,2026 年一季度归母净利润同比增长 20.6%。公司 2025 年营收 2032.2 亿元(同比+11.6%),归母净利润 125.3 亿元(同比-3.9%),全年销售毛利率为 13.6%(同比-2.6pcts),销售净利率为 6.9%(同比-1.2pcts),总费用率 5.6%(同比-0.6pct)。2026 年一季度营收 540.5 亿元(同比+25.5%,环比-8.4%),归母净利润 37.2 亿元(同比+20.6%,环比+10.3%),扣非归母净利润 35.9 亿元(同比+18.2%,环比+18.1%)。毛利率为 14.7%(同比-1.0pct,环比+0.7pct),净利率为 8.1%(同比+0.2pct,环比+1.4pct),总费用率 5.2%(同比-1.6pcts,环比-1.0pcts)。

2025 年聚氨酯板块产销量同比增长,受需求影响营收小幅下滑,成本管控有量毛利率同比上升。2025 年聚氨酯板块营收 750.6 亿元(同比-1.0%),产量/销量 623/631 万吨(同比+7.5%/+11.8%),毛利率 26.9%(同比-0.7pcts),2025 年全球聚氨酯及其原料产品市场消费量增速放缓,全球 MDI、TDI 消费量同 2024 年消费量基本持平,公司在确保原有装置稳定高效运行的基础上,完成了福建第二套 TDI 装置的开车,产销量同比稳步增长。2026 年一季度聚氨酯板块营收 192.9 亿元(同比+4.7%),产量/销量为 168/165 万吨(同比+14.3%/+13.8%),3 月受中东地缘冲击影响,中东/日韩等地区装置出现不可抗力及降负,欧洲地区装置成本提高,聚氨酯产品价格大幅上涨,我们看好全年聚氨酯景气回升。

石化板块仍处于行业周期底部,公司通过降本增效提升相对竞争优势。2025 年石化板块营收 842.0 亿元(同比+16.1%),毛利率 0.6%(同比-2.9pcts);2026 年一季度石化板块营收 205.1 亿元(同比+25.6%),公司一期乙烷装置实现原料多元化技术改造,原料结构优化成本下降,二期 120 万吨/年乙烯及下游高端装置顺利投产和蓬莱石化项目的全面达产,装置能耗持续降低,规模优势和产业链优势进一步凸显。

精细化学品及新材料加大研发投入,竞争力持续提升。2025 年公司研发投入 48.6 亿元(同比+6.9%),精细化学品及新材料板块营收 331.9 亿元(同比+17.4%),毛利率 10.5%(同比-2.3pcts);2026 年一季度营收 103.4 亿元(同比+40.4%)。2025 年公司实现 VA 全产业链投产,MS 装置投产,成功切入高端光学材料市场;XLPE、薄荷醇等装置一次性开车成功并稳定运行;开发多个高附加值的 POE、聚烯烃等差异化牌号产品。

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:由于原油价格上涨,以及海外装置不可抗力,公司聚氨酯产品价格上涨,我们上调公司 2026-2027 年盈利预测至 175.2/190.1 亿元(原值为 158.7/176.2 亿元),新增 2028 年盈利预测为 208.7 亿元,对应 EPS 为 5.60/6.07/6.67 元,当前股价对应 PE 为 15.6/14.4/13.1X,维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	182,069	203,235	224,777	246,806	272,745
(+/-%)	3.8%	11.6%	10.6%	9.8%	10.5%
归母净利润(百万元)	13033	12527	17522	19014	20867
(+/-%)	-22.5%	-3.9%	39.9%	8.5%	9.7%
每股收益(元)	4.15	4.00	5.60	6.07	6.67
EBIT Margin	10.5%	8.4%	11.7%	11.5%	11.3%
净资产收益率 (ROE)	13.8%	11.6%	15.3%	15.7%	16.2%
市盈率 (PE)	21.1	21.9	15.6	14.4	13.1
EV/EBITDA	15.0	14.8	11.0	10.1	9.5
市净率 (PB)	2.90	2.53	2.39	2.26	2.13

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

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	87.49 元
总市值/流通市值	273885/273885 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	3606.12 百万元

市场走势



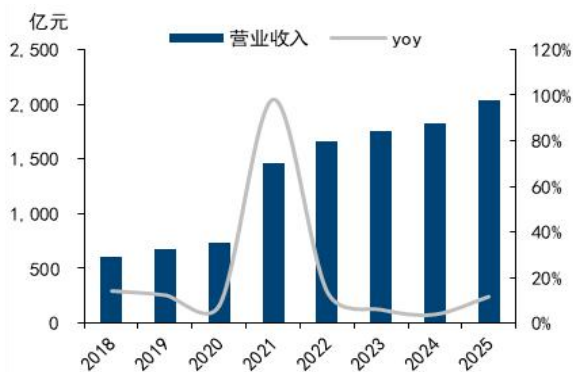
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《万华化学 (600309.SH) -2025 年盈利韧性凸显, 看好 2026 年聚氨酯、乙烯盈利提升》——2026-03-17
- 《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, 费用控制显效》——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

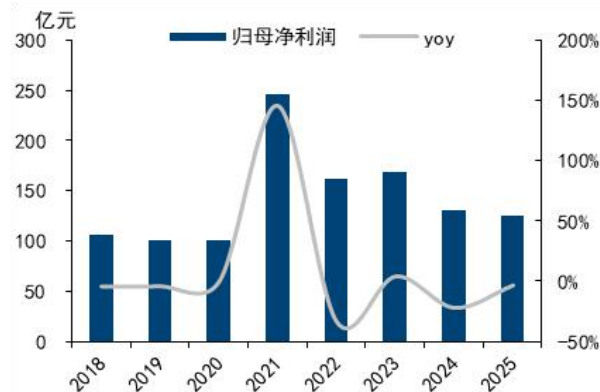
2025 年业绩符合预期，2026 年一季度归母净利润同比增长 20.6%。公司 2025 年营收 2032.2 亿元（同比+11.6%），归母净利润 125.3 亿元（同比-3.9%），全年销售毛利率为 13.6%（同比-2.6pcts），销售净利率为 6.9%（同比-1.2pcts），总费用率 5.6%（同比-0.6pct）。2026 年一季度营收 540.5 亿元（同比+25.5%，环比-8.4%），归母净利润 37.2 亿元（同比+20.6%，环比+10.3%），扣非归母净利润 35.9 亿元（同比+18.2%，环比+18.1%）。毛利率为 14.7%（同比-1.0pct，环比+0.7pct），净利率为 8.1%（同比+0.2pct，环比+1.4pct），总费用率 5.2%（同比-1.6pcts，环比-1.0pcts）。

图1: 万华化学营业收入（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）



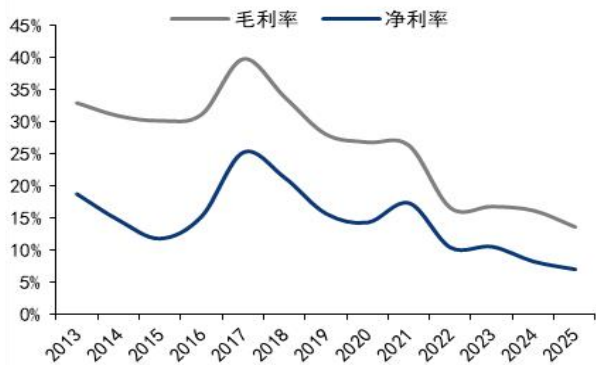
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 万华化学单季度归母净利润（亿元）



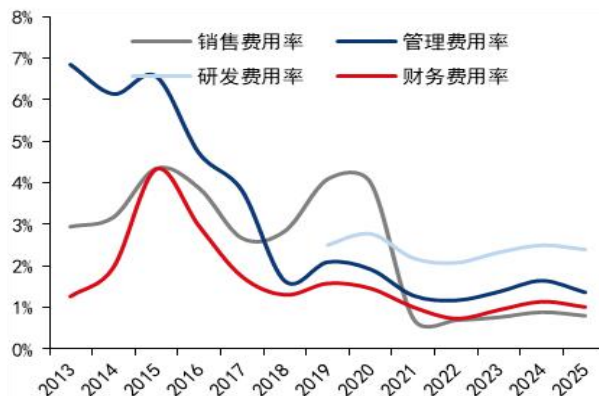
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 万华化学毛利率、净利率



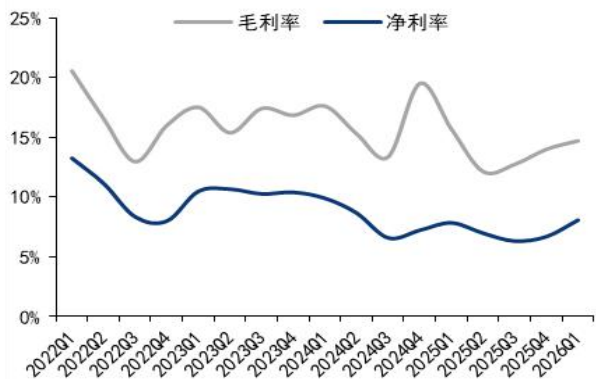
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 万华化学销售、管理、研发、财务费用率



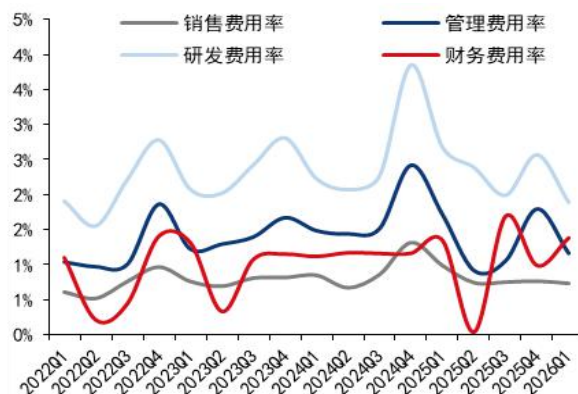
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 万华化学季度毛利率、净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 万华化学季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2025 年聚氨酯板块产销量同比增长, 受需求影响营收小幅下滑, 成本管控有量毛利率同比上升。2025 年聚氨酯板块营收 750.6 亿元 (同比-1.0%), 产量/销量 623/631 万吨 (同比+7.5%/+11.8%), 毛利率 26.9% (同比-0.7pcts), 2025 年全球聚氨酯及其原料产品市场消费量增速放缓, 全球 MDI、TDI 消费量同 2024 年消费量基本持平, 公司在确保原有装置稳定高效运行的基础上, 完成了福建第二套 TDI 装置的开车, 产销量同比稳步增长。

2026 年一季度聚氨酯板块营收 192.9 亿元 (同比+4.7%), 产量/销量为 168/165 万吨 (同比+14.3%/+13.8%), 3 月受中东地缘冲击影响, 中东/日韩等地区装置出现不可抗力及降负, 欧洲地区装置成本提高, 聚氨酯产品价格大幅上涨, 我们看好全年聚氨酯景气回升。

图9: 万华化学分板块营业收入 (亿元)



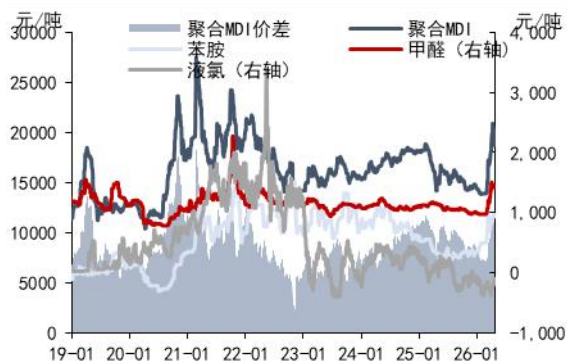
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 万华化学分板块毛利 (亿元)



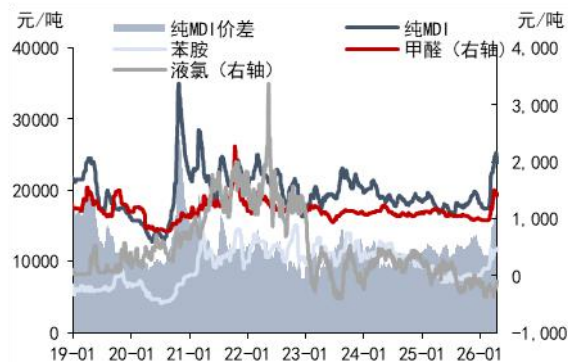
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 聚合 MDI 价格与价差 (元/吨)



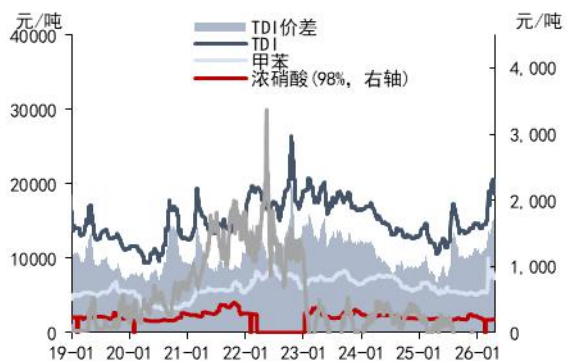
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 纯 MDI 价格与价差 (元/吨)



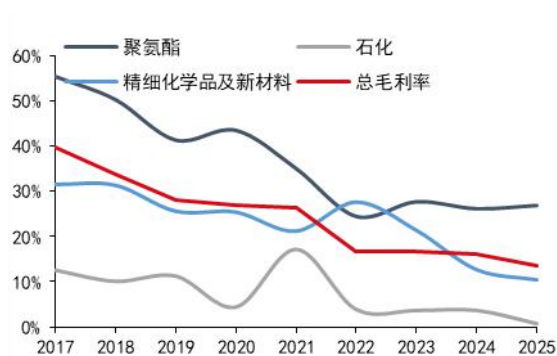
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 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14: 万华化学分板块毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

石化板块仍处于行业周期底部，公司通过降本增效提升相对竞争优势。2025 年石化板块营收 842.0 亿元（同比+16.1%），毛利率 0.6%（同比-2.9pcts）；2026 年一季度石化板块营收 205.1 亿元（同比+25.6%），公司一期乙烷装置实现原料多元化技术改造，原料结构优化成本下降，二期 120 万吨/年乙烯及下游高端装置顺利投产和蓬莱石化项目的全面达产，装置能耗物耗持续降低，规模优势和产业链优势进一步凸显。

表1: 2025 年和 2026 年一季度公司石化系列产品价格（元/吨）及同比变动情况

产品	2025 年均价（元/吨）	同比变化率	2026 年一季度均价（元/吨）	同比变化率
华东 LLDPE 膜级	7,419	-11.63%	7,325	-10.35%
华东苯乙烯	7,471	-18.89%	8,430	0.25%
山东丙烯	6,461	-6.35%	6,981	-0.01%
山东正丁醇	6,120	-21.58%	6,725	-4.87%
华北丙烯酸	6,573	3.58%	7,430	1.45%
华北丙烯酸丁酯	7,964	-12.56%	8,812	-4.61%
山东 NPG 加氢法	8,819	-14.23%	7,572	-27.73%
山东丁二烯	9,699	-17.71%		
山东 MTBE	5,243	-17.60%	5,598	-3.90%
华东乙烯法 PVC	-	-	5,415	2.48%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

精细化学品及新材料加大研发投入，竞争力持续提升。2025 年公司研发投入 48.6 亿元（同比+6.9%），精细化学品及新材料板块营收 331.9 亿元（同比+17.4%），毛利率 10.5%（同比-2.3pcts）；2026 年一季度营收 103.4 亿元（同比+40.4%）。2025 年公司实现 VA 全产业链投产，MS 装置投产，成功切入高端光学材料市场；XLPE、薄荷醇等装置一次性开车成功并稳定运行；开发多个高附加值的 POE、聚烯烃等差异化牌号产品。

投资建议：由于原油价格上涨，以及海外装置不可抗力，公司聚氨酯产品价格上涨，我们上调公司 2026-2027 年盈利预测至 175.2/190.1 亿元（原值为 158.7/176.2 亿元），新增 2028 年盈利预测为 208.7 亿元，对应 EPS 为 5.60/6.07/6.67 元，当前股价对应 PE 为 15.6/14.4/13.1X，维持“优于大市”评级。

表2: 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)
					2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	35.28	74,906.03	1.56	2.25	2.59	20.1	15.7	13.6	2.3
002493.SZ	荣盛石化	优于大市	12.38	123,669.30	0.17	0.34	0.48	73.7	36.6	26.0	2.8
600309.SH	万华化学	优于大市	87.49	273,884.96	4.15	5.60	6.07	19.2	15.6	14.4	2.5

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2026 年 4 月 21 日。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	24533	27662	25302	25832	26265	营业收入	182069	203235	224777	246806	272745
应收款项	13634	17008	17821	19568	22025	营业成本	152643	175570	187285	206083	228424
存货净额	24107	26014	28162	30758	33787	营业税金及附加	1084	1287	1424	1563	1728
其他流动资产	7716	10953	10820	11880	13652	销售费用	1619	1630	1798	1974	2182
流动资产合计	69990	81637	82105	88039	95729	管理费用	3023	2802	2848	3169	3417
固定资产	181987	191531	209894	222994	233354	研发费用	4550	4865	5170	5677	6273
无形资产及其他	11971	12771	12261	11750	11239	财务费用	2094	2080	3551	3724	3703
投资性房地产	19734	24185	24185	24185	24185	投资收益	709	754	695	719	723
长期股权投资	9651	12885	15804	18724	21748	资产减值及公允价值变动	(816)	(244)	(244)	(244)	(244)
资产总计	293333	323009	344249	365692	386255	其他收入	(3533)	(3709)	(5170)	(5677)	(6273)
短期借款及交易性金融负债	46739	44605	49495	51295	49074	营业利润	17966	16666	23153	25090	27497
应付款项	69136	76324	81669	89199	98356	营业外净收支	(1042)	(398)	(398)	(398)	(398)
其他流动负债	10208	11590	12206	13339	14788	利润总额	16924	16268	22755	24692	27099
流动负债合计	126083	132519	143370	153834	162218	所得税费用	2133	2228	3117	3382	3712
长期借款及应付债券	51576	53329	53329	53329	53329	少数股东损益	1758	1513	2116	2296	2520
其他长期负债	12174	17032	20490	23947	27871	归属于母公司净利润	13033	12527	17522	19014	20867
长期负债合计	63750	70361	73819	77276	81200	现金流量表 (百万元)					
负债合计	189833	202880	217189	231110	243418	净利润	13033	12527	17522	19014	20867
少数股东权益	8874	11823	12570	13381	14270	资产减值准备	605	(229)	142	41	34
股东权益	94626	108305	114490	121201	128567	折旧摊销	11835	15239	18308	21488	23746
负债和股东权益总计	293333	323009	344249	365692	386255	公允价值变动损失	816	244	244	244	244
关键财务与估值指标						财务费用	2094	2080	3551	3724	3703
每股收益	4.15	4.00	5.60	6.07	6.67	营运资本变动	22497	230	6732	6758	7307
每股红利	3.60	2.15	3.62	3.93	4.31	其它	(373)	928	605	770	855
每股净资产	30.14	34.60	36.57	38.72	41.07	经营活动现金流	48413	28940	43554	48315	53054
ROIC	8.29%	6.80%	10%	10%	11%	资本开支	0	(23650)	(36547)	(34363)	(33873)
ROE	13.77%	11.57%	15%	16%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	16%	14%	17%	17%	16%	投资活动现金流	(2606)	(26883)	(39466)	(37282)	(36898)
EBIT Margin	11%	8%	12%	11%	11%	权益性融资	17	5339	0	0	0
EBITDA Margin	17%	16%	20%	20%	20%	负债净变化	8365	(2347)	0	0	0
收入增长	4%	12%	11%	10%	11%	支付股利、利息	(11312)	(6738)	(11337)	(12303)	(13502)
净利润增长率	-22%	-4%	40%	9%	10%	其它融资现金流	(39108)	13904	4890	1801	(2221)
资产负债率	68%	66%	67%	67%	67%	融资活动现金流	(44984)	1072	(6448)	(10502)	(15723)
股息率	4.1%	2.5%	4.1%	4.5%	4.9%	现金净变动	823	3129	(2360)	531	433
P/E	21.1	21.9	15.6	14.4	13.1	货币资金的期初余额	23710	24533	27662	25302	25832
P/B	2.9	2.5	2.4	2.3	2.1	货币资金的期末余额	24533	27662	25302	25832	26265
EV/EBITDA	15.0	14.8	11.0	10.1	9.5	企业自由现金流	0	6560	11151	18341	23693
						权益自由现金流	0	18116	12976	16928	18276

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 ±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 ±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