

万华化学 (600309.SH) 至暗时刻已过，看好聚氨酯巨头稳定供应全球

2026年04月22日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

张晓锋（分析师）

李思佳（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

lisijia@kysec.cn

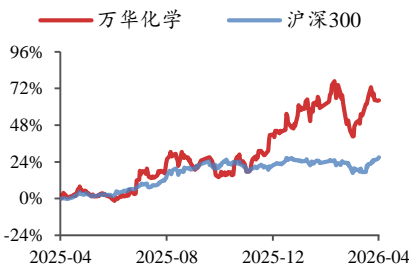
证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522080003

证书编号：S0790525070006

日期	2026/4/22
当前股价(元)	87.70
一年最高最低(元)	97.00/52.10
总市值(亿元)	2,745.42
流通市值(亿元)	2,745.42
总股本(亿股)	31.30
流通股本(亿股)	31.30
近3个月换手率(%)	77.3

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q3 业绩环比基本稳定，看好公司未来长期成长——公司信息更新报告》
-2025.10.27

《公司 Q2 业绩环比持稳，多项自研技术逐步落地——公司信息更新报告》
-2025.8.12

● Q1 业绩同环比增长，看好公司未来长期成长，维持“买入”评级

2025 年，公司实现营收 2,032.35 亿元，同比+11.62%，归母净利润 125.27 亿元，同比-3.88%。2025Q4，公司实现营收 590.09 亿元，同比+71.21%，环比+10.66%；归母净利润 33.70 亿元，同比+73.73%，环比+11.05%。2026Q1，公司实现营收 540.52 亿元，同比+25.50%，环比-8.40%；归母净利润 37.18 亿元，同比+20.62%，环比+10.32%。随着海外化工品供应扰动，公司 MDI 等主要产品价差走扩，我们上调 2026-2027 年、新增 2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 175.58 (+14.09)、194.55 (+13.31)、220.77 亿元，EPS 分别为 5.61 (+0.45)、6.21 (+0.42)、7.05 元/股，当前股价对应 PE 分别为 15.6、14.1、12.4 倍，维持“买入”评级。

● Q1 公司各板块销量同比延续增长，聚氨酯系列产品价格整体上行

2025Q4，公司聚氨酯、石化、精细化学品及新材料系列的销量分别为 173、173、72 万吨，同比+12.34%、+23.57%、+18.03%；2026Q1，公司各板块销量分别为 165、166、73 万吨，同比+13.79%、+24.81%、+35.19%。2026Q1，公司聚氨酯系列产品在成本上移、需求稳中向好带动下，整体价格呈上涨趋势，纯 MDI、聚合 MDI、TDI、软泡聚醚市场均价分别为 20,000、15,500、15,800、9,500 元/吨左右。我们认为，未来伴随地缘冲突背景下海外 MDI 等化工品供应扰动，公司 MDI、石化产品有望稳定供应全球，未来公司主要产品价差有望扩大。

● 公司石化产业链竞争力持续提升，看好公司向全球能源化工巨头持续迈进
聚氨酯板块，2025 年公司 36 万吨/年 TDI 二期项目一次开车成功，目前公司拥有 380 万吨/年 MDI、147 万吨/年 TDI 装置。石化板块，公司成功引入科威特石化工业公司作为长期战略投资者，为石化业务的全球资源整合与可持续发展注入了新动能。此外，万华四川同步推进磷酸铁锂新建、磷酸铁锂改造扩能、石墨负极新建等多个电池材料项目，为集团公司第二主业的战略布局提供坚实支撑。

● 风险提示：产能投放不及预期、下游需求放缓、产品价格大幅下滑。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	182,069	203,235	246,491	269,252	280,565
YOY(%)	3.8	11.6	21.3	9.2	4.2
归母净利润(百万元)	13,033	12,527	17,558	19,455	22,077
YOY(%)	-22.5	-3.9	40.2	10.8	13.5
毛利率(%)	16.2	13.6	13.8	14.2	14.7
净利率(%)	7.2	6.2	7.1	7.2	7.9
ROE(%)	14.3	11.7	13.8	13.7	13.7
EPS(摊薄/元)	4.16	4.00	5.61	6.21	7.05
P/E(倍)	21.1	21.9	15.6	14.1	12.4
P/B(倍)	2.9	2.5	2.2	1.9	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	69990	81637	99607	99954	108592
现金	24533	27662	33550	36648	38187
应收票据及应收账款	12319	15873	18319	19030	19889
其他应收款	1316	1135	1837	1409	1974
预付账款	2124	2842	3181	3398	3457
存货	24107	26014	34610	31358	36975
其他流动资产	5592	8110	8110	8110	8110
非流动资产	223343	241372	275274	286462	283769
长期投资	9651	12885	16753	20678	24624
固定资产	118828	156906	182257	190474	187639
无形资产	11971	12771	13292	13775	14049
其他非流动资产	82892	58810	62973	61535	57457
资产总计	293333	323009	374881	386416	392362
流动负债	126083	132519	163550	161020	152932
短期借款	35557	27789	43678	47949	44653
应付票据及应付账款	69136	76324	100968	94741	88989
其他流动负债	21390	28406	18904	18329	19290
非流动负债	63750	70361	71934	67499	59520
长期借款	51576	53329	54902	50467	42488
其他非流动负债	12174	17032	17032	17032	17032
负债合计	189833	202880	235484	228519	212452
少数股东权益	8874	11823	13534	15675	18227
股本	3140	3130	3130	3130	3130
资本公积	1806	3726	3726		3726
留存收益	90147	100382	115851	133794	155085
归属母公司股东权益	94626	108305	125863	142222	161682
负债和股东权益	293333	323009	374881	386416	392362

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	30053	33105	47932	35216	31790
净利润	14791	14040	19268	21595	24629
折旧摊销	11842	15256	15831	18745	20648
财务费用	2094	2080	-212	-142	-811
投资损失	-709	-754	-604	-639	-671
营运资金变动	-961	196	13681	-4351	-11834
其他经营现金流	2996	2288	-33	7	-171
投资活动现金流	-37078	-32783	-49003	-29185	-17169
资本支出	35830	30711	45865	26008	14009
长期投资	-2185	-2943	-3868	-3925	-3946
其他投资现金流	937	871	731	748	787
筹资活动现金流	6186	2144	-1096	-9838	-10641
短期借款	-7969	-7768	15889	4271	-3297
长期借款	11765	1753	1573	-4435	-7979
普通股增加	0	-9	0	0	0
资本公积增加	-10	1919	0	0	0
其他筹资现金流	2400	6249	-18558	-9674	635
现金净增加额	-821	2309	-2166	-3808	3981

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	182069	203235	246491	269252	280565
营业成本	152643	175570	212358	231075	239361
营业税金及附加	1084	1287	1434	1587	1683
营业费用	1619	1630	1945	2186	2309
管理费用	3023	2802	3745	3902	3956
研发费用	4550	4865	5932	6552	6593
财务费用	2094	2080	-212	-142	-811
资产减值损失	-740	-511	-604	-810	-645
其他收益	1181	1117	1080	1126	1108
公允价值变动收益	-76	266	111	96	99
投资净收益	709	754	604	639	671
资产处置收益	39	-4	16	13	16
营业利润	17966	16666	22402	25041	28778
营业外收入	96	327	133	155	178
营业外支出	1137	725	662	742	816
利润总额	16924	16268	21873	24454	28139
所得税	2133	2228	2605	2858	3510
净利润	14791	14040	19268	21595	24629
少数股东损益	1758	1513	1711	2141	2552
归属母公司净利润	13033	12527	17558	19455	22077
EBITDA	33589	35898	40778	46701	52045
EPS(元)	4.16	4.00	5.61	6.21	7.05

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	3.8	11.6	21.3	9.2	4.2
营业利润(%)	-11.9	-7.2	34.4	11.8	14.9
归属于母公司净利润(%)	-22.5	-3.9	40.2	10.8	13.5
获利能力					
毛利率(%)	16.2	13.6	13.8	14.2	14.7
净利率(%)	7.2	6.2	7.1	7.2	7.9
ROE(%)	14.3	11.7	13.8	13.7	13.7
ROIC(%)	9.6	8.4	9.3	9.8	10.6
偿债能力					
资产负债率(%)	64.7	62.8	62.8	59.1	54.1
净负债比率(%)	75.5	62.4	54.4	46.0	33.3
流动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
速动比率	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	17.0	14.4	14.4	14.4	14.4
应付账款周转率	7.3	6.9	6.9	6.9	6.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.16	4.00	5.61	6.21	7.05
每股经营现金流(最新摊薄)	9.60	10.58	15.31	11.25	10.16
每股净资产(最新摊薄)	30.23	34.60	40.21	45.43	51.65
估值比率					
P/E	21.1	21.9	15.6	14.1	12.4
P/B	2.9	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	10.8	10.1	8.9	7.8	6.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn