

公司研究 | 点评报告 | 万华化学 (600309.SH)

业绩拐点显现，景气趋势明显好转

报告要点

公司发布 2025 年报及一季报，2025 全年实现收入 2032.3 亿元（同比+11.6%），实现归属净利润 125.3 亿元（同比-3.9%），实现归属扣非净利润 121.4 亿元（同比-9.1%）。2026Q1 单季度实现收入 540.5 亿元（同比+25.5%，环比-8.4%），实现归属净利润 37.2 亿元（同比+20.6%，环比+10.3%），实现归属扣非净利润 35.9 亿元（同比+18.2%，环比+18.1%）。

分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002

SFC: BUT911



王明

SAC: S0490521030001

SFC: BVA881

业绩拐点显现，景气趋势明显好转

事件描述

公司发布 2025 年报及一季报，2025 全年实现收入 2032.3 亿元（同比+11.6%），实现归属净利润 125.3 亿元（同比-3.9%），实现归属扣非净利润 121.4 亿元（同比-9.1%）。2026Q1 单季度实现收入 540.5 亿元（同比+25.5%，环比-8.4%），实现归属净利润 37.2 亿元（同比+20.6%，环比+10.3%），实现归属扣非净利润 35.9 亿元（同比+18.2%，环比+18.1%）。公司拟每股派发现金红利 1.25 元（含税），2025 年度现金分红和回购注销金额占归属净利润 35.23%。

事件评论

- 2025 年价减量增，业绩平稳过渡。**2025 年以来，国际市场需求疲软、地缘摩擦频发等因素对化工行业造成一定负面影响。2025 年，公司聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大业务板块销量同比变化 11.9%、15.7%、26.1%，收入分别同比变化-1.0%、16.1%、17.4%。2025 年，公司期间费用率同比-0.6 pct，公司毛利率与净利率为 13.6%、6.9%，同比变化-2.6 pct、-1.2 pct。其中，万华宁波 2025 年净利润 46.1 亿元（同比-4.7%），万华福建净利润 27.1 亿元（同比-0.7%），BC 公司净利润-8.2 亿元（同比减亏）。
- 2026Q1 销量同比增幅明显，盈利提升。**2026 年以来，美伊冲突爆发引发全球化工市场动荡。2026Q1，公司聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大业务板块销量同比变化 13.8%、24.8%、35.2%，乙烯二期和蓬莱 PDH 项目投产带来石化明显量增，新材料众多产品逐步上量，环比变化-4.6%、-4.0%、1.4%，收入分别同比变化 4.7%、25.6%、40.4%，环比变化-3.1%、-17.6%、10.3%。2026Q1，公司期间费用率同比下降 1.6 pct，环比下降 1.0pct，公司 2026Q1 毛利率与净利率为 14.7%、8.1%，环比变化 0.7 pct、1.4 pct，驱动单季度归母净利润同环比提升。
- 2026Q2 以来产品价差明显扩张。**2026Q2（截至 2026.4.20，下同），MDI、TDI、聚醚价差环比变化 32.1%、26.8%、42.9%，石化板块 C3/C4 和 C2（乙烷）综合价差环比变化 0.7%、191.9%。美以伊冲突持续，国际布伦特油价大幅提升，MDI、TDI、聚醚、石化等产品在成本推高、地缘事件导致的产能供给减少，海外部分企业由于高成本减产的背景下实现盈利扩张。
- 精细化学品及新材料持续扩张。**公司持续突破精细化学品、高端化工新材料等关键技术，实现 VA 全产业链投产，正式进军营养健康领域；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。同时，开发多个高附加值的 POE、聚烯烃等差异化牌号产品，拓展细分市场。在电池材料技术研发与产业化方面，完成新型烧结装备技术产业化验证；钠电实现三代产品定型及产业化，完成客户端验证；连续石墨化及硅碳负极材料产品均实现销量突破，性能得到市场验证。
- 资本开支放缓，公司有望迎来经营效率持续改善。**公司 2024 年实际投资额 401.5 亿元，特别是大型石化项目的投资拉高整体投资规模，2025 年实际投资额 238.1 亿元，实现明显下降。2026 年公司管理主题为“提质增效”，旨在通过优化管理、技术创新、流程再造与资源重组，系统提升投资、产品、服务与管理的质量，同时提高运营效率与经济效益。
- 维持“买入”评级。**公司聚氨酯龙头地位突出，行业布局超前，石化业务逐步贡献，多点开花的化工新材料成长性十足，竞争力持续增强，公司经营质量有望持续改善。预计公司 2026-2028 年归属净利润分别为 225.6、253.7、271.2 亿元。

风险提示

- 1、下游需求恢复不及预期；
- 2、新项目进度低于预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	87.54
总股本(万股)	313,047
流通A股/B股(万股)	313,047/0
每股净资产(元)	35.59
近12月最高/最低价(元)	97.00/52.10

注：股价为 2026 年 4 月 20 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《静水流深意，长风启锦程》2026-02-14
- 《底部盘整，蓄势待发》2025-10-30
- 《至暗时刻已过，龙头腾飞在即》2025-08-21



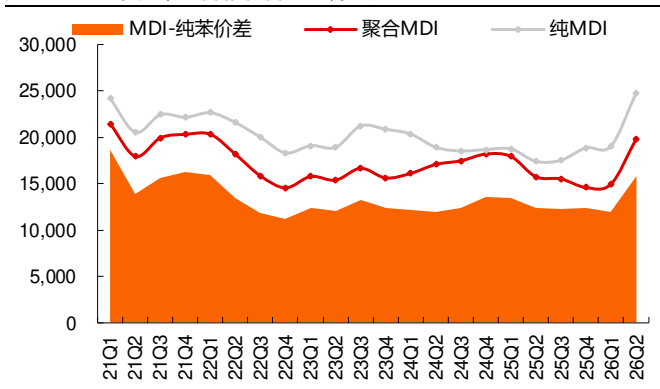
更多研报请访问
长江研究小程序

图 1: 万华化学各板块价格价差季度变化 (元/吨)

板块	产品	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	最新价格-价差	26Q1环比	26Q2环比	
		聚氨酯	聚合MDI	21370	17923	19926	20293	20288	18133	15810	14548	15770	15379	16649	15609	16103	17065	17453	18178	17922	15736	15511	14579	14946	19748	18800	2.5%
	纯MDI	24163	20542	22469	22181	22669	21589	19989	18290	19093	18910	21236	20872	20352	18909	18508	16663	18732	17380	17492	18848	19028	24780	23900	1.0%	30.2%	
	MDI-纯苯价差	18633	13924	15616	16230	15970	13408	11831	11186	12340	12113	13217	12401	12164	11939	12380	13619	13490	12366	12289	12434	11967	15803	14863	-3.8%	32.1%	
	TDI	14801	14248	14181	14628	18739	17535	17468	19052	19023	18037	18055	17163	16724	14793	13466	12880	13209	11514	14551	13847	15537	19825	18150	12.2%	27.6%	
	TDI-甲苯价差	11958	10922	10942	11125	14780	13032	12902	14948	14991	13826	13461	13117	12693	10435	9448	9464	9507	8220	11410	10874	12048	15282	14090	10.8%	26.8%	
	硬泡聚醚	15184	14415	14257	13815	11288	10917	9474	9409	9943	9789	9839	9213	8984	8977	8596	8461	7988	7336	7715	8182	9388	13269	11900	14.7%	41.3%	
	软泡聚醚	18417	16389	16526	15460	11890	11204	9502	9409	9943	9789	9839	9213	8984	8977	8596	8461	7988	7336	7715	8182	9388	13269	11900	14.7%	41.3%	
	聚醚-PO价差	3884	3733	3801	3882	3598	3418	2920	2829	2917	2926	3172	2637	2541	2404	2420	2431	2448	2084	2343	2499	2977	4253	3920	19.1%	42.9%	
	环氧丙烷	18452	16670	16557	15365	11416	10918	9382	9400	10036	9804	9524	9394	9204	9390	8823	8615	7914	7502	7675	8119	9159	12881	11400	12.8%	40.6%	
	MTBE	4960	5982	5819	6325	6953	7727	7623	7014	6828	7433	7598	6970	6666	7011	6320	5486	5847	5188	5051	4969	5505	6957	6442	10.8%	26.4%	
	新戊二醇	13130	18344	19964	16306	17366	16427	10091	9465	10464	9873	9455	9619	10075	10889	10486	9996	11048	10181	7990	6726	7680	9685	9600	14.2%	26.1%	
	正丁醇	11422	14010	14725	9625	10333	9777	7315	7773	7813	7640	8752	8415	8634	8455	7624	7315	7149	6516	6086	5498	6911	8585	8400	25.7%	24.2%	
	丙醇丁醇	9358	9598	13891	14843	14088	12748	7982	6814	7255	5995	6285	6026	6031	6527	6348	6765	7394	6911	6317	5911	7322	11304	10800	23.9%	54.4%	
	丙醇丁醇	14798	16776	18464	15585	15188	13656	9949	9115	9926	8634	9498	9012	9358	9248	8889	8803	9223	8253	7505	6839	8709	12169	11650	27.3%	39.7%	
	PVC	8396	9360	9761	11029	9086	8867	6683	6283	6440	5959	6221	5963	5717	5757	5605	5214	5020	4795	4912	4627	5259	6508	5800	13.7%	23.7%	
	苯乙烯	8068	9698	9068	8765	9229	10195	9508	8349	8475	8038	8654	8503	9006	9573	9417	8867	8419	7674	7926	6576	8450	10354	10050	28.5%	22.5%	
	EO	7597	7643	7513	8310	7645	7970	6857	6976	6676	6469	6288	6585	6661	6887	6871	6987	6960	6569	6349	5996	6252	9000	9000	4.3%	43.9%	
	LLDPE	8936	8935	8813	9865	9748	9736	8905	9071	8814	8692	8673	8705	8572	8710	8914	8979	8975	8156	7858	7612	8008	9485	9400	5.2%	18.4%	
	乙腈	967	988	992	1064	1159	1229	979	893	919	870	818	917	949	978	947	934	920	870	833	744	865	1478	1441	16.4%	70.8%	
	丙烯	7753	8166	7798	8037	8185	8258	7314	7441	7447	6734	6880	7102	6935	7014	7001	6978	6625	6497	6129	7255	9172	9060	9000	18.4%	26.4%	
	丁二烯	7378	7403	10094	6335	7995	10719	9100	7111	9085	7560	7675	9026	10287	12194	13130	11344	11841	9757	9320	7661	11981	17077	16000	56.4%	42.5%	
	乙二胺	5211	5118	5406	5656	5283	5005	4680	4203	4199	4197	4714	4632	4786	4692	4714	4523	4606	4152	4219	5554	5175	1000	1000	1.6%	31.6%	
	C3/C4综合价差 (元/吨)	5207	6157	5700	4652	4171	4074	3296	3064	3064	3872	3550	2742	2782	3203	2476	1962	2370	2001	2110	1938	2419	2437	2181	2181	24.8%	0.7%
	C2/C3综合价差 (元/吨)	3798	4074	2935	2691	1827	1930	1577	1816	1725	2417	1864	1406	1443	1770	1453	1265	1284	1216	1470	1322	1617	1036	607	607	22.3%	35.9%
	C2/C2综合价差 (元/吨)							13	519	1573	1655	711	1659	1971	2105	2405	2074	1716	1729	1561	1080	2023	5906	5734	5734	87.4%	191.9%
精细化工及新材料	PC	21022	26985	27452	25073	22313	21002	16725	16979	16111	15057	15734	15118	14797	15314	14943	14307	13989	13295	12529	12587	14551	17804	17400	15.6%	22.4%	
	PMMA	17590	17728	16546	16672	16316	16654	15763	15672	14868	14831	15327	16344	17393	19752	20203	20100	18874	16287	14107	13590	14229	19677	18800	4.7%	36.3%	
	MMA	12987	12660	13806	12652	12283	12869	11413	10605	10294	11603	11970	11365	13005	15525	15166	11620	11551	10320	9727	8413	10795	14704	14150	14.7%	36.2%	
	TPU	33424	33335	33531	33748	33256	33677	33569	33563	33300	32876	33000	33546	33457	33452	33459	33321	33321	33326	33227	33079	33249	33500	33500	0.5%	0.6%	
	HD	62556	107389	88287	84022	78256	74451	68923	62896	53404	38835	35143	37444	35330	30368	29087	29250	29250	29250	29226	26543	27233	34675	47500	2.6%	27.3%	
	IPDI	75000	76000	76000	76000	77517	79000	86600	54917	52500	50886	48538	47000	46022	40444	37000	37000	37833	50500	54000	48826	38167	40500	40500	0	-21.8%	6.1%
	纯苯	5656	7571	8027	7326	7962	9116	8290	7096	7005	6845	7608	7573	8250	8987	8527	7443	7397	6112	6038	5421	6651	8630	8650	22.7%	29.8%	
	甲苯	4902	5734	5585	6040	6827	7765	7872	7076	6952	7269	7922	6975	6950	7515	6928	5890	6384	5680	5415	5126	6014	7833	7000	17.3%	30.2%	
	动力煤	718	819	993	976	1179	1204	1265	1429	1129	914	866	958	902	848	848	823	721	632	672	765	716	761	769	769	-6.4%	6.2%
	布伦特原油	61	69	73	80	98	112	98	89	82	78	86	83	82	85	79	74	75	67	68	63	78	99	90	90	24.3%	26.9%
	丙烯	567	523	676	779	806	757	636	576	629	461	533	606	592	557	506	629	594	566	513	509	584	915	920	14.6%	56.8%	
	丁腈	522	514	690	751	813	786	635	588	647	452	533	618	605	552	597	624	584	542	488	500	580	945	950	16.0%	63.1%	
	乙腈							5337	4593	3611	3385	4050	3738	3610	3659	3217	3476	3731	3443	3342	3234	2981	2785	2730			
汇率	美元兑人民币	6	6	6	6	6	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7		

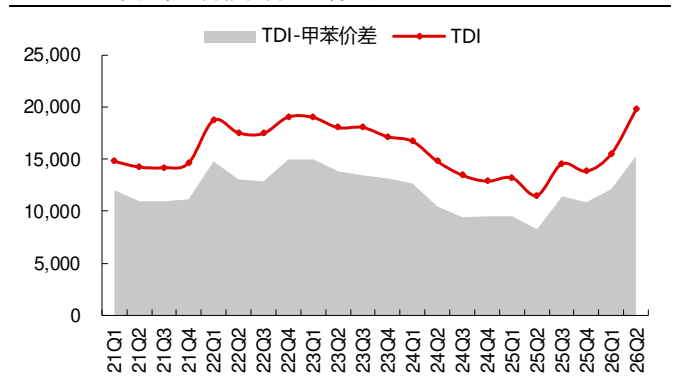
资料来源: Wind, 长江证券研究所 (26Q2 截至到 2026.4.20, 下同)

图 2: MDI 季度平均价格及价差走势 (元/吨)



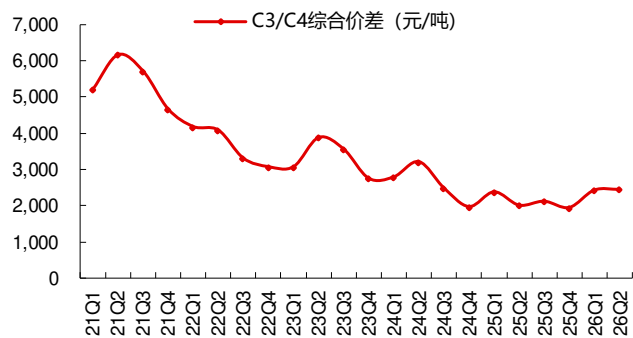
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 3: TDI 季度平均价格及价差走势 (元/吨)



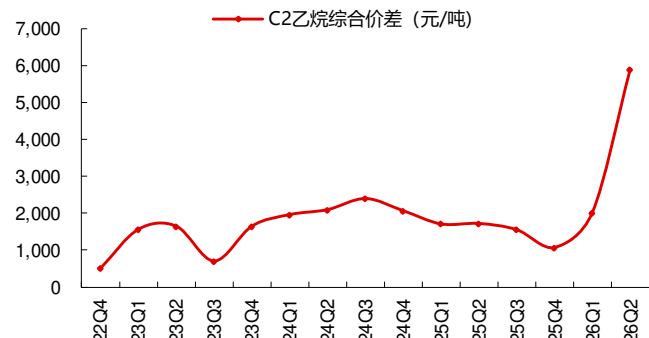
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 4: C3/C4 综合价差



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 5: C2 (乙烷) 综合价差



资料来源: Wind, 长江证券研究所

风险提示

- 1、下游需求恢复不及预期。主要产品 MDI/TDI 由于下游需求地产、家电国内外需求恢复不及预期，导致的产品价格、盈利回落，对公司经营造成影响。
- 2、新项目进度低于预期。公司在聚氨酯、石化、精细化工新材料三大业务板块持续进行投资，新项目的陆续投产放量带动公司规模持续增长，若项目建设不及预期或导致公司预期收入盈利发生变化。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	203235	210042	234114	239465	货币资金	27662	5000	11285	27485
营业成本	175570	166513	186063	189265	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	27665	43529	48051	50200	应收账款	15873	16405	18285	18703
%营业收入	14%	21%	21%	21%	存货	26014	27372	30586	31112
营业税金及附加	1287	1470	1639	1676	预付账款	2842	2696	3012	3064
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	9245	9837	10034	10078
销售费用	1630	2521	2809	2874	流动资产合计	81637	61309	73202	90442
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	12885	13085	13285	13485
管理费用	2802	4201	4682	4789	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1%	2%	2%	2%	固定资产合计	156906	177889	199471	221654
研发费用	4865	6301	7023	7184	无形资产	12771	14471	16171	17871
%营业收入	2%	3%	3%	3%	商誉	2293	2293	2293	2293
财务费用	2080	3008	2609	2242	递延所得税资产	4257	4257	4257	4257
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他非流动资产	52259	54359	56459	58559
加: 资产减值损失	-511	-5	-5	-5	资产总计	323009	327664	365139	408562
信用减值损失	43	0	0	0	短期贷款	27789	10585	0	0
公允价值变动收益	266	0	0	0	应付款项	24548	27372	30586	31112
投资收益	754	840	936	958	预收账款	0	0	0	0
营业利润	16666	28334	31858	34064	应付职工薪酬	2001	3330	3721	3785
%营业收入	8%	13%	14%	14%	应交税费	1203	3151	3512	3592
营业外收支	-398	0	0	0	其他流动负债	76978	56956	61587	62346
利润总额	16268	28334	31858	34064	流动负债合计	132519	101394	99406	100835
%营业收入	8%	13%	14%	14%	长期借款	45829	45829	45829	45829
所得税费用	2228	3542	3982	4258	应付债券	7500	7500	7500	7500
净利润	14040	24792	27876	29806	递延所得税负债	1051	1051	1051	1051
归属于母公司所有者的净利润	12527	22561	25367	27123	其他非流动负债	15981	15981	15981	15981
少数股东损益	1513	2231	2509	2683	负债合计	202880	171756	169767	171197
EPS (元)	4.00	7.21	8.10	8.66	归属于母公司所有者权益	108305	141854	178808	218119
					少数股东权益	11823	14055	16563	19246
现金流量表 (百万元)					股东权益	120129	155908	195371	237365
	2025A	2026E	2027E	2028E	负债及股东权益	323009	327664	365139	408562
经营活动现金流净额	33105	21254	42965	42075	基本指标				
取得投资收益收回现金	537	840	936	958		2025A	2026E	2027E	2028E
长期股权投资	-3233	-200	-200	-200	每股收益	4.00	7.21	8.10	8.66
资本性支出	-38878	-22000	-22000	-22000	每股经营现金流	10.58	6.79	13.72	13.44
其他	8792	-2100	-2100	-2100	市盈率	19.16	12.15	10.80	10.10
投资活动现金流净额	-32783	-23460	-23364	-23342	市净率	2.22	1.93	1.53	1.26
债券融资	4100	0	0	0	EV/EBITDA	9.53	9.17	8.15	7.45
股权融资	5339	0	0	0	总资产收益率	3.9%	6.9%	6.9%	6.6%
银行贷款增加(减少)	-10115	-17203	-10585	0	净资产收益率	11.6%	15.9%	14.2%	12.4%
筹资成本	-6738	-3253	-2732	-2533	净利率	6.2%	10.7%	10.8%	11.3%
其他	9559	0	0	0	资产负债率	62.8%	52.4%	46.5%	41.9%
筹资活动现金流净额	2144	-20456	-13317	-2533	总资产周转率	0.63	0.64	0.64	0.59
现金净流量 (不含汇率变动影响)	2466	-22662	6285	16200					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。