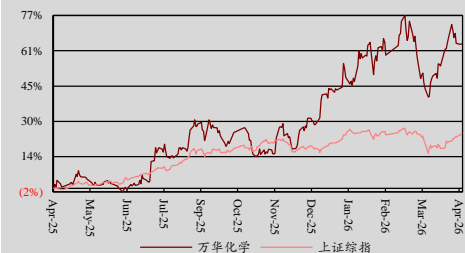


600309.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 87.70

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	13.4	13.9	2.8	62.2
相对上证综指	11.4	10.1	3.2	37.7

发行股数 (百万)	3,130.47
流通股 (百万)	3,130.47
总市值 (人民币 百万)	274,542.36
3个月日均交易额 (人民币 百万)	3,584.90
主要股东	
烟台国丰投资控股集团有限公司 (%)	21.65

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2026年4月22日收市价为标准

相关研究报告

《万华化学》20250901
 《万华化学》20250418
 《万华化学》20240815

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

基础化工: 化学制品

证券分析师: 徐中良

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524050001

证券分析师: 余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

万华化学

龙头穿越周期低谷, 新材料板块加速放量

公司2025年度, 万华化学实现营业收入2,032.35亿元, 同比增长11.63%; 实现归属于母公司股东的净利润125.27亿元, 同比下降3.88%; 扣非归母净利润121.44亿元, 同比下降9.10%。单季度看, 25Q4实现归母净利润33.70亿元, 环比+11.05%。2026年一季度, 公司营业收入540.52亿元, 同比增长25.50%, 归母净利润37.18亿元, 同比增长20.62%。看好公司在聚氨酯行业的龙头地位, 以及新材料平台型研发优势, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **一季度业绩明显修复, 财务指标稳健向好。**2025年公司销售毛利率为13.61%, 同比下滑2.55pct。管理变革初显成效, 管理费用率和销售费用率分别为1.38%和0.80%, 同比分别-0.28pct/-0.09pct。2025年公司经营活动现金流净流入331.05亿元, 同比增长10.15%。2026年一季度公司产品价格上涨, 毛利增加, 经营效益持续向好, 加权平均净资产收益率为3.38%, 同比提升0.19pct, 资产负债率为64.32%, 同比下降1.83pct。2025年四季度以来, 公司业绩稳步改善, 未来有望持续提升。
- **聚氨酯板块竞争优势凸出, 新材料板块销量快速增长。**2025年聚氨酯板块收入750.58亿元, 同比下降1.04%, 毛利率逆势上升至26.88%, 同比+0.73pct。石化板块得益于乙烯二期及蓬莱产业园新产能贡献, 收入842.04亿元, 同比增长16.11%, 受行业低景气拖累, 毛利率为0.58%。新材料与精细化学品收入331.89亿元, 同比增长17.39%, 销量同比增长25.78%。
- **新产能稳步投放, 新材料多点开花。**2025年, 聚氨酯板块, 福建36万吨TDI二期顺利达产, TDI全球产能升至147万吨, 聚氨酯行业龙头优势进一步巩固。石化板块, 公司全面完成乙烯一期装置原料多元化改造, 实现全乙烷进料。新材料板块, 电池材料快速放量, 磷酸铁锂、石墨负极等产品实现向主流电芯企业批量供应, VA全产业链、MS树脂、XLPE、薄荷醇等高端项目集中投产。公司平台化优势显现, 产品矩阵不断丰富, 产业链协同效应增强, 长期发展动力强劲。

估值

- 公司作为全球化工龙头, 穿越行业底部, 依托一体化平台以及新材料产业链布局, 有望享受“规模+结构+平台”三重成长红利, 预计2026-2028年EPS分别为5.68元、5.95元、6.84元, 当前股价对应PE为15.4倍、14.7倍、12.8倍, 看好公司聚氨酯领域的综合竞争力, 以及新材料领域的技术创新能力, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 新产能爬坡与投产进度不及预期, 产品价格大幅下行风险, 下游需求复苏不及预期, 原材料价格波动与能源成本上行, 海外拓展及供应链扰动风险、全球贸易摩擦扩大的风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	182,069	203,235	234,727	248,413	253,790
增长率(%)	3.8	11.6	15.5	5.8	2.2
EBITDA(人民币 百万)	31,230	33,249	42,437	45,629	51,155
归母净利润(人民币 百万)	13,033	12,527	17,771	18,614	21,405
增长率(%)	(22.5)	(3.9)	41.9	4.7	15.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	4.16	4.00	5.68	5.95	6.84
原预测归母净利润(人民币 百万)	/	/	17,554	17,548	/
调整幅度(%)	/	/	1.24	6.08	/
市盈率(倍)	21.1	21.9	15.4	14.7	12.8
市净率(倍)	2.9	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA(倍)	11.5	11.6	9.6	8.2	7.1
每股股息(人民币)	1.3	1.3	1.8	1.9	2.1
股息率(%)	1.8	1.6	2.0	2.1	2.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司 2025 年年报摘要

(百万元)	2025 年	2024 年	同比增长 (%)
一、营业总收入	203,234.57	182,069.12	11.63
二、营业总成本	188,234.55	165,012.88	14.07
其中：营业成本	175,569.58	152,642.58	15.02
营业税金及附加	1,287.28	1,083.75	18.78
销售费用	1,630.47	1,618.93	0.71
管理费用	2,801.99	3,022.77	(7.30)
研发费用	4,865.23	4,550.36	6.92
财务费用	2,080.00	2,094.48	(0.69)
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	266.16	(76.39)	448.42
投资收益	754.10	708.93	6.37
资产处置收益	(3.52)	39.02	(109.03)
资产减值损失	(510.64)	(740.00)	30.99
信用减值损失	42.76	(202.76)	121.09
其他收益	1,117.16	1,180.64	(5.38)
四、营业利润	16,666.04	17,965.67	(7.23)
加：营业外收入	326.93	95.55	242.15
减：营业外支出	724.82	1,137.09	(36.26)
五、利润总额	16,268.16	16,924.14	(3.88)
减：所得税	2,228.22	2,132.82	4.47
六、净利润	14,039.94	14,791.31	(5.08)
减：少数股东损益	1,512.73	1,758.25	(13.96)
七、归属母公司净利润	12,527.20	13,033.07	(3.88)

资料来源：公司公告，iFinD，中银证券

图表 2.公司 2026 年第一季度摘要

(百万元)	2026 年第一季度	2024 年第一季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	54,052.17	43,067.85	25.50
二、营业总成本	49,192.14	39,495.68	24.55
其中：营业成本	46,091.34	36,304.08	26.96
营业税金及附加	310.39	299.22	3.73
销售费用	395.47	424.29	(6.79)
管理费用	629.09	739.30	(14.91)
研发费用	1,021.23	1,150.73	(11.25)
财务费用	744.62	578.06	28.81
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	59.33	18.55	219.74
投资收益	241.66	202.83	19.15
资产处置收益	0.90	0.37	142.04
资产减值损失	82.10	(54.72)	250.03
信用减值损失	(128.99)	(145.16)	11.14
其他收益	189.75	421.78	(55.01)
四、营业利润	5,304.78	4,015.82	32.10
加：营业外收入	21.06	17.65	19.32
减：营业外支出	56.51	176.57	(68.00)
五、利润总额	5,269.33	3,856.90	36.62
减：所得税	907.67	480.08	89.07
六、净利润	4,361.67	3,376.83	29.16
减：少数股东损益	643.96	294.76	118.47
七、归属母公司净利润	3,717.71	3,082.07	20.62

资料来源：公司公告，iFinD，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	182,069	203,235	234,727	248,413	253,790
营业收入	182,069	203,235	234,727	248,413	253,790
营业成本	152,643	175,570	197,989	209,744	212,364
营业税金及附加	1,084	1,287	1,479	1,565	1,599
销售费用	1,619	1,630	1,878	1,987	2,030
管理费用	3,023	2,802	3,404	3,726	3,807
研发费用	4,550	4,865	5,633	5,962	5,583
财务费用	2,094	2,080	1,862	1,509	1,162
其他收益	1,181	1,117	1,000	1,000	1,000
资产减值损失	(740)	(511)	(550)	(700)	(500)
信用减值损失	(203)	43	(100)	(100)	(40)
资产处置收益	39	(4)	0	0	0
公允价值变动收益	(76)	266	0	0	0
投资收益	709	754	700	700	700
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	17,966	16,666	23,532	24,820	28,404
营业外收入	96	327	200	200	200
营业外支出	1,137	725	700	700	700
利润总额	16,924	16,268	23,032	24,320	27,904
所得税	2,133	2,228	3,109	3,405	3,907
净利润	14,791	14,040	19,923	20,915	23,997
少数股东损益	1,758	1,513	2,152	2,301	2,592
归母净利润	13,033	12,527	17,771	18,614	21,405
EBITDA	31,230	33,249	42,437	45,629	51,155
EPS(最新股本摊薄, 元)	4.16	4.00	5.68	5.95	6.84

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	69,990	81,637	81,505	86,779	98,046
货币资金	24,533	27,662	24,069	29,566	40,592
应收账款	12,319	15,873	16,728	16,394	17,445
应收票据	0	0	0	0	0
存货	24,107	26,014	28,983	28,114	27,337
预付账款	2,124	2,842	2,657	2,936	2,727
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	6,907	9,245	9,067	9,769	9,945
非流动资产	223,343	241,372	248,480	251,129	251,416
长期投资	10,216	13,505	13,505	13,505	13,505
固定资产	118,828	156,906	159,709	160,832	160,393
无形资产	11,971	12,771	12,832	12,993	13,053
其他长期资产	82,327	58,189	62,434	63,799	64,465
资产合计	293,333	323,009	329,985	337,908	349,462
流动负债	126,083	132,519	130,880	138,435	132,813
短期借款	35,557	27,789	28,000	28,000	28,000
应付账款	26,612	24,548	30,449	31,309	30,041
其他流动负债	63,913	80,182	72,431	79,127	74,772
非流动负债	63,750	70,361	64,605	49,873	49,739
长期借款	48,176	45,829	40,000	25,000	25,000
其他长期负债	15,574	24,532	24,605	24,873	24,739
负债合计	189,833	202,880	195,485	188,308	182,552
股本	3,140	3,130	3,130	3,130	3,130
少数股东权益	8,874	11,823	13,975	16,276	18,867
归属母公司股东权益	94,626	108,305	120,525	133,324	148,043
负债和股东权益合计	293,333	323,009	329,985	337,908	349,462

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	14,791	14,040	19,923	20,915	23,997
折旧摊销	13,022	16,637	18,743	21,000	23,288
营运资金变动	15,667	293	(2,493)	6,369	(5,159)
其他	(13,428)	2,135	994	1,922	756
经营活动现金流	30,053	33,105	37,168	50,206	42,882
资本支出	(35,830)	(30,711)	(26,100)	(24,500)	(24,000)
投资变动	(2,586)	(3,161)	0	0	0
其他	1,338	1,089	700	700	700
投资活动现金流	(37,078)	(32,783)	(25,400)	(23,800)	(23,300)
银行借款	396	(10,115)	(5,618)	(15,000)	0
股权融资	2,708	119	(5,552)	(5,815)	(6,687)
其他	3,082	12,141	(4,190)	(94)	(1,870)
筹资活动现金流	6,186	2,144	(15,360)	(20,909)	(8,557)
净现金流	(838)	2,466	(3,593)	5,497	11,026

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	3.8	11.6	15.5	5.8	2.2
营业利润增长率(%)	(11.9)	(7.2)	41.2	5.5	14.4
归属于母公司净利润增长率(%)	(22.5)	(3.9)	41.9	4.7	15.0
息税前利润增长率(%)	(10.8)	(8.8)	42.6	3.9	13.1
息税折旧前利润增长率(%)	(1.8)	6.5	27.6	7.5	12.1
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(22.5)	(3.9)	41.9	4.7	15.0
获利能力					
息税前利润率(%)	10.0	8.2	10.1	9.9	11.0
营业利润率(%)	9.9	8.2	10.0	10.0	11.2
毛利率(%)	16.2	13.6	15.7	15.6	16.3
归母净利润率(%)	7.2	6.2	7.6	7.5	8.4
ROE(%)	13.8	11.6	14.7	14.0	14.5
ROIC(%)	6.6	5.4	7.7	8.4	9.4
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
净负债权益比	0.8	0.7	0.6	0.4	0.3
流动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
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	15.0	15.0
应付账款周转率	8.8	7.9	8.5	8.0	8.3
费用率					
销售费用率(%)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
管理费用率(%)	1.7	1.4	1.5	1.5	1.5
研发费用率(%)	2.5	2.4	2.4	2.4	2.2
财务费用率(%)	1.2	1.0	0.8	0.6	0.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.2	4.0	5.7	5.9	6.8
每股经营现金流(最新摊薄)	9.6	10.6	11.9	16.0	13.7
每股净资产(最新摊薄)	30.2	34.6	38.5	42.6	47.3
每股股息	1.3	1.3	1.8	1.9	2.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	21.1	21.9	15.4	14.7	12.8
P/B(最新摊薄)	2.9	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	11.5	11.6	9.6	8.2	7.1
价格/现金流(倍)	9.1	8.3	7.4	5.5	6.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371