

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	87.49
总股本/流通股本(亿股)	31.30 / 31.30
总市值/流通市值(亿元)	2,739 / 2,739
52周内最高/最低价	94.32 / 52.53
资产负债率(%)	62.8%
市盈率	21.93
第一大股东	烟台国丰投资控股集团 有限公司

研究所

分析师: 刘海荣
SAC 登记编号: S1340525120006
Email: liuhairong@cnpsec.com
分析师: 费晨洪
SAC 登记编号: S1340525120003
Email: feichenhong@cnpsec.com

万华化学(600309)

产销保持高增长，一季度归母净利增长超 20%

● 事件

2026年4月21日，万华化学发布2025年报和2026年一季度报，2025年公司实现营业收入2032.35亿元，同比+11.62%，归母净利125.27亿元，同比-3.88%，扣非归母净利-121.44亿元，-9.10%。2026Q1实现收入540.52亿元，同比+25.50%，归母净利37.18亿元，同比+20.62%，扣非归母净利35.94亿元，同比+18.20%。

● 点评

主要产品2025年及2026Q1三大业务销量保持高增速。2025年实现聚氨酯产品销量631万吨，同比+11.88%，销售收入750.58亿元，同比-1.04%；石化产品销量633万吨，同比+15.72%，销售收入842.04亿元，同比+16.11%；精细化学品及新材料产品销量256万吨，同比+26.11%，销售收入331.89亿元，同比+17.39%。2026年一季度，聚氨酯产品销量165万吨，同比+14.29%，收入192.94亿元，同比+13.79%；石化产品销量166万吨，同比+24.81%，收入205.06亿，同比+25.65%，精细化学品及新材料板块实现销量73万吨，同比+35.19%，销售收入103.45亿元，同比+40.35%。

公司已成为全球领先的聚氨酯和石化产品供应商。截至2025年，公司MDI产能达380万吨/年，TDI产能147万吨/年，聚醚232万吨/年，公司完成了一期100万吨乙烯原料多元化改造，实现全乙烷进料，产能提升至120万吨/年，二期120万吨/年乙烯全面开车并稳定运行，石化业务竞争力显著提升。

我们预计公司2026-2028年实现归母净利，222.62、236.46、275.55亿元，对应PE 12/12/10倍，给予“买入”评级。

● 风险提示：

LPG 原料供应风险；下游需求下滑风险；新竞争者进入的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	203,235	301,765	329,856	359,595
增长率(%)	11.62	48.48	9.31	9.02
EBITDA(百万元)	34,482	55,423	59,608	88,569
归属母公司净利润(百万元)	12,527	22,262	23,646	27,555
增长率(%)	-3.88	77.71	6.22	16.53
EPS(元/股)	4.00	7.11	7.55	8.80
市盈率(P/E)	21.86	12.30	11.58	9.94
市净率(P/B)	2.53	2.23	1.97	1.73
EV/EBITDA	9.32	5.89	5.15	5.48

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	203,234.57	301,764.99	329,855.81	359,595.39	营业收入	11.62%	48.48%	9.31%	9.02%
营业成本	175,569.58	255,225.66	280,251.91	303,802.73	营业利润	-7.23%	78.53%	6.22%	16.53%
税金及附加	1,287.28	1,810.59	1,979.13	2,157.57	归属于母公司净利	-3.88%	77.71%	6.22%	16.53%
销售费用	1,630.47	3,319.41	3,628.41	3,955.55	获利能力				
管理费用	2,801.99	4,526.47	4,947.84	5,034.34	毛利率	13.61%	15.42%	15.04%	15.52%
研发费用	4,865.23	7,845.89	8,576.25	9,349.48	净利率	6.16%	7.38%	7.17%	7.66%
财务费用	2,080.00	1,597.62	1,407.62	1,244.62	ROE	11.57%	18.11%	16.99%	17.43%
资产减值损失	-510.64	-100.00	-100.00	-100.00	ROIC	6.72%	11.40%	11.53%	12.48%
营业利润	16,666.04	29,753.47	31,603.50	36,827.87	偿债能力				
营业外收入	326.93	0.00	0.00	0.00	资产负债率	62.81%	62.95%	60.04%	57.21%
营业外支出	724.82	0.00	0.00	0.00	流动比率	0.62	0.71	0.77	0.89
利润总额	16,268.16	29,753.47	31,603.50	36,827.87	营运能力				
所得税	2,228.22	4,165.49	4,424.49	5,155.90	应收账款周转率	14.42	16.39	15.04	15.02
净利润	14,039.94	25,587.98	27,179.01	31,671.97	存货周转率	7.01	7.85	6.85	6.81
归母净利润	12,527.20	22,261.55	23,645.74	27,554.61	总资产周转率	0.66	0.87	0.86	0.88
每股收益(元)	4.00	7.11	7.55	8.80	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	4.00	7.11	7.55	8.80
货币资金	27,662.04	45,929.59	55,301.33	73,923.59	每股净资产	34.60	39.26	44.45	50.50
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
应收票据及应收	15,872.97	20,955.90	22,906.65	24,971.90	PE	21.86	12.30	11.58	9.94
预付款项	2,842.33	3,828.38	4,203.78	4,557.04	PB	2.53	2.23	1.97	1.73
存货	26,014.21	38,992.81	42,816.26	46,414.31	现金流量表				
流动资产合计	81,636.79	120,149.42	136,690.57	163,192.90	净利润	14,039.94	25,587.98	27,179.01	31,671.97
固定资产	156,906.24	160,656.66	162,032.07	161,032.48	折旧和摊销	16,637.06	24,071.74	26,596.74	29,121.74
在建工程	34,624.74	42,624.74	47,624.74	50,624.74	营运资本变动	325.30	22,298.67	5,412.16	3,865.71
无形资产	12,771.49	13,032.87	13,244.25	13,405.63	其他	2,102.89	560.35	188.19	-93.77
非流动资产合计	241,372.23	252,459.82	258,293.08	259,601.34	经营活动现金流净	33,105.19	72,518.75	59,376.10	64,565.65
资产总计	323,009.02	372,609.24	394,983.65	422,794.24	资本开支	-30,198.84	-34,530.00	-31,530.00	-29,530.00
短期借款	27,788.70	22,788.70	17,788.70	12,788.70	其他	-2,583.86	193.93	319.42	438.38
应付票据及应付	76,323.92	113,433.63	124,556.40	135,023.43	投资活动现金流净	-32,782.71	-34,336.07	-31,210.58	-29,091.62
其他流动负债	28,406.19	33,223.12	34,681.90	35,960.65	股权融资	5,338.64	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	132,518.81	169,445.45	177,027.01	183,772.79	债务融资	6,070.13	-10,651.01	-10,000.00	-7,000.00
其他	70,361.46	65,117.04	60,117.04	58,117.04	其他	-9,264.89	-9,171.80	-8,793.77	-9,851.78
非流动负债合计	70,361.46	65,117.04	60,117.04	58,117.04	筹资活动现金流净	2,143.88	-19,822.81	-18,793.77	-16,851.78
负债合计	202,880.27	234,562.48	237,144.04	241,889.82	现金及现金等价物净增	2,309.07	18,267.54	9,371.75	18,622.26
股本	3,130.47	3,130.47	3,130.47	3,130.47					
资本公积金	3,725.69	3,725.69	3,725.69	3,725.69					
未分配利润	97,558.68	109,434.88	122,147.60	136,961.86					
少数股东权益	11,823.28	15,149.72	18,682.99	22,800.35					
其他	3,890.62	6,606.00	10,152.86	14,286.05					
所有者权益合计	120,128.74	138,046.76	157,839.61	180,904.42					
负债和所有者权益	323,009.02	372,609.24	394,983.65	422,794.24					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本 61.68 亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底，公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部)，1 家资产管理分公司和 1 家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048