

# 逆风已过，有望迎来格局降本景气三重提升

## 核心观点

- **2025 年业绩小幅下滑：**公司 2025 年全年实现营业收入 2032.35 亿元，同比增长 11.6%，归母净利润 125.27 亿元，同比下降 3.9%。业绩下滑的主要原因有两点：1) 受二季度美国发起的关税争端影响，多数化工品景气度大幅恶化，公司也随之受损；2) 公司多套大型装置投产，初期费用较多。乙烯装置停车技改，使产销受到影响。
- **竞争优势提升奠定业绩改善基础：**公司过去几年聚氨酯、石化、特种化学品与新材料三大板块产能均有较大扩张，但受到美国关税扰动、全球宏观不佳、行业供给高速增长等问题，导致业绩表现不佳。但我们认为 2025 年是公司关键的变革年，整体从投资思维向经营思维转变。这驱动公司利用聚氨酯板块的较大竞争优势，通过良好的格局开始谋求更多利润。同时，2025 年还完成了乙烯项目的原料适应性改造，使得石化板块的竞争力获得台阶式提升。我们认为这些都为公司未来业绩改善奠定了重要基础。
- **中东冲突加速景气提升：**我们在近期深度报告《中东变局对化工：短中长期三维影响》和《中东变局对化工之二：冲突加速景气修复趋势》中分析认为中东冲突通过更大级别的供给限制，加速了下游对高价的接受度，加速了高库存的去化，催化化工行业景气度快速提升。而中长期结果也会与 2022 年俄乌冲突后类似，即欧洲日韩等传统化工强国的竞争力会进一步削弱。这将使万华化学这样的国内化工龙头企业持续受益。

## 盈利预测与投资建议

- 结合近期行业变化，我们主要调整了聚氨酯和新材料板块价格、石化板块开工率与价格等假设，调整公司 2026-2027 年每股盈利 EPS 预测为 6.42、7.22 元（原预测 5.25、6.41 元），并添加 2028 年 EPS 预测为 7.74 元。2026 年可比公司 PE 估值为 16 倍，由于万华的长期 ROE 和历史成长性更为突出，维持 15% 估值溢价，对应 2026 年 18 倍 PE，给予目标价 115.50 元，维持买入评级。

## 风险提示

- 宏观经济风险；原油价格波动风险；新项目进展风险；产能统计偏差风险；假设条件变化影响测算结果。

## 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	182,069	203,235	215,077	226,582	237,869
同比增长(%)	3.8%	11.6%	5.8%	5.3%	5.0%
营业利润(百万元)	17,966	16,666	26,576	29,869	31,979
同比增长(%)	-11.9%	-7.2%	59.5%	12.4%	7.1%
归属母公司净利润(百万元)	13,033	12,527	20,087	22,614	24,233
同比增长(%)	-22.5%	-3.9%	60.3%	12.6%	7.2%
每股收益(元)	4.16	4.00	6.42	7.22	7.74
毛利率(%)	16.2%	13.6%	18.5%	18.8%	18.9%
净利率(%)	7.2%	6.2%	9.3%	10.0%	10.2%
净资产收益率(%)	14.2%	12.3%	17.0%	16.3%	15.0%
市盈率	21.0	21.9	13.6	12.1	11.3
市净率	2.9	2.5	2.2	1.8	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2026 年 04 月 24 日)	89.54 元
目标价格	115.50 元
52 周最高价/最低价	97/52.1 元
总股本/流通 A 股 (万股)	313,047/313,047
A 股市值 (百万元)	280,302
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2026 年 04 月 26 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	2.02	19.18	6.28	66.64
相对表现%	1.16	12.6	4.86	40.61
沪深 300%	0.86	6.58	1.42	26.03



## 证券分析师

倪吉 执业证书编号：S0860517120003  
 nijie@orientsec.com.cn  
 021-63326320

## 相关报告

二季度业绩环比持平，治理改善见成效	2025-08-12
景气度与资产减值拖累业绩，贸易争端带来压力	2025-04-19
万华化学系列十二：重大拐点或将至	2025-01-18

**表 1：可比公司估值（截止 2026 年 4 月 24 日）**

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
华鲁恒升	1.84	1.56	2.26	2.59	20.47	24.09	16.68	14.51
荣盛石化	0.07	0.17	0.34	0.48	167.03	72.08	35.79	25.39
卫星化学	1.80	1.58	2.51	2.80	15.38	17.59	11.05	9.89
扬农化工	2.97	3.17	3.99	4.64	24.43	22.84	18.16	15.62
新和成	1.91	2.20	2.75	2.91	18.22	15.81	12.65	11.95
恒力石化	1.00	1.01	1.52	1.78	23.43	23.32	15.45	13.21
调整后平均						<b>22.00</b>	<b>16.00</b>	<b>14.00</b>

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	24,533	27,662	33,584	58,752	83,265	营业收入	182,069	203,235	215,077	226,582	237,869
应收票据、账款及款项融资	13,618	18,650	17,128	19,088	20,270	营业成本	152,643	175,570	175,238	183,965	192,835
预付账款	2,124	2,842	2,739	2,899	3,133	销售费用	1,619	1,630	1,871	1,813	1,903
存货	24,107	26,014	26,146	27,920	28,870	管理费用	3,023	2,802	3,334	3,172	3,330
其他	5,608	6,468	6,652	6,763	6,763	研发费用	4,550	4,865	5,377	5,211	5,471
<b>流动资产合计</b>	<b>69,990</b>	<b>81,637</b>	<b>86,250</b>	<b>115,423</b>	<b>142,301</b>	财务费用	2,094	2,080	3,031	2,780	2,532
长期股权投资	9,651	12,885	12,885	12,885	12,885	资产、信用减值损失	943	468	422	471	447
固定资产	118,828	156,906	174,403	183,839	188,728	公允价值变动收益	(76)	266	266	266	266
在建工程	60,082	31,112	22,477	19,023	17,641	投资净收益	709	754	754	754	754
无形资产	11,971	12,771	12,163	11,555	10,947	其他	136	(174)	(249)	(322)	(393)
其他	22,810	27,698	26,288	26,271	26,254	<b>营业利润</b>	<b>17,966</b>	<b>16,666</b>	<b>26,576</b>	<b>29,869</b>	<b>31,979</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>223,343</b>	<b>241,372</b>	<b>248,215</b>	<b>253,573</b>	<b>256,456</b>	营业外收入	96	327	327	327	327
<b>资产总计</b>	<b>293,333</b>	<b>323,009</b>	<b>334,465</b>	<b>368,996</b>	<b>398,757</b>	营业外支出	1,137	725	725	725	725
短期借款	35,557	27,789	27,789	27,789	27,789	<b>利润总额</b>	<b>16,924</b>	<b>16,268</b>	<b>26,178</b>	<b>29,471</b>	<b>31,581</b>
应付票据及应付账款	69,136	76,324	70,101	78,963	81,246	所得税	2,133	2,228	3,665	4,126	4,421
其他	21,390	28,406	28,740	29,064	29,382	<b>净利润</b>	<b>14,791</b>	<b>14,040</b>	<b>22,513</b>	<b>25,345</b>	<b>27,160</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>126,083</b>	<b>132,519</b>	<b>126,629</b>	<b>135,815</b>	<b>138,417</b>	少数股东损益	1,758	1,513	2,426	2,731	2,926
长期借款	48,176	45,829	45,829	45,829	45,829	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>13,033</b>	<b>12,527</b>	<b>20,087</b>	<b>22,614</b>	<b>24,233</b>
应付债券	3,400	7,500	3,400	3,400	3,400	每股收益(元)	4.16	4.00	6.42	7.22	7.74
其他	12,174	17,032	17,032	17,032	17,032						
<b>非流动负债合计</b>	<b>63,750</b>	<b>70,361</b>	<b>66,261</b>	<b>66,261</b>	<b>66,261</b>						
<b>负债合计</b>	<b>189,833</b>	<b>202,880</b>	<b>192,891</b>	<b>202,076</b>	<b>204,678</b>						
少数股东权益	8,874	11,823	14,249	16,980	19,906						
实收资本(或股本)	3,140	3,130	3,130	3,130	3,130						
资本公积	1,806	3,726	3,726	3,726	3,726						
留存收益	90,147	100,382	120,469	143,083	167,317						
其他	(467)	1,067	0	0	0						
<b>股东权益合计</b>	<b>103,500</b>	<b>120,129</b>	<b>141,574</b>	<b>166,919</b>	<b>194,079</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>293,333</b>	<b>323,009</b>	<b>334,465</b>	<b>368,996</b>	<b>398,757</b>						

  

现金流量表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	14,791	14,040	22,513	25,345	27,160
折旧摊销	10,230	14,879	16,422	19,251	21,751
财务费用	2,094	2,080	3,031	2,780	2,532
投资损失	(709)	(754)	(754)	(754)	(754)
营运资金变动	15,689	32	(4,580)	5,180	236
其它	(12,042)	2,828	482	205	181
<b>经营活动现金流</b>	<b>30,053</b>	<b>33,105</b>	<b>37,113</b>	<b>52,008</b>	<b>51,105</b>
资本支出	(43,788)	(24,571)	(25,080)	(25,080)	(25,080)
长期投资	(2,606)	(3,233)	0	0	0
其他	9,316	(4,979)	1,020	1,020	1,020
<b>投资活动现金流</b>	<b>(37,078)</b>	<b>(32,783)</b>	<b>(24,060)</b>	<b>(24,060)</b>	<b>(24,060)</b>
债权融资	16,203	7,259	(4,100)	0	0
股权融资	(10)	1,910	0	0	0
其他	(10,007)	(7,025)	(3,031)	(2,780)	(2,532)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>6,186</b>	<b>2,144</b>	<b>(7,131)</b>	<b>(2,780)</b>	<b>(2,532)</b>
汇率变动影响	17	(157)	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>(821)</b>	<b>2,309</b>	<b>5,922</b>	<b>25,168</b>	<b>24,513</b>

  

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.8%	11.6%	5.8%	5.3%	5.0%
营业利润	-11.9%	-7.2%	59.5%	12.4%	7.1%
归属于母公司净利润	-22.5%	-3.9%	60.3%	12.6%	7.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.2%	13.6%	18.5%	18.8%	18.9%
净利率	7.2%	6.2%	9.3%	10.0%	10.2%
ROE	14.2%	12.3%	17.0%	16.3%	15.0%
ROIC	9.0%	7.7%	11.2%	11.3%	10.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.7%	62.8%	57.7%	54.8%	51.3%
净负债率	71.3%	58.5%	42.6%	21.0%	5.4%
流动比率	0.56	0.62	0.68	0.85	1.03
速动比率	0.36	0.42	0.47	0.64	0.82
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	17.0	14.4	14.3	15.0	14.4
存货周转率	6.8	7.0	6.7	6.8	6.8
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	4.16	4.00	6.42	7.22	7.74
每股经营现金流	9.57	10.58	11.86	16.61	16.33
每股净资产	30.23	34.60	40.67	47.90	55.64
<b>估值比率</b>					
市盈率	21.0	21.9	13.6	12.1	11.3
市净率	2.9	2.5	2.2	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.9	10.7	7.8	6.9	6.4
EV/EBIT	17.9	19.2	12.1	11.0	10.4

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或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（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。