

# 万华化学 (600309.SH)

## 净利润同环比改善, 行业景气回升

**事件:** 公司发布 2025 年度报告及 2026 一季报, 2025 年营收体量稳健增长, 2026Q1 净利润同环比持续改善。

✓ **2025 年报:** 公司实现营业总收入 2032.35 亿元, 同比+11.62%; 实现归母净利润 125.27 亿元, 同比-3.88%; 实现扣非归母净利润 121.44 亿元, 同比-9.10%;

✓ **2026Q1:** 公司实现营业总收入 540.52 亿元, 同比+25.50%、环比-8.40%; 实现归母净利润 37.18 亿元, 同比+20.62%、环比+10.32%; 实现扣非归母净利润 35.94 亿元, 同比+18.20%、环比+18.10%。

**产品矩阵扩张, 销量稳健增长。** 2025 年公司整体产品销量稳健增长, 各板块产能扩张, 产品品类持续丰富, 一体化龙头研发平台加速形成。

✓ **聚氨酯系列:** 截至 2025 年末, 公司拥有 380 万吨/年 MDI、147 万吨/年 TDI 装置, 聚醚业务总产能达到 232 万吨/年, 是目前全球领先的 MDI、TDI、聚醚多元醇供应商。2025 年聚氨酯板块产销量分别为 623、631 万吨, 同比+7.46%、11.84%; 实现营收 750.58 亿元, 同比-1.04%; 毛利率 26.88%, 同比+0.73pct;

✓ **石化系列:** 公司烟台基地乙烯产能一期 100 万吨/年乙烯装置原料多元化改造全面完成, 实现全乙烷进料, 产能提升至 120 万吨/年, 成本与低碳优势显著增强; 二期 120 万吨/年乙烯及下游高端装置顺利实现全面开车并稳定运行。2025 年石化板块产销量分别为 647、633 万吨, 同比+19.09%、15.82%; 实现营收 842.04 亿元, 同比+16.11%; 毛利率 0.58%, 同比-2.94pct;

✓ **精细化学品及新材料系列:** 公司布局功能化学品分公司、新材料事业部、表面材料事业部、高性能聚合物事业部、氯产品事业部、营养科技有限公司、电池科技有限公司等业务单元, 产品矩阵全面。2025 年精细化学品及新材料板块产销量分别为 254、256 万吨, 同比+21.81%、25.78%; 实现营收 331.89 亿元, 同比+17.39%; 毛利率 10.53%, 同比-2.25pct。

**盈利预测:** 公司是聚氨酯龙头企业, 布局石化、新材料领域持续成长。预计公司 2026-2028 年营业总收入分别为 2455.13/2556.21/2643.54 亿元, 归母净利润分别为 171.40/195.86/210.67 亿元, 对应 PE 分别为 16.4/14.3/13.3 倍。维持“买入”评级。

**风险提示:** 原材料价格超预期波动, 产品供求格局超预期恶化, 环保及安全生产风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	182,069	203,235	245,513	255,621	264,354
增长率 yoy (%)	3.8	11.6	20.8	4.1	3.4
归母净利润 (百万元)	13,033	12,527	17,140	19,586	21,067
增长率 yoy (%)	-22.5	-3.9	36.8	14.3	7.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	4.16	4.00	5.48	6.26	6.73
净资产收益率 (%)	13.8	11.6	14.4	14.7	14.3
P/E (倍)	21.5	22.4	16.4	14.3	13.3
P/B (倍)	3.0	2.6	2.3	2.1	1.9

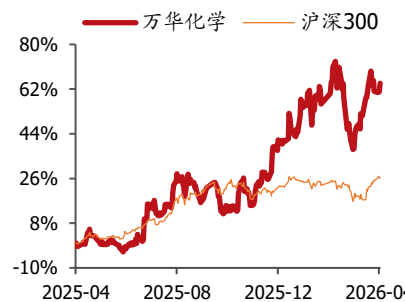
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 24 日收盘价

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	化学制品
前次评级	买入
04 月 24 日收盘价 (元)	89.54
总市值 (百万元)	280,302.43
总股本 (百万股)	3,130.47
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	35.98

#### 股价走势



#### 作者

分析师 尹乐川

执业证书编号: S0680523110002

邮箱: yinlechuan@gszq.com

#### 相关研究

- 《万华化学 (600309.SH): 一季度彰显盈利韧性, 高端聚烯烃项目即将落地》 2024-04-27
- 《万华化学 (600309.SH): 全年业绩稳健, 高端新材料未来成长可期》 2024-03-19
- 《万华化学 (600309.SH): Q3 盈利环比略有下滑, 新材料步入收获期》 2023-10-16

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	69990	81637	130350	170915	213828
现金	24533	27662	67628	105388	146716
应收票据及应收账款	12319	15873	17893	19297	19611
其他应收款	1316	1135	1573	1532	1639
预付账款	2124	2842	3167	3410	3446
存货	24107	26014	32203	32878	34117
其他流动资产	5592	8110	7886	8409	8298
<b>非流动资产</b>	223343	241372	241102	241102	241102
长期投资	9651	12885	12885	12885	12885
固定资产	118828	156906	156906	156906	156906
无形资产	11971	12771	12771	12771	12771
其他非流动资产	82892	58810	58539	58539	58539
<b>资产总计</b>	293333	323009	371451	412016	454929
<b>流动负债</b>	126083	132519	152119	144967	146212
短期借款	35557	27789	28841	18596	16110
应付票据及应付账款	69136	76324	93383	95894	99216
其他流动负债	21390	28406	29896	30478	30886
<b>非流动负债</b>	63750	70361	68881	69455	77741
长期借款	48176	45829	44593	45167	53453
其他非流动负债	15574	24532	24288	24288	24288
<b>负债合计</b>	189833	202880	221000	214422	223954
少数股东权益	8874	11823	14014	16447	19102
股本	3140	3130	3130	3130	3130
资本公积	1806	3726	3726	3726	3726
留存收益	90147	100382	112076	125544	140030
归属母公司股东权益	94626	108305	119376	132844	147330
<b>负债和股东权益</b>	293333	323009	371451	412016	454929

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	30053	33105	48357	41622	44898
净利润	14791	14040	19331	22020	23722
折旧摊销	13022	16637	18301	19216	18831
财务费用	2884	3024	0	0	0
投资损失	-709	-754	-933	-960	-999
营运资金变动	-333	325	10419	288	2146
其他经营现金流	398	-167	1240	1059	1198
<b>投资活动现金流</b>	-37078	-32783	-1973	-1540	-1364
资本支出	-35360	-30199	-696	-548	-621
长期投资	-2185	-3055	-2198	-1952	-1743
其他投资现金流	467	472	920	960	999
<b>筹资活动现金流</b>	6186	2144	-6326	-2323	-2205
短期借款	-7969	-7768	1052	-10245	-2485
长期借款	8365	-2347	-1236	574	8286
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	5800	10349	-6141	7349	-8007
<b>现金净增加额</b>	-821	2309	39966	37760	41329

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	182069	203235	245513	255621	264354
营业成本	152643	175570	210404	218301	224700
营业税金及附加	1084	1287	1508	1595	1637
营业费用	1619	1630	2076	1278	1779
管理费用	3023	2802	2946	3296	2908
研发费用	4550	4865	5401	5112	5287
财务费用	2094	2080	2152	2099	2105
资产减值损失	-740	-511	-527	-584	-620
其他收益	1181	1117	1471	1468	1551
公允价值变动收益	-76	266	52	73	43
投资净收益	709	754	933	960	999
资产处置收益	39	-4	24	10	18
<b>营业利润</b>	17966	16666	22977	25869	27929
营业外收入	96	327	211	269	240
营业外支出	1137	725	931	828	879
<b>利润总额</b>	16924	16268	22258	25310	27290
所得税	2133	2228	2927	3290	3568
<b>净利润</b>	14791	14040	19331	22020	23722
少数股东损益	1758	1513	2190	2434	2655
<b>归属母公司净利润</b>	13033	12527	17140	19586	21067
EBITDA	32817	34482	42711	46624	48227
EPS (元/股)	4.16	4.00	5.48	6.26	6.73

**比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	3.8	11.6	20.8	4.1	3.4
营业利润(%)	-11.9	-7.2	37.9	12.6	8.0
归属母公司净利润(%)	-22.5	-3.9	36.8	14.3	7.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	16.2	13.6	14.3	14.6	15.0
净利率(%)	7.2	6.2	7.0	7.7	8.0
ROE(%)	13.8	11.6	14.4	14.7	14.3
ROIC(%)	8.3	6.7	8.8	9.6	9.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	64.7	62.8	59.5	52.0	49.2
净负债比率(%)	77.6	67.7	30.4	-4.6	-25.5
流动比率	0.6	0.6	0.9	1.2	1.5
速动比率	0.3	0.4	0.6	0.9	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	17.0	14.4	14.5	13.7	13.6
应付账款周转率	7.3	6.9	7.3	6.7	6.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	4.16	4.00	5.48	6.26	6.73
每股经营现金流(最新摊薄)	9.60	10.58	15.45	13.30	14.34
每股净资产(最新摊薄)	30.23	34.60	38.13	42.44	47.06
<b>估值比率</b>					
P/E	21.5	22.4	16.4	14.3	13.3
P/B	3.0	2.6	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	9.3	9.3	7.5	5.9	4.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 24 日收盘价

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com