

业绩中枢抬升，静待二季度聚氨酯业务利润释放

核心观点

公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年公司边际上变化最为明显的是石化业务，实现 120 万吨乙烯二期项目投产以及一期原料多元化改造全面完成，二期实现全乙烷进料同时产能提升至 120 万吨/年，乙烷制乙烯的单吨净利历史上长期好于丙烷/石脑油制乙烯，中枢利润实现长期抬升。展望 2026 年，在美伊冲突背景下，公司聚氨酯/烯烃业务作为海外产能占比较高的产品，将充分受益于此次全球供应链重构。

事件

公司公布 2025 年年报及 2026 年一季报。2025FY 实现营收 2032.35 亿元，同比+11.63%，归母净利润为 125.27 亿元，同比-3.88%。2026Q1 实现营收 540.52 亿元，同比/环比分别+25.50%/-8.40%，归母净利润为 37.18 亿元，同比/环比+20.62%/+10.32%。

简评

石化业务技改完成，利润有望中枢性抬升。25FY 公司石化板块实现营收 842 亿元，同比+16.11%，实现毛利率 0.58%，同比下滑 2.94pct。2025 年公司石化板块产能增长明显：1) 烟台产业园 120 万吨/年乙烯装置于 2025 年 4 月 3 日成功产出合格乙烯产品，乙烯二期项目一次开车成功；2) 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。当前乙烷制乙烯价差明显好于丙烷/石脑油等原料，公司的原料多元化将进一步抬升整体利润中枢，且随着当前冲突下海外烯烃装置加速退出，我们认为公司石化板块有望开启新一轮景气修复。

聚氨酯业务保持稳定，美伊冲突以来供应链稳定性价值凸显。25FY 公司聚氨酯板块实现营收 750.6 亿元，同比-1.04%，实现毛利率 26.88%，同比+0.73pct，实现聚氨酯系列产品销量 631 万吨，同比+11.8%。2025 年 8 月，公司完成福建第二套 TDI 装置的开车。26Q1 季度平均来看，由于受到 1-2 月的削弱，季度均价层面价差表现较弱，对利润贡献或较为有限。但 2026 年第二季度伊始，美伊冲突影响下，MDI/TDI 价差同比上升明显，2026 年 4 月 MDI/TDI 价差同比+3335/3516 元/吨，静待二季度聚氨酯业务价差改善业绩兑现。

万华化学 (600309.SH)

维持

买入

陈俊新

chenjunxin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440526030009

杨晖

yanghuil@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120006

发布日期：2026 年 04 月 29 日

当前股价：89.54 元

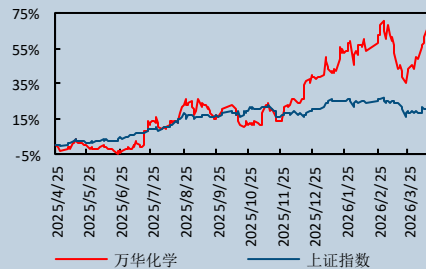
目标价格 6 个月：118.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
19.37/12.38	6.28/7.64	62.65/38.88
12 月最高/最低价 (元)		94.32/52.53
总股本 (万股)		313,047.16
流通 A 股 (万股)		313,047.16
总市值 (亿元)		2,803.02
流通市值 (亿元)		2,803.02
近 3 月日均成交量 (万)		4152.28
主要股东		
烟台国丰投资控股集团有限公司		21.65%

股价表现



相关研究报告

【中信建投基础化工】万华化学 (600309):业绩短期承压产，新项目持续推进助力成长
24.11.06

新材料业务产品矩阵持续扩大，磷酸铁锂业务有望成为新成长曲线。25FY 公司精细化工及新材料板块实现营收 331.9 亿元，同比+17.4%，实现毛利率 10.53%，同比-2.25pct。2025 年公司在特种异氰酸酯领域完成法国康睿公司收购，并和韩国爱敬集团成立合资公司，MS 树脂、高压电缆料 XLPE 项目顺利投产。磷酸铁锂电池材料层面，25FY 重点子公司万华化学集团电池科技实现营收 85.62 亿元，实现净利润-1.7 亿元。2026 年 1 月，公司莱州年产 65 万吨磷酸铁锂项目、绿电产业园二期年产 20 万吨磷酸铁锂项目的环评文件正式获批受理，充分展现公司进军磷酸铁锂电池材料业务的决心。

投资建议：我们预测公司 2026、2027、2028 年净利润分别为 184.63 亿、201.46 亿、247.00 亿元，对应 PE 15.18、13.91、11.35 倍，给予 2026 年 20x 目标 PE 对应目标价 118 元，维持“买入”评级。

表 1: 重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	182,069.12	203,234.57	223,410.97	234,576.98	242,656.85
YoY(%)	3.83	11.62	9.93	5.00	3.44
净利润(百万元)	13,033.07	12,527.20	18,463.18	20,145.74	24,700.33
YoY(%)	-22.49	-3.88	47.38	9.11	22.61
毛利率(%)	16.16	13.61	17.25	16.88	18.09
销售净利率(%)	7.16	6.16	8.26	8.59	10.18
ROE(%)	13.77	11.57	14.91	14.31	15.29
EPS(摊薄/元)	4.16	4.00	5.90	6.44	7.89
P/E(倍)	21.51	22.38	15.18	13.91	11.35
P/B(倍)	2.96	2.59	2.26	1.99	1.74

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

（1）原油价格上行或下行超预期：原油价格与国际政治经济形势高度关联且波动较大，原油价格大幅波动时，都会影响下游产业链价格价差和盈利稳定性，进而影响部分板块或公司的盈利能力；（2）行业竞争格局变化：国内炼油及化工配套项目较多，可能造成某类产品板块产能局部过剩，进而加剧行业竞争，挤压业内盈利空间；（3）宏观经济波动，全球经济下行：炼化产品下游分支众多且分布较广，与宏观经济形势关联度较高，经济下行可能影响行业产品需求。

分析师介绍

陈俊新

陈俊新 中信建投研究部石化能源及化工团队分析师。

清华大学化工学士及硕士，2026年加入中信建投证券石化能源及化工团队，主要负责聚氨酯/现代煤化工/新疆研究/民爆/石化等板块，新材料主要负责膜材料/半导体材料方向。

杨晖

杨晖 中信建投研究部石油化工&基础化工首席分析师

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4年化工实业经验，9年化工行业研究经验。曾任职于西部证券、华创证券研究所。2024年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名，2025年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投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,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。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk