下载日志已记录，仅供内部参考

万华化学（600309）

证券研究报告
2026 年 10 月 10 日

量价齐升致盈利改善，资本开支延续放缓趋势

事件：万华化学发布 2026 年中报，实现营业收入 1193.2 亿元，同比+31.3%；实现营业利润 141 亿元，同比+84.5%；实现归属于上市公司股东的净利润 100.6 亿元，同比+64.3%，扣非后归母净利润 96.8 亿元，同比+55%。2026 年上半年公司 EPS（基本）为 3.2 元（扣非后为 3.1 元），每股经营现金流为 3.8 元。其中第二季度实现营业收入 652.6 亿元，同比+36.4%、环比+20.7%；实现归属于上市公司股东的净利润 63.5 亿元，同比+108.7%、环比+70.7%；单季度 EPS 为 2.03 元。

三大业务板块销量同比均实现增长，主营产品价差同比有所走扩。2026 年上半年，公司实现毛利额 203.8 亿元，同比+78.0 亿元；分产品看，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现毛利额 121.6、32.5、36.7 亿元，同比分别增加 26.9、33.8、21.8 亿元。2026 年上半年公司聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大系列产量分别 340、370、163 万吨，分别同比+42、+75、+39 万吨；销量方面，上述三个系列产品分别销售 326、339、148 万吨，较去年同期分别增加 23、54、29 万吨。从价格上看，据公司公告及百川盈孚数据，26H1 公司三大业务板块多数产品同比上涨。从价差来看，上半年纯 MDI/聚合 MDI/TDI 价差分别同比+18%/-6%/+41%，二季度单季度同比+30%/+8%/+55%、环比变动+20%/+21%/+5%。

费用控制卓有成效，研发投入持续增长。26 年上半年，公司期间费用率 5.0%，较去年同期下降 0.3pcts。分项看，2026H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.70%/1.17%/1.93%/1.20%，费用合计 59.6 亿元，较去年同期+11.14 亿元。其中财务费用同比增加 8.32 亿元，主要系本期汇兑收益减少所致。公司研发费用投入持续增加，公司 26H1 研发费用为 23 亿元，同比增加 0.09 亿元，研发费用率为 1.93%，yoy-0.59pcts。

资本开支节奏放缓，在建工程规模明显下降。公司 2026H1 在建工程为 335 亿元，较 2025H1 期末减少 62 亿元，在建工程/固定资产的比例为 21.2%（2018 年以来次低水平）；2026 年二季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 57.1 亿元，同比减少 22.31 亿元，较前一季度增加 6.8 亿元。根据公司公告，重要在建工程项目如聚氨酯产业链延伸及配套项目、异氰酸酯新建及配套项目工程等进度已达到 90%以上，其余如 BC 公司造气项目、高性能材料一体化项目以及大型煤气化等项目进程过半。

盈利预测与估值：公司部分产品价格今年以来有所抬升，结合产品价格趋势、未来产能投放节奏，我们预计 2026-2028 年归母净利润为 190、203、225 亿元（2026、2027 前值为 163、225 亿元），维持“买入”投资评级

风险提示：宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险、新建项目进度及盈利不达预期风险。

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	182,069.12	203,234.57	239,657.64	245,052.62	254,668.26
增长率(%)	3.83	11.62	17.92	2.25	3.92
EBITDA(百万元)	36,908.45	38,715.40	49,862.40	54,984.28	60,258.37
归属母公司净利润(百万元)	13,033.07	12,527.20	18,954.27	20,277.57	22,489.45
增长率(%)	(22.49)	(3.88)	51.30	6.98	10.91
EPS(元/股)	4.15	4.00	6.05	6.48	7.18
市盈率(P/E)	16.91	17.54	11.59	10.84	9.77
市净率(P/B)	2.33	2.03	1.82	1.63	1.46
市销率(P/S)	1.21	1.08	0.92	0.90	0.86
EV/EBITDA	7.83	7.76	5.63	4.96	4.34

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	70.2 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,130.47
流通 A 股股本(百万股)	3,130.47
A 股总市值(百万元)	219,759.11
流通 A 股市值(百万元)	219,759.11
每股净资产(元)	36.29
资产负债率(%)	64.27
一年内最高/最低(元)	97.00/60.60

作者

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com
丁文宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110526070001
dingwenyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《万华化学-半年报点评:产能释放部分抵御价格下行压力》 2025-10-26

2 《万华化学-年报点评报告:销售规模维持良好增长，毛利率下滑及减值影响业绩》 2025-05-09

3 《万华化学-季报点评:三季度业绩承压，新项目稳步推进》 2024-11-16

下载日志已记录，仅供内部参考

事件

万华化学发布 2026 年中报，实现营业收入 1193.2 亿元，同比+31.3%；实现营业利润 141 亿元，同比+84.5%；实现归属于上市公司股东的净利润 100.6 亿元，同比+64.3%，扣非后归母净利润 96.8 亿元，同比+55%。2026 年上半年公司 EPS（基本）为 3.2 元（扣非后为 3.1 元），每股经营现金流为 3.8 元。

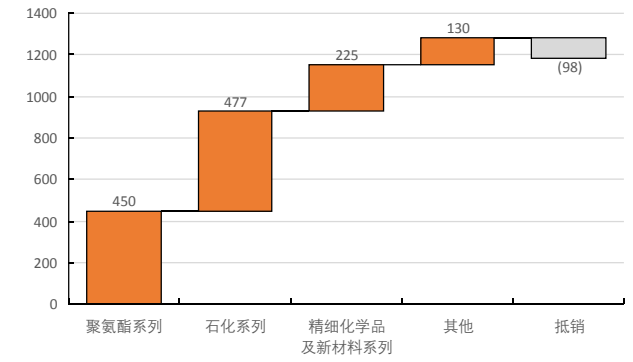
其中第二季度实现营业收入 652.6 亿元，同比+36.4%、环比+20.7%；实现归属于上市公司股东的净利润 63.5 亿元，同比+108.7%、环比+70.7%；单季度 EPS 为 2.03 元。

点评

上半年三大业务板块量价齐升

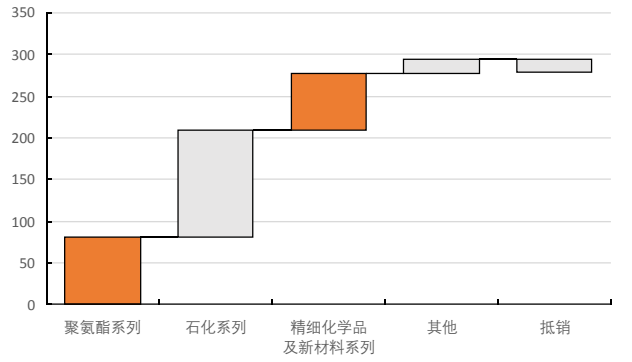
2026H1 三大业务板块均实现营收同比增长。2026 年上半年，公司实现营业收入 1193.2 亿元，分业务看，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现营收 450、477、225 亿元，较去年同期分别变动+81、+128、+69 亿元，yoy+21.9%、+36.7%、+44.3%；其他主营业务实现营收 130 亿元，同比+17 亿元；产品间抵消为 98.亿元，同比+16 亿元。

图 1：万华化学 2026 年 H1 分系列产品主营业务收入构成



资料来源：公司 2026 年中报，天风证券研究所；单位：亿元

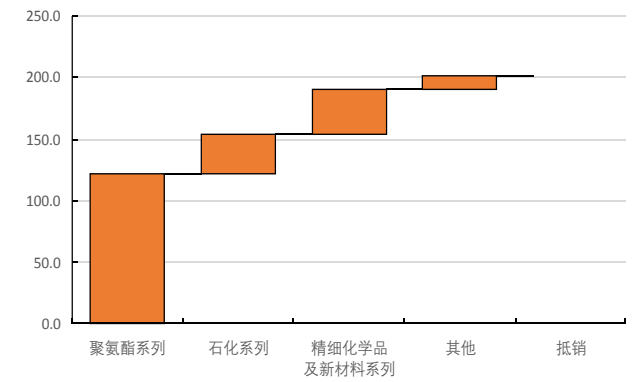
图 2：万华化学 2026 年 H1 分系列产品主营业务收入增量构成



资料来源：公司 2026 年中报，天风证券研究所；单位：亿元

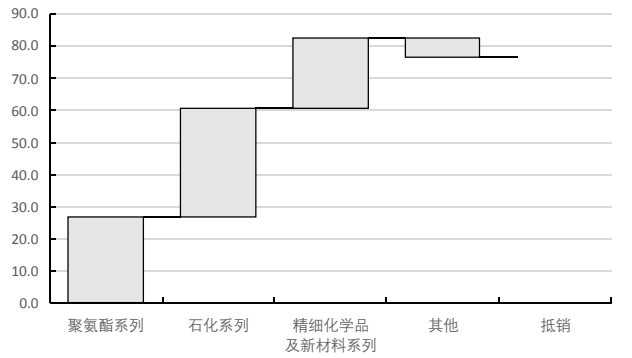
2026H1 各项业务毛利率同比均有不同程度改善。2026 年上半年，公司实现毛利额 203.8 亿元，同比+78.0 亿元；分产品看，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现毛利额 121.6、32.5、36.7 亿元，同比分别增加 26.9、33.8、21.8 亿元。公司综合毛利率为 17.1%，同比+3.2pcts；其中聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列毛利率分别为 27.1%、6.8%、16.3%，同比分别增加 1.4、7.2、6.7pcts。

图 3：万华化学 2026 年 H1 主营业务分系列产品毛利额构成



资料来源：公司 2026 年中报，天风证券研究所；单位：亿元

图 4：万华化学 2026 年 H1 主营业务分系列产品毛利额增量构成



资料来源：公司 2026 年中报，天风证券研究所；单位：亿元

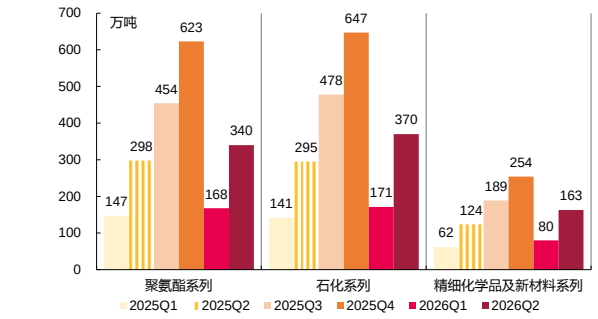
下载日志已记录，仅供内部参考

三大业务板块销量同比均实现增长，主营产品价差同比有所走扩

2026H1 公司产销量同比均实现增长。2026 年上半年公司聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大系列产量分别 340、370、163 万吨，分别同比+42、+75、+39 万吨；销量方面，上述三个系列产品分别销售 326、339、148 万吨，较去年同期分别增加 23、54、29 万吨。

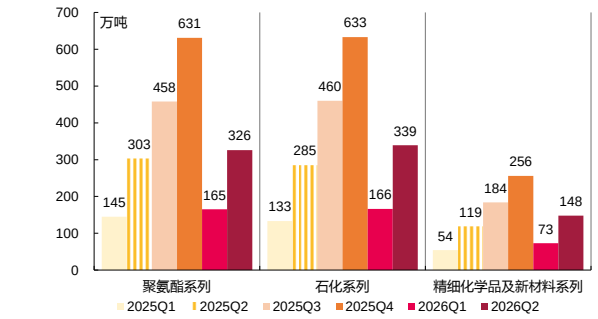
单季度看，2026Q2 聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大系列产量分别 172、199、83 万吨，同比增加 21、45、21 万吨，环比增加+4、28、3 万吨；对应销量分别为 161、173、75 万吨，同比增加 3、21、10 万吨，环比-4、+7、+2 万吨。

图 5：万华化学单季度分系列产品产量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：万华化学单季度分系列产品销量



资料来源：公司公告，天风证券研究所（注：石化系列销量统计口径自 23Q4 剔除贸易量，因此往期数据不可比较）

从价格上看，据公司公告及百川盈孚数据，26H1 公司三大业务板块多数产品同比上涨：

聚氨酯系列产品：今年上半年，公司纯 MDI/聚合 MDI/TDI/硬泡聚醚/软泡聚醚（市场价）均价分别为 2.1/1.7/1.6/0.92/0.97 万元/吨，yoy+15%/-2%/+32%/+18%/+24%；26Q2 上述 5 个产品市场均价分别为 2.3/1.8/1.7/0.99/1.02 万元/吨，同比+31%/+14%/+46%/+30%/+38%，qoq+21%/+22%/+8%/+18%/+11%。从价差来看，上半年纯 MDI/聚合 MDI/TDI 价差分别同比+18%/-6%/+41%，二季度单季度同比+30%/+8%/+55%、环比变动+20%/+21%/+5%。

石化系列产品：产品价格同比涨跌互现，2026 年上半年环氧丙烷/正丁醇/丙烯/丙烯酸/丙烯酸丁酯/新戊二醇/乙烯法 PVC 价格分别为 9638/7100/7941/8102/9846/8110/5710 元/吨，同比+25%/+4%/+16%/+14%/+4%/-24%/+8%；上述产品二季度单季度市场均价分别为 10302/7473/8939/8927/10508/8588/5886 元/吨，同比+37%/+15%/+34%/+30%/+18%/-16%/+14%；环比+15%/+11%/+29%/+23%/+14%/+13%/+6%。

新材料及功能化学品：TPU、PC、HDI 系列价格不同程度上涨，2026 年上半年 TPU/PC/PMMA/HDI/IPDI 市场均价分别为 16069/15487/21081/34654/44462 元/吨，分别同比变动+8%/+14%/-4%/+18%/+1%。二季度单季度市场均价分别为 17831/16569/21215/42231/50846 元/吨，环比+25%/+15%/+1%/+56%/+34%。

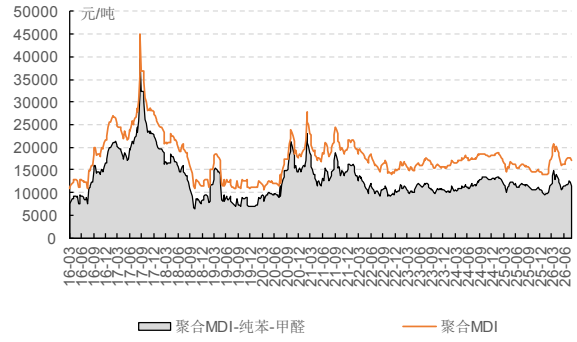
图 7：公司主要产品市场价格变化

板块	产品	单位	季度均价（含税）																				同比		环比
			2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022Q3	2022Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4	2026 Q1	2026 Q2	2026 Q1	2026 Q2	2026 Q2
聚氨酯	纯苯	元/吨	5508	7508	7973	7354	7950	9123	8294	7003	7032	6762	7684	7581	8273	9051	8510	7446	7337	6107	5983	5441	6540	8072	-11%	32%	23%
	纯MDI	元/吨	24219	20642	22246	21993	22700	21500	19921	18677	18842	18915	21304	20900	20212	18800	18462	18650	18617	17427	17435	18715	18800	22742	1%	30%	21%
	聚合MDI	元/吨	21377	18308	20081	20639	20655	18208	16136	15023	15942	15565	16808	15792	16254	17331	17677	18312	18021	16023	15854	14788	15035	18292	-17%	14%	22%
	纯MDI-纯苯-甲醇价差	元/吨	20248	15326	16610	16658	17065	15120	14163	13676	13838	14132	15931	15589	14450	12530	12575	13443	13458	13074	13177	14827	14191	17026	5%	30%	20%
	聚合MDI-纯苯-甲醇价差	元/吨	17406	12991	14444	15305	14920	11827	10378	10022	10938	10782	11435	10481	10501	11061	11790	13104	12862	11670	11596	10960	10426	12576	-15%	8%	21%
	TDI	元/吨	14035	12950	12815	14007	13659	17238	17500	19731	18879	17854	17908	16938	16492	14623	13410	12819	12892	11319	14273	13700	15331	16581	19%	16%	8%
	TDI-甲苯	元/吨	11102	9525	9368	10314	11498	12434	12803	15321	14685	13546	13157	12757	12202	10059	9256	9277	9079	7986	10992	10552	11728	12337	29%	17%	5%
	硬泡聚醚	元/吨	15196	14563	13927	13879	11300	11015	9693	9462	9850	9596	9627	9352	9118	9148	8742	8392	7960	7594	7587	7746	8406	9900	6%	30%	18%
	软泡聚醚	元/吨	18912	17146	16454	16125	13705	11508	9479	9458	9950	9923	10123	9440	9129	9104	8733	8727	8223	7382	7996	8356	9171	10162	12%	38%	11%
石化系列	合同价(CP):丙烷:沙特	美元/吨	605	569	711	810	843	824	699	657	668	536	631	670	618	632	656	640	625	612	537	467	537	753	-14%	23%	40%
	合同价(CP):丁烷:沙特	美元/吨	568	554	716	784	849	833	685	654	674	524	631	683	630	622	650	640	615	587	505	472	532	806	-13%	37%	51%
	MTBE	元/吨	4998	5932	5795	6241	7087	7690	7690	7093	7008	7490	7725	7132	6732	7192	6456	5525	5907	5352	5144	5088	5300	6493	-10%	26%	23%
	环氧丙烷	元/吨	18408	17038	16192	15864	11591	11300	9461	9462	9983	9715	9471	9345	9176	9394	8887	8670	7943	7505	7658	8101	8975	10302	13%	37%	15%
	正丁醇	元/吨	11015	13638	14812	9563	10309	9842	7357	7800	7732	7600	8908	8412	8650	8454	7619	7315	7173	6519	6060	5538	6727	7473	-6%	15%	11%
	丙烯	元/吨	7738	8165	7773	8021	8251	8273	7336	7431	7422	6700	6895	7064	6945	6980	7023	6999	6984	9654	6555	6196	6942	8939	-1%	34%	29%
	丙烯酸	元/吨	8962	9462	13342	14568	13509	11677	7921	6723	7075	5963	6210	6015	6015	6473	6331	6738	7358	6863	6288	5915	7277	8927	-1%	30%	23%
	丙烯酸丁酯	元/吨	16192	17508	19400	17571	16645	15646	11157	10654	10783	8977	10092	9600	9923	9800	9482	9292	9950	8915	7831	7531	9185	10508	-8%	34%	14%
	新戊二醇	元/吨	12998	18071	19962	16129	17464	16656	10095	9454	10481	9783	9500	9631	10085	10979	10463	10044	11040	10165	7994	6740	7631	8588	-31%	-16%	13%
	乙烯法PVC	元/吨	8770	9616	9922	11155	9607	9172	6873	6325	6546	6073	6498	6210	6027	6006	5958	5665	5455	5156	5193	4907	5534	5886	1%	-4%	6%
	PVC-乙烯	元/吨	4822	5457	6013	6767	5258	4367	3341	3131	3291	2975	3363	2720	2469	2278	2520	2209	2204	2053	2318	2262	2510	1625	11%	-21%	-35%
	环氧乙烷	元/吨	7538	7785	7385	8336	7645	8031	7550	7035	6742	6454	6315	6554	6804	6877	6877	6885	6967	6565	6346	5981	6227	8008	-11%	22%	29%
	LLDPE	元/吨	107875	106175	108900	127050	98300	115650	113940	107150	99275	104905	107565	105715	106250	110325	107695	111570	98715	96250	94340	88795	92570	106435	-6%	11%	15%
新材料及功能化学品	软材TPU	元/吨	21150	23619	21731	24196	22727	21173	19307	17208	16358	15508	15508	15254	15362	15500	15338	14523	14317	13400	12562	12500	13308	16562	-7%	24%	24%
	薄膜TPU	元/吨	22462	24731	22962	26804	27341	25058	22986	20604	18283	17523	17288	17050	17062	16600	16438	15792	15342	14469	13431	13315	14308	17831	-7%	33%	25%
	PC	元/吨	20600	28973	27469	25143	22373	21142	16796	17019	16042	15031	15796	15138	14808	15288	14927	14312	13983	13285	12519	12569	14404	16569	3%	25%	15%
	PMMA	元/吨	17385	17677	17477	17521	15964	17008	17036	18431	18683	18315	18315	18123	17977	20500	21069	21769	22392	21423	20831	20277	20946	21215	-6%	-1%	1%
	HDI	元/吨	61923	108923	88846	84071	78136	74346	69471	62962	53500	38308	36154	37538	35308	30269	29096	29250	29250	29250	29250	26712	27077	42231	-7%	44%	56%
	IPDI	元/吨	76000	76000	76000	76000	77364	79000	68857	55000	52500	50808	48423	47000	46000	40308	37000	37000	37875	50500	54000	48769	38077	50846	1%	1%	34%
	维生素A	元/公斤	356	335	284	285	237	193	113	98	90	88	83	73	82	86	196	167	112	73	63	63	69	93	-38%	26%	36%

资料来源：Wind，卓创资讯，百川盈孚，天风证券研究所

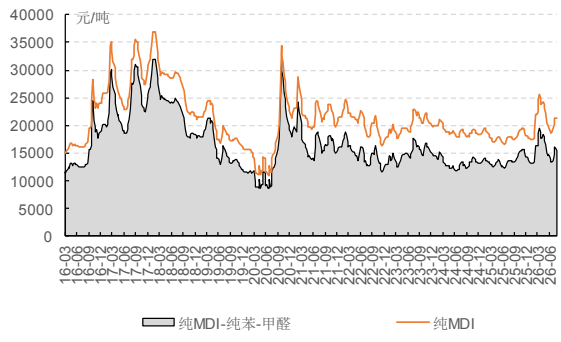
下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：国内聚合 MDI 价格、价差



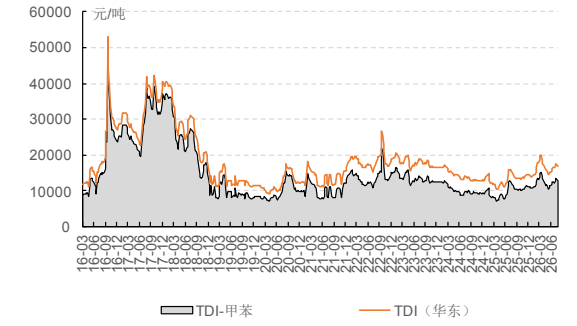
资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：国内纯 MDI 价格、价差



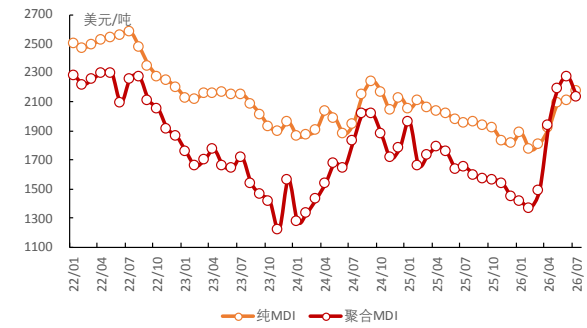
资料来源：Wind、海关总署，天风证券研究所

图 10：国内 TDI 价格、价差



资料来源：wind，天风证券研究所

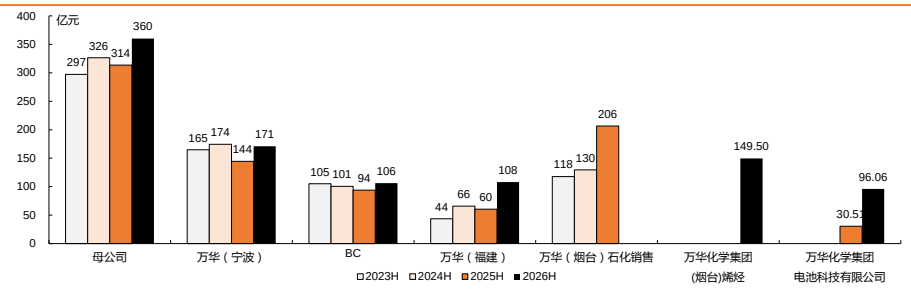
图 11：我国 MDI 月度出口均价



资料来源：Wind、海关总署，天风证券研究所

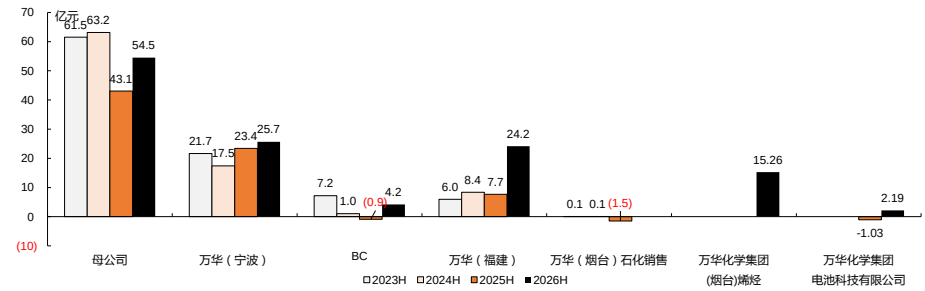
母公司及参控股子公司经营方面，26H1 母公司/万华宁波/ BC 公司/万华福建分别实现营业收入 360/171/106/108 亿元，同比+14.9%/+18.3%/+13.2%/+79.4%。净利润方面，分别实现净利润 54.5/25.7/4.2/24.2 亿元，同比变动+11.5/+2.2/+5.1/+16.5 亿元。而万华化学集团(烟台)烯烃有限公司及万华化学集团电池科技有限公司风别实现净利润 15.26、2.19 亿元，对上半年有较为显著增量贡献。

图 12：万华化学 26H1 母公司及参控股子公司收入情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：万华化学 26H1 母公司及参控股子公司净利润情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

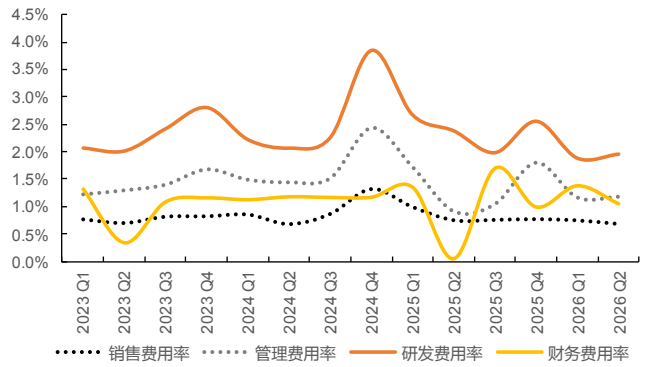
下载日志已记录，仅供内部参考

费用控制卓有成效，研发投入持续增长

26 年上半年，公司期间费用率 5.0%，较去年同期下降 0.3pcts。分项看，2026H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.70%/1.17%/1.93%/1.20%，费用合计 59.6 亿元，较去年同期+11.14 亿元。其中财务费用同比增加 8.32 亿元，主要系本期汇兑收益减少所致。

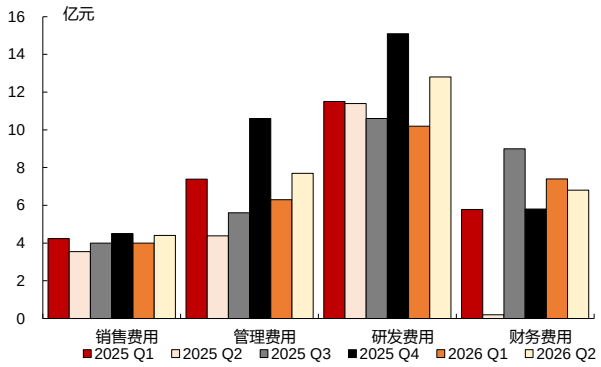
公司研发费用投入持续增加。公司 26H1 研发费用为 23 亿元，同比增加 0.09 亿元，研发费用率为 1.93%，yoy-0.59pcts。公司坚持产品差异化和高端化战略，在电池、光学材料、高端聚烯烃等领域取得多项突破。电池材料持续加大研发投入，系统攻克产品开发、装备及工艺难题，钠电正极通过头部客户认证，第四代磷酸铁锂在海阳基地成功量产，连续石墨化产品成功导入头部客户，为客户提供更加完整的电池材料解决方案。在光学材料领域，完善光学透镜 PC 产品系列，实现行业全覆盖，光学业务产品线日趋丰富完整。在高端聚烯烃领域，公司加速 POE、尼龙 12 下游新应用开发，220kV 及以上高压 XLPE 实现突破，持续丰富高端聚烯烃及特种材料产品矩阵。公司持续强化知识产权和标准协同战略，上半年申请国内外发明专利 358 件，获得授权 508 件，授权数量持续提升，同时牵头、参与多项国家和行业标准制定，在电池、新材料等领域逐步提升行业话语权。

图 14：公司单季度费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：公司单季度研发费用

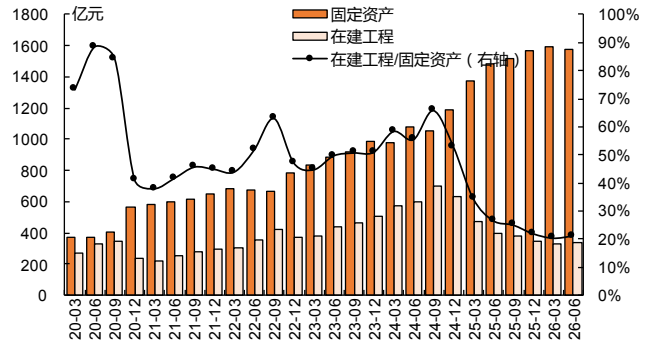


资料来源：wind，天风证券研究所

资本开支节奏放缓，在建工程规模明显下降

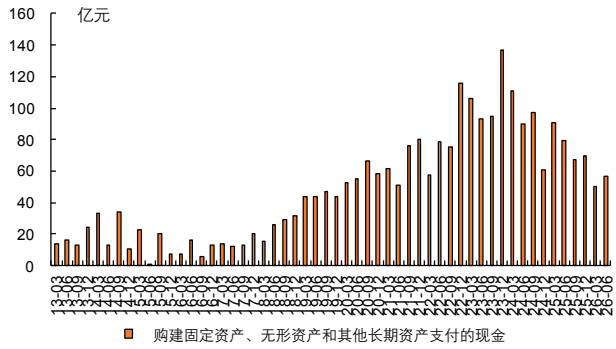
公司 2026H1 在建工程为 335 亿元，较 2025H1 期末减少 62 亿元，在建工程/固定资产的比例为 21.2%（2018 年以来次低水平）；2026 年二季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 57.1 亿元，同比减少 22.31 亿元，较前一季度增加 6.8 亿元。根据公司公告，重要在建工程项目如聚氨酯产业链延伸及配套项目、异氰酸酯新建及配套项目工程等进度已达到 90%以上，其余如 BC 公司气化项目、高性能材料一体化项目以及大型煤气化等项目进程过半。

图 16：固定资产与在建工程情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所

图 17：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金



资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所；备注：单季度数据

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测与估值

公司部分产品价格今年以来有所抬升，结合产品价格趋势、未来产能投放节奏，我们预计 2026-2028 年归母净利润为 190、203、225 亿元（2026、2027 前值为 163、225 亿元），维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险、新建项目进度及盈利不达预期风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	24,533.22	27,662.04	28,758.92	32,946.50	46,438.56
应收票据及应收账款	12,319.00	15,872.97	12,087.09	16,502.39	17,453.38
预付账款	2,123.56	2,842.33	2,719.49	2,943.91	2,946.73
存货	24,107.31	26,014.21	28,491.59	31,540.46	28,181.01
其他	6,907.34	9,245.24	8,033.48	7,644.78	9,578.50
流动资产合计	**69,990.43**	**81,636.79**	**80,090.56**	**91,578.04**	**104,598.18**
长期股权投资	9,651.40	12,884.83	13,884.83	14,884.83	15,884.83
固定资产	118,828.41	156,906.24	173,975.17	187,086.72	191,032.14
在建工程	63,158.55	34,624.74	24,272.31	12,161.16	6,105.58
无形资产	11,970.93	12,771.49	13,040.74	13,260.00	13,429.25
其他	19,733.63	24,184.94	21,767.17	20,236.82	20,015.47
非流动资产合计	**223,342.92**	**241,372.23**	**246,940.23**	**247,629.53**	**246,467.27**
资产总计	**293,333.35**	**323,009.02**	**327,030.80**	**339,207.57**	**351,065.45**
短期借款	35,557.15	27,788.70	32,273.24	25,000.00	25,000.00
应付票据及应付账款	69,136.12	76,323.92	68,283.30	73,301.73	61,364.33
其他	21,389.51	28,406.19	26,783.76	24,210.57	29,479.58
流动负债合计	**126,082.78**	**132,518.81**	**127,340.31**	**122,512.30**	**115,843.91**
长期借款	48,176.16	45,829.11	45,000.00	45,000.00	45,000.00
应付债券	3,400.00	7,500.00	7,500.00	7,500.00	7,500.00
其他	12,174.26	17,032.35	13,108.21	14,104.94	14,748.50
非流动负债合计	**63,750.42**	**70,361.46**	**65,608.21**	**66,604.94**	**67,248.50**
负债合计	**189,833.20**	**202,880.27**	**192,948.52**	**189,117.24**	**183,092.41**
少数股东权益	8,874.25	11,823.28	13,425.47	15,139.52	17,040.54
股本	3,139.75	3,130.47	3,130.47	3,130.47	3,130.47
资本公积	1,806.20	3,725.69	3,725.69	3,725.69	3,725.69
留存收益	90,146.66	100,381.85	113,649.84	127,844.14	143,586.75
其他	(466.72)	1,067.45	150.81	250.51	489.59
股东权益合计	**103,500.15**	**120,128.74**	**134,082.28**	**150,090.33**	**167,973.04**
负债和股东权益总计	**293,333.35**	**323,009.02**	**327,030.80**	**339,207.57**	**351,065.45**

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	14,791.31	14,039.94	18,954.27	20,277.57	22,489.45
折旧摊销	11,841.89	15,255.91	21,064.24	24,830.35	27,990.91
财务费用	2,883.63	3,024.45	2,337.74	2,153.73	1,642.94
投资损失	(708.93)	(754.10)	(1,000.00)	(1,000.00)	(1,000.00)
营运资金变动	4,201.63	(598.67)	(4,887.20)	(4,542.13)	(7,068.23)
其它	(2,956.10)	2,137.66	2,588.84	2,748.64	3,015.74
经营活动现金流	**30,053.44**	**33,105.19**	**39,057.88**	**44,468.16**	**47,070.80**
资本支出	46,376.40	24,056.19	31,974.15	25,053.27	25,406.44
长期投资	2,605.63	3,233.43	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	(86,059.71)	(60,072.32)	(60,324.15)	(51,403.27)	(51,756.44)
投资活动现金流	**(37,077.68)**	**(32,782.71)**	**(27,350.00)**	**(25,350.00)**	**(25,350.00)**
债权融资	4,349.87	(2,460.92)	(3,321.43)	(8,212.41)	(906.27)
股权融资	(4,253.30)	(468.71)	(7,289.57)	(6,718.16)	(7,322.48)
其他	6,089.59	5,073.51	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**6,186.16**	**2,143.88**	**(10,611.00)**	**(14,930.57)**	**(8,228.75)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(838.09)**	**2,466.36**	**1,096.87**	**4,187.59**	**13,492.06**

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**182,069.12**	**203,234.57**	**239,657.64**	**245,052.62**	**254,668.26**
营业成本	152,642.58	175,569.58	200,225.38	203,882.44	210,781.65
营业税金及附加	1,083.75	1,287.28	1,509.84	1,543.83	1,604.41
销售费用	1,618.93	1,630.47	1,917.26	1,960.42	2,037.35
管理费用	3,022.77	2,801.99	3,355.21	3,430.74	3,565.36
研发费用	4,550.36	4,865.23	5,751.78	5,881.26	6,112.04
财务费用	2,094.48	2,080.00	2,337.74	2,153.73	1,642.94
资产/信用减值损失	(942.76)	(467.88)	(1,000.00)	(686.67)	(581.30)
公允价值变动收益	(76.39)	266.16	300.00	300.00	300.00
投资净收益	708.93	754.10	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	1,219.66	1,113.64	700.00	700.00	700.00
营业利润	**17,965.67**	**16,666.04**	**25,560.43**	**27,513.53**	**30,343.22**
营业外收入	95.55	326.93	200.00	100.00	100.00
营业外支出	1,137.09	724.82	768.54	876.81	790.06
利润总额	**16,924.14**	**16,268.16**	**24,991.89**	**26,736.72**	**29,653.16**
所得税	2,132.82	2,228.22	3,748.78	4,010.51	4,447.97
净利润	**14,791.31**	**14,039.94**	**21,243.11**	**22,726.21**	**25,205.19**
少数股东损益	1,758.25	1,512.73	2,288.84	2,448.64	2,715.74
归属于母公司净利润	**13,033.07**	**12,527.20**	**18,954.27**	**20,277.57**	**22,489.45**
每股收益（元）	4.15	4.00	6.05	6.48	7.18

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	3.83%	11.62%	17.92%	2.25%	3.92%
营业利润	-11.89%	-7.23%	53.37%	7.64%	10.28%
归属于母公司净利润	-22.49%	-3.88%	51.30%	6.98%	10.91%
获利能力					
毛利率	16.16%	13.61%	16.45%	16.80%	17.23%
净利率	7.16%	6.16%	7.91%	8.27%	8.83%
ROE	13.77%	11.57%	15.71%	15.03%	14.90%
ROIC	12.47%	10.13%	14.07%	13.87%	14.45%
偿债能力					
资产负债率	64.72%	62.81%	59.00%	55.75%	52.15%
净负债率	71.29%	58.50%	50.86%	38.61%	26.90%
流动比率	0.56	0.62	0.63	0.75	0.90
速动比率	0.36	0.42	0.41	0.49	0.66
营运能力					
应收账款周转率	16.97	14.42	17.14	17.14	15.00
存货周转率	8.14	8.11	8.79	8.16	8.53
总资产周转率	0.67	0.66	0.74	0.74	0.74
每股指标（元）					
每股收益	4.15	4.00	6.05	6.48	7.18
每股经营现金流	9.57	10.58	12.48	14.20	15.04
每股净资产	30.14	34.60	38.54	43.11	48.21
估值比率					
市盈率	16.91	17.54	11.59	10.84	9.77
市净率	2.33	2.03	1.82	1.63	1.46
EV/EBITDA	7.83	7.76	5.63	4.96	4.34
EV/EBIT	11.53	12.79	9.75	9.05	8.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 22 层
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518028
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com