

盈利水平承压，年度销量稳步增长

2025 年 04 月 16 日

► **事件：**2025 年 4 月 14 日，万华化学发布 2024 年年报及 2025 年一季度报告。2024 年实现销售收入 1820.69 亿元，同比增长 3.83%，实现归母净利润 130.33 亿元，同比-22.49%，实现扣非归母净利润 133.59 亿元，同比-18.74%。2025 年一季度实现销售收入 430.68 亿元，同比-6.70%，环比+24.96%；实现扣非归母净利润 30.40 亿元，同比-26.33%，环比 25.07%。

► **2024 年产品销量保持较高增速，25Q1 销量环比有所下滑。**聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大板块产销量保持稳步增长。其中，聚氨酯系列产品 2024 年实现销量 564 万吨，同比+15.34%，石化系列产品实现销量 547 万吨，同比+15.89%；精细化学品及新材料实现销量 204 万吨，同比+27.67%。2025 年 Q1，聚氨酯系列产品实现销量 145 万吨，同比+8.09%，环比-5.84%；石化系列产品实现销量 133 万吨，同比+1.44%，环比-5.00%，精细化学品及新材料实现销量 54 万吨，同比+31.91%，环比-11.48%。从 2024 年全年来看，各产品系列稳步增长。

► **公司多项研发成果落地，助力业务持续增长。**公司持续开展园区装置工艺优化，开发投用超低盐酸比等多项新技术，在显著降本同时产品质量再提升，保持万华 MDI、TDI 产品全球领先优势；新投产 POCHP 装置单套产能达到世界最大，聚醚多元醇新工艺投用。公司持续突破精细化学品、高端化工新材料关键技术，自主研发的 POE 装置一次性开车成功；VA 全产业链成功开车，正式进军营养健康领域；柠檬醛、特种异氰酸酯、聚氨酯固化剂等装置一次性开车成功。

► **重点业务领先优势有望进一步扩大。**截至 2024 年末，公司拥有 MDI 产能达 380 万吨，2026 年随着福建 MDI 技改扩产完成，公司 MDI 产能将达 450 万吨；2024 年公司拥有 TDI 产能 111 万吨，预计到 2025 年 5 月，TDI 产能将达到 144 万吨，继续保持全球最大 MDI 和 TDI 供应公司；聚醚多元醇产能达 159 万吨，成为中国领先、世界一流的聚醚多元醇供应商。石化业务 2024 年蓬莱一期 PDH 等项目开车投产，2025 年初乙烯二期项目投产，LDPE 装置开车投产，并于 2024 年 7 月与阿布扎比国家石油、北欧化工、博禄化学成立合资公司建设聚烯烃一体化设施，石化业务盈利能力有望将逐步提升。

► **投资建议：**公司是国内化工行业龙头，在聚氨酯、石化、精细化学品、新材料等领域通过持续的技术创新和产业链布局。我们预计 2025-2027 年归母净利润为 121.87、136.38、159.90 亿元，对应 PE 分别为 14x、13x、11x。我们看好公司发展趋势，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 下游需求下滑；2) 贸易摩擦；3) 新项目建设进度不及预期；4) 汇率波动的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	182,069	228,093	281,238	284,482
增长率 (%)	3.8	25.3	23.3	1.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	13,033	12,187	13,638	15,990
增长率 (%)	-22.5	-6.5	11.9	17.2
每股收益 (元)	4.15	3.88	4.34	5.09
PE	14	14	13	11
PB	1.9	1.7	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 15 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

56.26 元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

分析师 费晨洪

执业证书：S0100524080004

邮箱：feichenhong@mszq.com

相关研究

- 1.万华化学 (600309.SH) 事件点评：美企发起对华 MDI 双反，对万华影响预计有限-2025/02/17
- 2.万华化学 (600309.SH) 2024 年三季报点评：当期业绩承压，长期成长趋势不改-2024/10/29
- 3.万华化学 (600309.SH) 跟踪点评：美联储开启降息周期，或利好 MDI 出口-2024/09/19
- 4.万华化学 (600309.SH) 2024 年半年报点评：三大业务销量稳步增长，重点项目顺利推进-2024/08/13
- 5.万华化学 (600309.SH) 深度报告：一年好景君须记，又是橙红橘绿时-2024/05/23

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	182,069	228,093	281,238	284,482
营业成本	152,643	199,113	247,484	247,723
营业税金及附加	1,084	1,369	1,687	1,707
销售费用	1,619	2,281	2,812	2,845
管理费用	3,023	3,193	3,937	3,983
研发费用	4,550	6,843	8,437	8,534
EBIT	19,795	16,144	17,927	20,750
财务费用	2,094	1,255	1,335	1,231
资产减值损失	-740	-245	-305	-305
投资收益	709	684	844	853
营业利润	17,966	15,328	17,131	20,067
营业外收支	-1,042	-110	-100	-100
利润总额	16,924	15,218	17,031	19,967
所得税	2,133	1,826	2,044	2,396
净利润	14,791	13,392	14,987	17,571
归属于母公司净利润	13,033	12,187	13,638	15,990
EBITDA	32,817	30,134	34,762	40,562

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	24,533	39,172	51,001	49,438
应收账款及票据	12,319	12,436	15,333	15,510
预付款项	2,124	1,991	2,475	2,477
存货	24,107	24,303	30,207	30,236
其他流动资产	6,907	8,282	9,105	9,155
流动资产合计	69,990	86,183	108,120	106,816
长期股权投资	9,651	11,651	12,651	13,651
固定资产	118,828	139,169	157,484	175,655
无形资产	11,971	12,925	13,820	14,227
非流动资产合计	223,343	247,403	262,088	276,141
资产合计	293,333	333,586	370,209	382,958
短期借款	35,557	35,557	35,557	35,557
应付账款及票据	69,136	76,372	94,926	95,017
其他流动负债	21,390	28,806	32,269	32,317
流动负债合计	126,083	140,735	162,751	162,891
长期借款	48,176	63,176	67,176	67,176
其他长期负债	15,574	17,401	17,901	18,401
非流动负债合计	63,750	80,577	85,077	85,577
负债合计	189,833	221,312	247,828	248,468
股本	3,140	3,140	3,140	3,140
少数股东权益	8,874	10,080	11,428	13,010
股东权益合计	103,500	112,274	122,380	134,489
负债和股东权益合计	293,333	333,586	370,209	382,958

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.83	25.28	23.30	1.15
EBIT 增长率	-7.40	-18.44	11.04	15.75
净利润增长率	-22.49	-6.50	11.91	17.24
盈利能力 (%)				
毛利率	16.16	12.71	12.00	12.92
净利率	7.16	5.34	4.85	5.62
总资产收益率 ROA	4.44	3.65	3.68	4.18
净资产收益率 ROE	13.77	11.92	12.29	13.16
偿债能力				
流动比率	0.56	0.61	0.66	0.66
速动比率	0.31	0.39	0.43	0.43
现金比率	0.19	0.28	0.31	0.30
资产负债率 (%)	64.72	66.34	66.94	64.88
经营效率				
应收账款周转天数	24.70	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	57.65	45.00	45.00	45.00
总资产周转率	0.67	0.73	0.80	0.76
每股指标 (元)				
每股收益	4.15	3.88	4.34	5.09
每股净资产	30.14	32.55	35.34	38.69
每股经营现金流	9.57	12.69	14.62	12.58
每股股利	1.60	1.55	1.74	2.04
估值分析				
PE	14	14	13	11
PB	1.9	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.67	9.44	8.18	7.01
股息收益率 (%)	2.84	2.76	3.09	3.63

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	14,791	13,392	14,987	17,571
折旧和摊销	13,022	13,990	16,835	19,812
营运资金变动	-333	10,244	11,526	-502
经营活动现金流	30,053	39,831	45,909	39,507
资本开支	-35,360	-36,328	-30,590	-32,935
投资	-2,185	-2,007	-1,030	-1,030
投资活动现金流	-37,078	-37,417	-30,777	-33,111
股权募资	957	0	0	0
债务募资	17,950	19,321	4,500	500
筹资活动现金流	6,186	12,224	-3,303	-7,958
现金净流量	-821	14,639	11,829	-1,562

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048