

分析师: 顾敏豪
登记编码: S0730512100001
gumh00@ccnew.com 021-50586308

2024 年产销增长经营稳健, 新项目保障 长期发展

——万华化学(600309)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

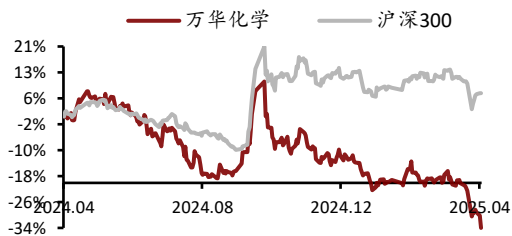
市场数据(2025-04-15)

收盘价(元)	56.26
一年内最高/最低(元)	93.75/56.26
沪深 300 指数	3,761.23
市净率(倍)	1.80
流通市值(亿元)	1,766.42

基础数据(2025-03-31)

每股净资产(元)	31.31
每股经营现金流(元)	0.19
毛利率(%)	15.70
净资产收益率_摊薄(%)	3.14
资产负债率(%)	66.15
总股本/流通股(万股)	313,974.66/313,974.6
	6
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《万华化学(600309)公司点评报告: 减值与费用增长拖累业绩, 未来有望恢复成长》
2025-03-25

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 04 月 16 日

事件: 公司公布 2024 年年报, 2024 年公司实现营业收入 1820.69 亿元, 同比增长 3.38%, 实现归属母公司的净利润 130.33 亿元, 同比下滑 22.49, 扣非后的归母净利润 133.59 亿元, 同比下滑 18.74%, 基本每股收益 4.15 元。公司同时公布了 2025 年一季报, 一季度公司实现营业收入 430.68 亿元, 同比下滑 6.70%, 实现净利润 30.82 亿元, 同比下滑 25.87%, 扣非后的净利润 30.40 亿元, 同比下滑 26.33%。

● 2024 年经营稳健, 减值损失和资产报废拖累业绩。2024 年, 受市场需求疲软、能源价格高企、贸易阻碍增多等因素的影响, 公司聚氨酯和石化行业景气低位运行。公司积极应对全球经济贸易不确定性影响, 深化全球渠道布局, 通过数智化资源投入, 持续提升装置自主运行水平, 多套装置完成技改扩能。推动主要产品销量及收入保持增长态势。具体来看, 2024 年公司聚氨酯销量 564 万吨, 同比增长 15.34%, 石化系列产品销量 547 万吨, 同比增长 15.89%; 精细化学品及新材料系列销量 203 万吨, 同比增长 27.67%。产品价格方面, 根据卓创资讯数据, 2024 年纯 MDI 和聚合 MDI 均价分别为 19037 和 17297 元/吨, 同比下跌 5.28%和上涨 8.18%; TDI 和软泡聚醚均价 14452 和 8979 元/吨, 同比下跌 20.09%和 9.55%。此外, 石化系列产品如丙烯、丙烯酸、丁二烯、MTBE 和苯乙烯等价格均以下跌为主。公司主要产品量增价跌, 全年聚氨酯、石化系列和新材料系列分别实现收入 758.44、725.18 和 282.73 亿元, 同比增长 12.55%、4.60%和 18.61%。在各业务增长的推动下, 2024 年公司实现营业收入 1820.69 亿元, 同比增长 3.38%。

盈利能力方面, 公司聚氨酯、石化和新材料系列毛利率分别为 26.15%、3.52%和 12.78%, 同比-1.54, +0.01 和-8.64 个百分点。全年综合毛利率 16.16%, 同比下滑 0.61 个百分点, 整体经营表现稳健。全年业绩下滑主要受研发投入增加, 三项费用同比增长以及计提大额减值损失 (7.4 亿元) 和非流动资产报废损失 (8.9 亿元) 等因素影响。

● 一季度景气低位运行, 公司业绩承压。2025 年一季度, 聚氨酯、石化行业景气低位运行, 公司产品量增价跌, 盈利下滑业绩承压。公司聚氨酯、石化和新材料系列分别销售 145、133 和 54 万吨, 同比+10.69%, -0.75%和 +22.73%, 收入 184.27、163.20 和 73.70 亿元, 同比

+5.29%、-11.85%和+20.72%。受产品价格下滑影响，一季度综合毛利率 15.70%，同比下降 1.93 个百分点，净利率 7.16%，同比下降 1.85 个百分点。受产品价格下跌和盈利能力下滑影响，一季度公司实现营业收入 430.68 亿元，同比下滑 6.70%，净利润 30.82 亿元，同比下滑 25.87%，扣非后的净利润 30.40 亿元，同比下滑 26.33%。

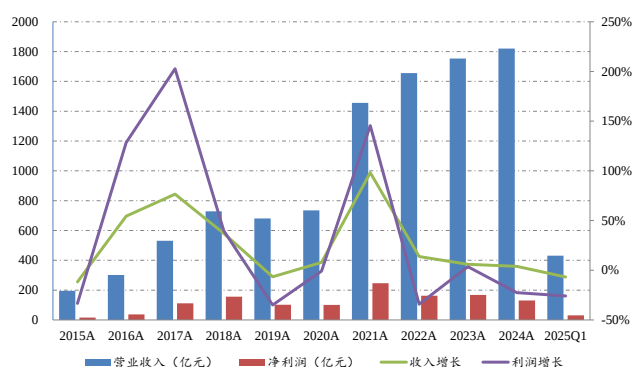
- **新项目储备丰富，未来成长具有保障。**在石化业务的基础上，公司持续发力精细化学品和新材料业务，布局柠檬醛及衍生物、PC、合成香料、生物可降解塑料等多个项目。2024 年公司 20 万吨 POE 和 4.8 万吨柠檬醛装置投产，新材料业务保持快速成长态势。未来公司仍有较多项目储备，如聚氨酯技改、乙烯项目二期、POE 二期和 1 万吨香兰素产业链项目等，从而保障公司长期的增长。凭借石化业务带来的原材料质量和成本优势，公司的新材料业务发展潜力广阔，推动公司从全球聚氨酯龙头向新材料巨头迈进。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2025、2026 年 EPS 为 4.53 元和 5.73 元，以 4 月 15 日收盘价 56.26 元计算，PE 分别为 12.42 倍和 9.82 倍。考虑到公司的发展前景，给予公司“增持”的投资评级。

风险提示：下游需求不及预期、项目进展不及预期、产品价格下跌、行业竞争加剧

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	175,361	182,069	196,955	218,225	242,333
增长比率（%）	5.92	3.83	8.18	10.80	11.05
净利润（百万元）	16,816	13,033	14,224	17,980	21,594
增长比率（%）	3.59	-22.49	9.14	26.41	20.10
每股收益(元)	5.36	4.15	4.53	5.73	6.88
市盈率(倍)	10.50	13.55	12.42	9.82	8.18

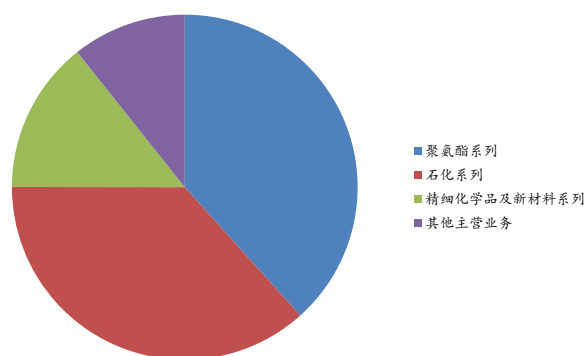
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司历年业绩



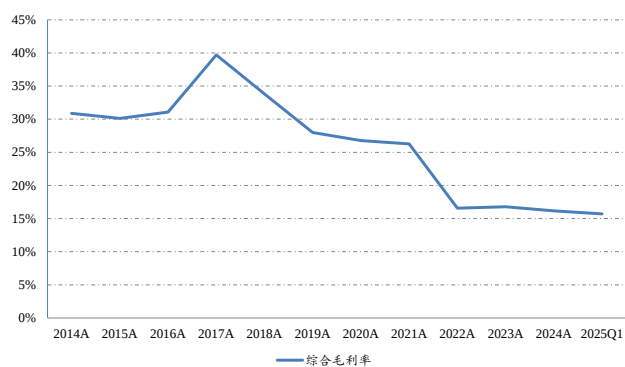
资料来源：中原证券研究所，wind

图 2：公司收入结构



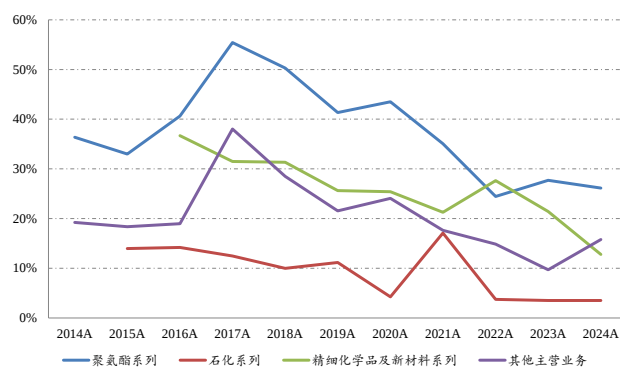
资料来源：中原证券研究所，wind

图 3：公司综合毛利率



资料来源：中原证券研究所，wind

图 4：公司分产品毛利率



资料来源：中原证券研究所，wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	61,864	69,990	73,457	89,309	117,144
现金	23,710	24,533	24,632	35,151	57,076
应收票据及应收账款	9,144	12,319	13,130	14,548	16,156
其他应收款	986	1,316	1,368	1,515	1,683
预付账款	2,203	2,124	2,237	2,458	2,707
存货	20,650	24,107	25,318	27,817	30,634
其他流动资产	5,172	5,592	6,771	7,820	8,889
非流动资产	191,176	223,343	238,702	245,389	243,602
长期投资	7,046	9,651	10,451	11,251	12,051
固定资产	98,764	118,828	140,380	163,092	170,778
无形资产	10,786	11,971	12,771	13,621	14,471
其他非流动资产	74,581	82,892	75,100	57,425	46,302
资产总计	253,040	293,333	312,159	334,698	360,746
流动负债	108,657	126,083	126,938	128,519	130,837
短期借款	43,526	35,557	32,557	30,557	29,557
应付票据及应付账款	45,594	69,136	69,048	70,806	72,408
其他流动负债	19,537	21,390	25,333	27,156	28,872
非流动负债	49,929	63,750	67,426	70,926	73,426
长期借款	39,811	48,176	51,176	54,176	56,176
其他非流动负债	10,118	15,574	16,250	16,750	17,250
负债合计	158,586	189,833	194,364	199,445	204,263
少数股东权益	5,798	8,874	10,632	12,411	14,546
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
资本公积	1,816	1,806	1,806	1,806	1,806
留存收益	83,848	90,147	102,082	117,762	136,856
归属母公司股东权益	88,656	94,626	107,163	122,843	141,937
负债和股东权益	253,040	293,333	312,159	334,698	360,746

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26,797	30,053	30,320	36,266	39,776
净利润	18,300	14,791	15,982	19,758	23,730
折旧摊销	11,389	13,022	14,046	15,894	16,366
财务费用	2,825	2,884	2,542	2,508	2,484
投资损失	-621	-709	-689	-655	-727
营运资金变动	-5,108	-333	-1,825	-1,653	-2,492
其他经营现金流	11	398	263	415	415
投资活动现金流	-44,830	-37,078	-29,172	-22,440	-14,368
资本支出	-43,070	-35,360	-29,145	-22,145	-14,145
长期投资	-1,870	-2,185	-950	-950	-950
其他投资现金流	110	467	923	655	727
筹资活动现金流	22,809	6,186	-1,060	-3,308	-3,484
短期借款	-493	-7,969	-3,000	-2,000	-1,000
长期借款	23,842	8,365	3,000	3,000	2,000
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-344	-10	0	0	0
其他筹资现金流	-197	5,800	-1,060	-4,308	-4,484
现金净增加额	4,684	-821	99	10,519	21,925

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	175,361	182,069	196,955	218,225	242,333
营业成本	145,926	152,643	165,716	182,072	200,514
营业税金及附加	960	1,084	1,182	1,309	1,454
营业费用	1,346	1,619	1,871	1,942	2,157
管理费用	2,450	3,023	3,348	3,623	4,023
研发费用	4,081	4,550	5,022	5,456	6,058
财务费用	1,676	2,094	2,272	2,237	2,097
资产减值损失	-135	-740	-50	-50	-50
其他收益	943	1,181	985	1,418	1,575
公允价值变动收益	82	-76	50	50	50
投资净收益	621	709	689	655	727
资产处置收益	1	39	35	35	35
营业利润	20,389	17,966	19,252	23,695	28,368
营业外收入	64	96	50	50	50
营业外支出	444	1,137	500	500	500
利润总额	20,010	16,924	18,802	23,245	27,918
所得税	1,710	2,133	2,820	3,487	4,188
净利润	18,300	14,791	15,982	19,758	23,730
少数股东损益	1,484	1,758	1,758	1,778	2,136
归属母公司净利润	16,816	13,033	14,224	17,980	21,594
EBITDA	32,766	32,817	35,121	41,375	46,381
EPS (元)	5.36	4.15	4.53	5.73	6.88

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	5.92	3.83	8.18	10.80	11.05
营业利润 (%)	2.78	-11.89	7.16	23.08	19.72
归属母公司净利润 (%)	3.59	-22.49	9.14	26.41	20.10
获利能力					
毛利率 (%)	16.79	16.16	15.86	16.57	17.26
净利率 (%)	9.59	7.16	7.22	8.24	8.91
ROE (%)	18.97	13.77	13.27	14.64	15.21
ROIC (%)	10.11	8.30	7.93	8.85	9.54
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.67	64.72	62.26	59.59	56.62
净负债比率 (%)	167.90	183.41	165.00	147.46	130.53
流动比率	0.57	0.56	0.58	0.69	0.90
速动比率	0.33	0.31	0.32	0.41	0.59
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.67	0.65	0.67	0.70
应收账款周转率	19.27	16.97	15.48	15.77	15.79
应付账款周转率	10.41	7.34	6.38	7.57	9.49
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	5.36	4.15	4.53	5.73	6.88
每股经营现金流 (最新摊薄)	8.53	9.57	9.66	11.55	12.67
每股净资产 (最新摊薄)	28.24	30.14	34.13	39.13	45.21
估值比率					
P/E	10.50	13.55	12.42	9.82	8.18
P/B	1.99	1.87	1.65	1.44	1.24
EV/EBITDA	9.66	9.27	7.40	6.07	4.97

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。