

万华化学 (600309.SH)

增持 (维持)

2024 年业绩有所下滑, 公司持续稳健经营

事件: 公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报, 2024 年全年实现营收 1821 亿元, 同比增长 3.83%, 归母净利润为 130 亿元, 同比下降 22.49%, 扣非后归母净利润为 134 亿元, 同比下降 18.74%, 其中四季度单季度实现营收 345 亿元, 同比下降 19.49%, 环比下降 31.8%, 归母净利润 19.4 亿元, 同比下降 52.8%, 扣非后归母净利润 24.31 亿元, 同比下降 39.39%。2025 年一季度实现营收 431 亿元, 同比下降 6.7%, 归母净利润 30.82 亿元, 同比下降 25.87%, 扣非后归母净利润 30.4 亿元, 同比下降 26.33%。

□ 以量换价, 全年营收实现稳步增长。2024 年, 聚氨酯系列产品从量上来看, 实现销量 564 万吨, 同比增长 15%, 产量 580 万吨, 同比增长 16%, 总体实现营收 758 亿元, 同比增长 12%。2024 年, 聚氨酯系列产品价格多数呈现稳中走低趋势。纯 MDI 产品: 消费增速放缓, 全年市场均价在 19,000 元/吨左右。聚合 MDI 产品: 下半年国家对家电产品实行补贴政策, 冰箱、冷柜行业需求增长明显, 全年市场均价在 17,000 元/吨左右。TDI 产品: 受下游家居行业出口带动, TDI 市场需求有所提升, 全年市场均价在 14,500 元/吨左右。软泡聚醚产品: 2024 年下游家居及汽车行业内需平稳, 出口增长, 但行业竞争加剧, 聚醚全年市场均价在 9,000 元/吨左右。石化产品 2024 年产量为 544 万吨, 同比增长 15%, 销量 547 万吨, 同比增长 16%, 实现营收 725 亿元, 略有增长, 主要受到化工产品价格拖累。精细化学品板块实现销量 203 万吨, 同比增长 28%。

□ 公司拟使用自有资金回购公司股份, 回购金额不低于 3 亿元且不超过 5 亿元人民币, 本次回购股份用于注销并减少公司注册资本, 回购价格不超过 99.36 元/股。按照回购股份价格上限 99.36 元/股计算, 公司预计回购股份数量为 302 万股-503 万股之间, 占公司股本比例为 0.1%-0.16%。另外, 公司将向全体股东每 10 股派发现金红利 7.3 元 (含税), 预计派发现金红利 22.9 亿元, 加上中期已分配的现金红利, 公司 2024 年度派发现金金额占归母净利润的比例为 30.11%。公司将在保证正常经营的前提下, 坚持为投资者提供持续、稳定的现金分红, 并结合公司经营现状和业务发展目标, 按照公司的战略规划在相关领域继续加大项目投资, 为股东带来长期的投资回报。

□ 给予“增持”投资评级。考虑到全球竞争格局以及油价走势, 我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 1912 亿元、2198 亿元和 2418 亿元, 归母净利润分别为 115.74 亿元、124.9 亿元和 132.8 亿元, EPS 分别为 3.69 元、3.98 元和 4.23 元。当前股价对应 PE 分别为 15.3 倍、14.1 倍和 13.3 倍, 给予“增持”投资评级。

□ 风险提示: 新产能投放进度低于预期, 原材料价格上涨过多, 油价剧烈波动

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	175361	182069	191173	219848	241833
同比增长	6%	4%	5%	15%	10%
营业利润(百万元)	20389	17966	16060	17256	18288
同比增长	3%	-12%	-11%	7%	6%
归母净利润(百万元)	16816	13033	11574	12490	13280

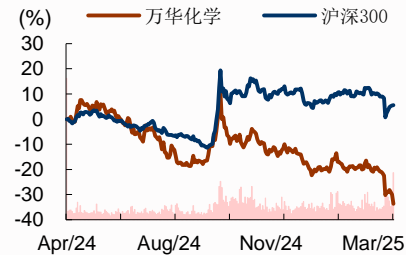
周期/化工
目标估值: NA
当前股价: 56.26 元

基础数据

总股本 (百万股)	3140
已上市流通股 (百万股)	3140
总市值 (十亿元)	176.6
流通市值 (十亿元)	176.6
每股净资产 (MRQ)	31.3
ROE (TTM)	12.2
资产负债率	66.1%
主要股东	烟台国丰投资控股集团有限公司
主要股东持股比例	21.59%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-17	-31	-33
相对表现	-11	-29	-39



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《万华化学 (600309) 一三季度业绩有所下滑, 静待油价企稳》2024-10-31
- 《万华化学 (600309) 一聚氨酯需求增长拉动业绩, 精细化学品展现增长潜力》2024-08-13
- 《万华化学 (600309) 一一季度业绩稳中有增, 看好公司长期发展》2024-04-19

周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
赵晨曦 S1090523010001
zhaochenxi@cmschina.com.cn

同比增长	4%	-22%	-11%	8%	6%
每股收益(元)	5.36	4.15	3.69	3.98	4.23
PE	10.5	13.6	15.3	14.1	13.3
PB	2.0	1.9	2.1	2.5	2.9

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司分园区情况	5
1、 市场及营销情况	5
2、 生产运营情况	6
(1) 烟台产业园	6
(2) 宁波工业园	6
(3) 匈牙利 BC 公司	6
(4) 万华福建	6
(5) 万华四川	7
(6) 万华蓬莱	7
3、 技术创新	7
二、 公司分事业部情况	8
1、 聚氨酯业务板块	8
2、 石化业务板块	9
3、 精细化学品及新材料业务板块	10
三、 核心竞争力	11
1、 公司高度重视研发投入	11
2、 技术创新	11
3、 卓越运营	12
4、 六有人才	12

图表目录

图 1: 纯 MDI 价格走势	8
图 2: 聚合 MDI 价格走势	8
图 3: TDI 价格走势	9
图 4: 苯乙烯价格走势	9
图 5: 乙烯价格走势	9
图 6: 丙烯价格走势	10
图 7: 丙烯酸价格走势	10
图 8: 纯苯价格走势	10

图 9: 万华化学历史 PE Band	12
图 10: 万华化学历史 PB Band	12
附: 财务预测表	13

一、公司分园区情况

2024 年，国际环境复杂多变，全球经济格局深度调整，贸易限制措施增加，全球产业链、供应链加速重构。全球化工市场需求不足，竞争持续加剧，行业企业经营效益面临压力。公司积极应对全球经济贸易不确定性影响，不断深化全球渠道布局，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。公司各业务板块主要产品销量及销售收入同比保持增长态势，同时加强贸易业务管控，审慎确认收入，贸易收入同比去年下降。

公司紧跟人工智能的发展浪潮，扎实推进“数智化年”管理主题，加快数字化转型步伐，利用数据和 AI 赋能业务，不断提升装置生产效率和安全管理水平，提升企业运营和协同效率，持续增强企业综合竞争实力。2024 年，公司集中科研力量，形成压强效应，聚氨酯制造技术持续精进领先；在合成生物学、电化学等多个前沿领域，加快探索步伐，为未来产业发展储备动能；通过收购兼并，实现了电池正极材料的全产业链布局，为第二增长曲线业务发展打下坚实基础；蓬莱产业园一期工程如期建成投产，乙烯二期项目建设稳步推进，万华产业继续走在高端化、智能化、绿色化的发展道路上。

1、市场及营销情况

聚氨酯业务在“深度国际化、深度渠道下沉、深度一体化协同”的工作方针指导下，坚定配置海外市场资源，加快国际团队建设，植根销售，细化海外市场开发颗粒度，在全球加快形成毛细血管式的销售网络，为全球合作伙伴提供极致产品、至臻服务。聚焦行业发展，深耕行业培育，建立行业标准，持续做大市场蛋糕，为行业发展赋能。研、产、销“铁三角”营销模式卓越落地，解决方案型业务、差异化产品业务快速发展，MDI、TDI、聚醚、改性产品销量和市场份额再创历史新高，成为全球聚氨酯行业市场领先企业。

石化业务围绕“强化合作、协同发展，夯实石化产业链生态圈”的营销策略，积极应对石化业务有效需求增速不足、产能持续过剩、产业链利润压缩的不利局面。通过深化头部客户战略合作，发挥产业链联动优势，增收提效；通过新应用持续开发，市场份额不断提升、行业龙头地位持续强化；在研、产、销通力合作下，高端应用领域销售占比不断提升。在海外业务方面，发挥内外联动作用，有效疏导过剩产能。

精细化学品及新材料业务方面，ADI 类业务面对市场需求低迷、市场竞争加剧的形势，围绕“提升销量、持续降本”的经营主线，致力于打造长期核心竞争力，国内外份额持续增加，并开发多款差异化产品。PC 类业务聚焦在汽车、光学、医疗等细分特殊行业，持续开发高端产品，市场价格、差异化水平等均保持国内领先，在全球供应过剩、价格下滑的不利局面下，通过技改扩能实现产量新高，成本持续降低。TPU、PMMA、膜材料、SAP 等业务全球市场份额进一步提升，ADI 发泡剂、车衣膜等高附加值产品市场份额位居国内前列，POE、柠檬醛、尼龙 12 弹性体、MQ 树脂装置成功开车，稳定运行。2024 年公司落实全球供应链一体化管理的战略规划，旨在通过整合全球各地仓储物流资源，实现跨区域共享，进一步优化海外供应链管理流程，提升海外物流仓储管理水平、降低物流运营成本、提升全球客户物流服务能力，建立起契合业务的战略服务商运营体系。

2、生产运营情况

(1) 烟台产业园

2024年，烟台产业园以“数智化”为主题，推进智能工厂建设，遵循标准化、自动化、数字化、智能化、AI的规划路径开展工作，以卓越运营为指导思想，以精益管理为抓手，通过产业链一体化协同，打造极限制造优势，实现多个产品年度产量再创新高。通过余热回收项目投用、汽改电等手段，产品能耗持续降低。

2024年，烟台产业园“微创新”进入巩固提升、规范开展阶段，发布《微创新指导书》，激发个人与组织的创新活力，助力公司长远发展；优化阿米巴成本考核体系，提升业务单元的经营思维和成本管控能力，有效降低运行成本；以对标优秀企业为卓越运营的重要抓手，2024年与外部57家企业开展对标，为强化公司低成本运营优势贡献力量。

(2) 宁波工业园

2024年，宁波工业园在保证安全生产的前提下，不断提升敏捷制造能力，灵活满足市场需求。极致产品成为客户首选，针对成熟业务，围绕价值创造，进行全流程挖潜；针对成长业务，落实两提（提产、提质）一降（降本），提升竞争能力。在项目建设方面，围绕延链、补链，实现高质量投资。

宁波工业园2024年紧紧围绕“数智化”管理主题，通过多技术、多工具进一步赋能自主运行，提升本质安全水平和行业竞争优势。实时监测装置、工艺参数、设备运行状态参数，评价装置整体运行情况，指导生产处理；以AI模型代替人工经验操作，根据工艺参数实时预测最优用碱量，精准控制、优化成本。

(3) 匈牙利BC公司

2024年，BC公司在生产方面持续进行三率（自控率、报警率、联锁率）优化，提升安全稳定运行能力。通过修订涉及卓越制造体系的6个核心要素（生产、质量、成本、生产技术、资产完整性、HSE）的制度，进一步提升卓越制造水平。

BC公司面对欧洲经济持续低迷、需求不足的不利形势，共克时艰，MDI和TDI欧洲区的销售份额进一步提升，解决方案型产品销量再创新高，支持国内各事业部欧洲区的销售工作。

在“数智化”管理方面，BC公司围绕全产业链加快数字化转型步伐，规划项目共计47项，其中已上线项目40项；通过智能化改造不断提升装置生产效率和安全性，致力于将BC建设成为欧洲最有竞争力的聚氨酯制造商。

(4) 万华福建

2024年，万华福建高效完成80万吨/年MDI装置技改扩能，实现增产稳产；每月进行成本对标，树立经营思维，持续挖潜降本，将技术优势转化为成本优势。另外，在做好生产运行的同时，全力推进新项目建设。

万华福建2024年紧密围绕“数智化”管理主题，持续打造数智化园区。首创“嵌入

式监管模式”，获得海关总署高度认可。首个智慧化质检项目落地，实现水质、滴定等 21 个项目全自动无人分析。“微创新”方面，通过“专题引领、全员参与、聚焦创新”，形成了全员创新的氛围和文化。

（5）万华四川

2024 年，万华四川各装置平稳运行，连续化石墨负极等电池产业链项目陆续投产。万华四川不断通过“极限制制造、极致成本和产品差异化”打造卓越竞争力，打造万华电池业务技术迭代竞争优势，致力于成为电池材料“首席创新官”和“行业领导者”，深化集团公司第二增长曲线的战略布局。

（6）万华蓬莱

2024 年，万华蓬莱攻坚克难，实现了蓬莱一期项目主要装置一次性开车成功的目标。在生产准备方面，组织有经验的工程师全程盯盘，并对开车的 9 项能力再培训、再抽查、再提升，通过现场 PSSR（启动前安全检查）、“三查（查设计漏项、查施工质量、查未完工程）四定（定流程、定方案措施、定操作人员、定时间）”不断提升员工技能水平。

在数智化建设方面，万华蓬莱 2024 年围绕“职能巡检、自主运行、智慧仓储、智慧监管、智慧工程、无人调度、智慧平台、管理变革”八个工作组推进，将数智化投资转化为数智化生产力，降低人员需求，提高生产效率。

3、技术创新

2024 年，公司持续开展各园区装置优化和技术迭代，开发并投用超低盐酸比等多项新技术，逐步突破装置运行瓶颈，在显著降本的同时实现产品质量再提升，保持万华 MDI、TDI 产品全球领先优势；POCHP 装置单套产能达到世界最大；多元醇新工艺投用，各项指标位居行业领先；开发多款高端聚烯烃产品，产品竞争力显著提升。

公司持续突破精细化学品、高端化工新材料等关键技术，自主研发的 POE 装置一次性开车成功，打破国外垄断；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，运行情况良好；膜材料、水性材料等不断推陈出新，成功进入多家行业头部客户。

公司将电池材料业务作为第二增长曲线，紧抓战略机遇期。三大负极材料全流程快速打通，正极材料持续开发差异化新技术，加速技术升级，致力于成为电池材料行业“首席创新官”和“行业领导者”。

公司坚持产业可持续发展，大力赋能下游行业低碳发展。持续提升可降解材料的产品竞争力和市场份额，加速开发低成本方案；推进聚氨酯回收，形成产品全生命周期的服务方案；推进 CO₂ 资源化利用方案落地，助力低碳经济发展。

公司持续深化与科研院所的有机合作，聚焦电池、人工智能、营养化学品、合成生物学、电化学、特种材料等前瞻性领域，与三十余家知名高校达成产学研深度合作，共同推动化学材料领域的技术创新和成果转化；北京大学-万华化学联合研究中心科研大楼正式启用，首批项目入驻，为公司的创新发展奠定基础。公司

不断创新，全年共申请国内外发明专利 1220 件，新获得授权 649 件。

二、公司分事业部情况

2024 年，国际环境复杂多变，地缘政治动荡、区域冲突不断，全球经济格局深度调整，产业链、供应链加速重构，部分国家和地区贸易保护措施频出，国际贸易紧张局势进一步加剧，全球经济增速低迷。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，石化化工行业投资整体放缓，竞争持续加剧，产品价格下行，企业经营效益面临压力。

虽然外部环境变化带来不利影响，但中国经济呈现稳健向好态势，发展基础牢、增长潜能大。中国石化化工行业已发展成为全球的重要一极，总体规模大、产业集中度高、竞争力强。2024 年国内石化化工行业克服了产能过剩、有效需求不足、竞争严重内卷等因素扰动，总体运行基本稳定，在创新驱动新质生产力发展、绿色低碳转型、数字化智能化升级等方面取得了新的成效，产业向高质量发展 and 新型工业化不断迈进。面向未来，围绕创新驱动、绿色低碳、结构优化、国际合作、集群发展仍然具有很大的发展空间。

1、聚氨酯业务板块

聚氨酯业务包括异氰酸酯和聚醚多元醇两部分。大宗异氰酸酯分为 MDI 和 TDI 两类。截至 2024 年末，公司拥有 MDI 产能 380 万吨/年，同时万华福建 MDI 将技改扩能新增 70 万吨/年，预计 2026 年第二季度完成，届时万华全球 MDI 产能将达到 450 万吨/年；截至 2024 年末，公司拥有 TDI 产能 111 万吨/年，同时万华福建第二套 33 万吨/年 TDI 项目预计 2025 年 5 月份建成投产，届时万华 TDI 总产能将达到 144 万吨/年。公司目前是全球最大的 MDI 和 TDI 供应商。聚醚多元醇是聚氨酯产业另一关键原料，与异氰酸酯有极强的协同效应。公司聚醚业务总产能 159 万吨，在聚醚业务领域已经发展成为家电、家居、汽车、涂料等下游行业的核心供应商，成为客户信赖的差异化解决方案提供商，成为中国市场领先、世界一流的聚醚多元醇供应商。

图 1：纯 MDI 价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 2：聚合 MDI 价格走势



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 3: TDI 价格走势



资料来源: 百川盈孚、招商证券

2、石化业务板块

石化业务目前主要发展 C2、C3 和 C4 烯烃衍生物, 致力于成为具有独特竞争优势、最具影响力的高端烯烃及衍生物供应商。万华依托世界级规模 PO/AE 一体化装置和大乙烯装置, 不断拓展 C2、C3、C4 产业链及价值链。2024 年, 万华蓬莱一期 PDH 等项目完成建设并实现一次性开车成功, 产品质量达到行业领先水平。2025 年初, 万华烟台 25 万吨/年 LDPE 装置一次性开车成功, 为公司迈入高端聚烯烃领域打下坚实基础。同时, 为优化配置生产要素, 实现石化高质量、高利润发展, 公司已经在原料来源及深加工方面进行战略布局:

2024 年 7 月 23 日, 万华化学、万融新材料(福建)有限公司(以下简称“万融新材料”)与阿布扎比国家石油公司(ADNOC)、北欧化工(Borealis)、博禄化学(Borouge)签署《项目合作协议》。ADNOC、Borealis、Borouge 组成投资联合体和万融新材料按照 50%:50% 持股比例组建中外合资公司, 共同启动在福建省福州市建设一套特种聚烯烃一体化设施。另外, 万华化学(烟台)石化有限公司近期拟采用增资扩股方式引进拥有丰富 LPG 资源的境外化工企业作为战略投资者, 以保证 LPG 原料的长期稳定供应。

图 4: 苯乙烯价格走势



资料来源: 百川盈孚、招商证券

图 5: 乙烯价格走势



资料来源: 百川盈孚、招商证券

图 6: 丙烯价格走势



资料来源: 百川盈孚、招商证券

图 7: 丙烯酸价格走势



资料来源: 百川盈孚、招商证券

图 8: 纯苯价格走势



资料来源: 百川盈孚、招商证券

3、精细化学品及新材料业务板块

该板块包括功能化学品分公司、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。

功能化学品分公司拥有特种异氰酸酯、特种胺及中间体等多个产品系列，致力于为下游客户提供高性能、质量稳定的原材料和解决方案，推动复合材料、涂料、聚氨酯、橡胶助剂等产业绿色可持续发展。

新材料事业部主要产品包括热塑性聚氨酯弹性体(TPU)、聚烯烃弹性体(POE)、尼龙弹性体(PEBA)、聚甲基丙烯酸甲酯(PMMA)、水处理膜等，广泛应用于光伏、汽车、鞋服等领域，为客户提供定制化材料解决方案。

表面材料事业部致力于环保型涂料&粘合剂原材料、SAP、有机硅中间体及终端胶粘剂的研发、生产、销售和服务，下游市场涵盖建筑和工业涂料、汽车涂料、水性粘合剂、电子胶粘剂、织物涂层和合成革、个人和家庭护理、离型剂以及生物基产品等领域。

高性能聚合物事业部业务主要包括聚碳酸酯、生物降解材料、尼龙 12、改性塑料等高端聚合物以及产业链相关化学品，产品广泛应用于新能源、医疗健康、电子电器、高端光学、绿色包装等领域，为客户提供高品质、差异化、绿色可持续聚合物产品及服务解决方案。

氯产品事业部业务涵盖 PVC、烧碱、特种 PVC 及其他氯产品，主要应用于建筑材料、工业制品、日用品等领域。基于公司在异氰酸酯产业链的优势，做大做强氯碱 MDI/TDI/PVC 产业链。

营养科技公司产品主要包括香料、营养品及高端中间体，下游应用覆盖营养与健康、日化香精、食品香精、个人护理等多个领域。通过优质、健康、绿色、低碳的产品推动行业健康可持续，提升用户生活品质。

电池科技有限公司专注于电池材料及相关化学品领域，产品涵盖磷酸铁锂、硅碳负极、N-甲基吡咯烷酮（NMP）、聚丙烯酸（PAA）等，广泛应用于新能源汽车、储能、消费电子等领域。通过持续技术创新、产品迭代和产业链整合，为客户提供定制化、差异化、绿色低碳的电池材料解决方案。

三、核心竞争力

1、公司高度重视研发投入

公司 2024 年全年研发投入 45.50 亿元,主要围绕现有装置迭代升级、高端化工新材料突破、电池材料技术攻关、可持续发展技术研发等方面展开。在现有装置迭代升级方面，公司开发并投用超低盐酸比等多项新技术，突破装置运行瓶颈，推进 MDI、TDI 装置扩能，保持公司 MDI、TDI 产品全球领先优势；深度优化石化产业链全流程，POCHP 装置单套产能达到世界最大，投用多元醇新工艺，各项指标行业领先。在高端化工新材料突破方面，公司自主研发的 POE、柠檬醛、VA、特种异氰酸酯、聚氨酯固化剂等技术均完成产业化落地，装置开车成功，运行情况良好。在电池材料技术攻关方面，公司打通石墨负极、硅碳负极、树脂基硬碳负极等三大负极材料全流程，持续开发正极材料差异化新技术，加速技术升级。在可持续发展技术研发方面，公司持续培育可降解材料产业，加速开发低成本方案；推进聚氨酯回收进程，形成产品全生命周期的服务方案；推进 CO2 资源化利用方案落地，助力低碳经济发展。

2、技术创新

万华化学已经形成了从基础研究、工程化开发、工艺流程优化到产品应用研发的创新型研发体系，拥有“先进聚合物国家工程研究中心”、“国家认定企业技术中心”、“国家技术标准创新基地(化工新材料)”及 9 个“国家认可分析实验室”等研发平台。2024 年，万华持续开展各园区装置优化和技术迭代；突破化学品、高端化工新材料及解决方案；将电池材料业务作为第二增长曲线，紧抓机遇期；坚持产业可持续发展，大力赋能下游行业低碳发展；持续深化与科研院所的有机合作，聚焦电池、人工智能、营养化学品、合成生物学、电化学、特种材料等前瞻性领域。

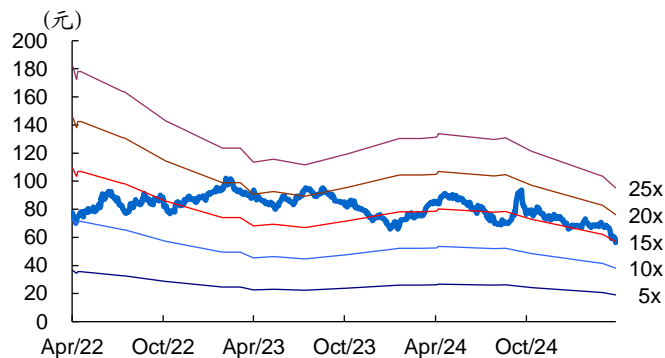
3、卓越运营

万华始终以卓越运营为基础，通过多年的实践已经建立起具有万华特色的卓越运营体系；并且根据外部环境以及公司业务发展情况，持续改进，以提高业务效率、客户满意度和公司整体业绩，助力各业务高效能可持续发展。2024年，微创新进一步融入公司文化，与公司使命、愿景和价值观形成链接。同时，微创新与卓越制造体系相结合，成为优化流程、提升效率、降低成本的有效手段，不断提升自身竞争力，保持行业领先地位。完成生产基地阿米巴体系推广，推行预算管理变革，提升全员经营意识，在坚持“业务驱动，价值导向”原则指导下，做好项目把控，打造数智优势，建设智慧万华，为公司的健康发展保驾护航。

4、六有人才

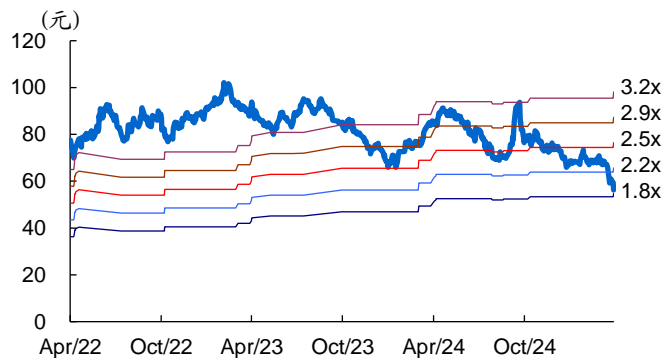
万华化学一直把人才作为最重要的战略资源来精心培育和管理，始终以宏伟的事业愿景感召人、以科学的分配体系激励人、以优秀的企业文化凝聚人、以系统的成才机制培养人，以期打造一支符合万华标准的“六有人才”（有激情、有思想、有胸怀、有韧劲、有担当、有业绩）队伍，为提升企业自主创新能力提供不竭动力。万华化学加大人才培养力度，发挥万华大学人才培养平台的作用，筑牢人才发展高地，为公司培育更多“六有人才”，2024年培训超25000人次。为员工提供良好的工作环境和福利待遇，确保员工的收入和生活质量得到保障。注重员工的职业发展，提供丰富的培训和发展机会，帮助员工提升技能，拓宽职业发展空间。

图 9：万华化学历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 10：万华化学历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	61864	69990	65374	73715	82956
现金	23710	24533	17693	18780	22536
交易性投资	144	78	78	78	78
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	9144	12319	12935	14875	16363
其它应收款	986	1316	1382	1589	1748
存货	20650	24107	25271	29166	32083
其他	7230	7637	8015	9227	10150
非流动资产	191176	223343	239692	254153	266944
长期股权投资	7046	9651	9651	9651	9651
固定资产	98764	118828	136600	152342	166284
无形资产商誉	12943	14167	12750	11475	10328
其他	72423	80696	80690	80685	80681
资产总计	253040	293333	305065	327868	349901
流动负债	108657	126083	148541	181030	211854
短期借款	43526	35557	65578	85956	107710
应付账款	45594	69136	72474	83643	92008
预收账款	5674	5194	5445	6284	6912
其他	13863	16196	5045	5147	5224
长期负债	49929	63750	63750	63750	63750
长期借款	39811	48176	48176	48176	48176
其他	10118	15574	15574	15574	15574
负债合计	158586	189833	212292	244781	275604
股本	3140	3140	3140	3140	3140
资本公积金	1816	1806	1806	1806	1806
留存收益	83700	89680	77392	66020	55438
少数股东权益	5798	8874	10436	12121	13912
归属于母公司所有者权益	88656	94626	82338	70966	60384
负债及权益合计	253040	293333	305065	327868	349901

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26797	30053	33844	41433	43970
净利润	18300	14791	13136	14175	15072
折旧摊销	10145	11842	15000	16888	18558
财务费用	2825	2884	6125	7325	8569
投资收益	(621)	(709)	(1813)	(1813)	(1813)
营运资金变动	(3767)	1827	1395	4858	3584
其它	(85)	(582)	0	0	0
投资活动现金流	(44830)	(37078)	(29536)	(29536)	(29536)
资本支出	(43098)	(35830)	(31349)	(31349)	(31349)
其他投资	(1732)	(1248)	1813	1813	1813
筹资活动现金流	22809	6186	(11148)	(10809)	(10678)
借款变动	47178	32703	18839	20378	21754
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(344)	(10)	0	0	0
股利分配	(23611)	(29765)	(23862)	(23862)	(23862)
其他	(414)	3258	(6125)	(7325)	(8569)
现金净增加额	4776	(838)	(6841)	1087	3756

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	175361	182069	191173	219848	241833
营业成本	145926	152643	160011	184673	203140
营业税金及附加	960	1084	1138	1309	1439
营业费用	1346	1619	1700	1955	2150
管理费用	2450	3023	3174	3650	4015
研发费用	4081	4550	4778	5495	6044
财务费用	1676	2094	6125	7325	8569
资产减值损失	(178)	(904)	0	0	0
公允价值变动收益	82	(76)	(76)	(76)	(76)
其他收益	943	1181	1181	1181	1181
投资收益	621	709	709	709	709
营业利润	20389	17966	16060	17256	18288
营业外收入	64	96	96	96	96
营业外支出	444	1137	1137	1137	1137
利润总额	20010	16924	15018	16215	17247
所得税	1710	2133	1882	2040	2175
少数股东损益	1484	1758	1561	1685	1792
归属于母公司净利润	16816	13033	11574	12490	13280

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	6%	4%	5%	15%	10%
营业利润	3%	-12%	-11%	7%	6%
归母净利润	4%	-22%	-11%	8%	6%
获利能力					
毛利率	16.8%	16.2%	16.3%	16.0%	16.0%
净利率	9.6%	7.2%	6.1%	5.7%	5.5%
ROE	20.3%	14.2%	13.1%	16.3%	20.2%
ROIC	12.2%	9.1%	9.5%	10.1%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	62.7%	64.7%	69.6%	74.7%	78.8%
净负债比率	36.3%	32.4%	37.3%	40.9%	44.6%
流动比率	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
速动比率	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
存货周转率	7.5	6.8	6.5	6.8	6.6
应收账款周转率	19.3	17.0	15.1	15.8	15.5
应付账款周转率	4.2	2.7	2.3	2.4	2.3
每股资料(元)					
EPS	5.36	4.15	3.69	3.98	4.23
每股经营净现金	8.53	9.57	10.78	13.20	14.00
每股净资产	28.24	30.14	26.22	22.60	19.23
每股股利	6.28	7.60	7.60	7.60	7.60
估值比率					
PE	10.5	13.6	15.3	14.1	13.3
PB	2.0	1.9	2.1	2.5	2.9
EV/EBITDA	12.0	12.2	10.3	9.2	8.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。