

聚氨酯

万华化学（600309.SH）

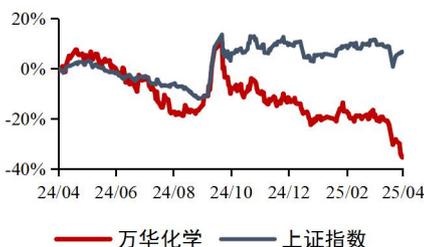
买入-B(维持)

技改扩能产销同比增长，成本控制能力与产品竞争力提升

2025年4月18日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2025年4月18日

收盘价(元):	54.99
年内最高/最低(元):	100.40/54.56
流通A股/总股本(亿):	31.40/31.40
流通A股市值(亿):	1,726.55
总市值(亿):	1,726.55

资料来源：最闻

基础数据：2025年3月31日

基本每股收益(元):	0.98
摊薄每股收益(元):	0.98
每股净资产(元):	34.23
净资产收益率(%):	3.14

资料来源：最闻

分析师:

李旋坤

执业登记编码: S0760523110004

邮箱: lixuankun@sxzq.com

研究助理:

王金源

邮箱: wangjinyuan@sxzq.com

事件描述

➢ 4月14日，公司发布《2024年年度报告》与《2025年一季度报告》，2024年实现营业总收入1820.69亿元，同比+3.83%；归母净利润130.33亿元，同比-22.49%；扣非归母净利润133.59亿元，同比-18.74%。2025Q1实现营业总收入430.68亿元，同环比分别-6.70%/+24.96%；归母净利润为30.82亿元，同环比分别-25.87%/+58.89%；扣非归母净利润为30.40亿元，同环比分别-26.33%/+25.07%。

事件点评

➢ 聚氨酯业务板块贡献显著，精细化学品及新材料业务快速增长。2024年，公司实现营业总收入1820.69亿元，同比+3.83%，毛利率和净利率分别为16.16%和8.12%，同比分别下降0.62pct和2.31pct。分产品来看，公司聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列营收分别为758.44、725.18、282.73亿元，同比分别增长12.55%、4.60%、18.61%，销量分别为564、547、203万吨，同比分别增长15.4%、15.7%、27.7%，主要系多套装置完成技改扩能。对应的产品毛利率分别为26.15%、3.52%、12.78%，同比分别-1.54pct、+0.01pct、-8.64pct，主要系化工行业景气度较低，低位震荡，大部分产品价格持续下行。一季度公司主要产品销量同比增长，但受产品价格下跌影响，获利同比下降。

➢ 多个装置建成投产，在建项目如期推进。石化板块，2024年，公司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。聚氨酯板块，福建工业园MDI装置产能从40万吨/年技改扩能至80万吨/年，宁波工业园MDI装置完成了产能从120万吨/年技改扩能至150万吨/年。未来，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，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。精细化学品及新材料业务板块，TPU三期、POE、PEBA、聚碳酸酯二元醇(PCDL)项目顺利投产，MS和XLPE项目稳步推进，预计2025年投产。

➢ 持续加大研发投入，成本控制能力与产品竞争力提升。公司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，成本控制能力与产品竞争力显著提升。2024年全年研发投入45.50亿元，占收入的比例为2.5%，全年共申请国内外发明专利1220件，新获得授权649件。公司将电池材料业务作为第二增长曲线，三大负极材料全流程打通，正极材料持续开发差异化新技术，加速技术升级。

投资建议



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



➤ 预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 149.7/165.9/179.1 亿元，对应 PE 分别为 11.5/10.4/9.6 倍。看好公司通过技术创新与产能技改更新带来的成本控制优势与产品竞争力的提升，维持“买入-B”评级。

风险提示

➤ 原材料价格大幅波动、产能建设进度不及预期、贸易摩擦加剧、宏观经济增长不及预期等风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	175,361	182,069	207,834	216,211	229,243
YoY(%)	5.9	3.8	14.2	4.0	6.0
净利润(百万元)	16,816	13,033	14,972	16,587	17,909
YoY(%)	3.6	-22.5	14.9	10.8	8.0
毛利率(%)	16.8	16.2	15.5	16.2	16.3
EPS(摊薄/元)	5.36	4.15	4.77	5.28	5.70
ROE(%)	19.4	14.3	13.4	13.1	12.5
P/E(倍)	10.3	13.2	11.5	10.4	9.6
P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2
净利率(%)	9.6	7.2	7.2	7.7	7.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

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	61864	69990	63978	73762	77465
现金	23710	24533	14748	25497	23177
应收票据及应收账款	9144	12319	12182	13306	13718
预付账款	2203	2124	2815	2323	3124
存货	20650	24107	27381	25777	30478
其他流动资产	6157	6907	6853	6859	6967
非流动资产	191176	223343	238793	245601	251657
长期投资	7046	9651	12060	14916	17549
固定资产	98764	118828	136748	142510	148635
无形资产	10786	11971	12692	13307	13902
其他非流动资产	74581	82892	77293	74868	71572
资产总计	253040	293333	302771	319363	329122
流动负债	108657	126083	130127	137081	136840
短期借款	43526	35557	44244	41837	41291
应付票据及应付账款	45594	69136	62848	73416	70786
其他流动负债	19537	21390	23035	21828	24763
非流动负债	49929	63750	53118	44761	35167
长期借款	39811	51576	42061	33146	23830
其他非流动负债	10118	12174	11057	11616	11337
负债合计	158586	189833	183245	181842	172007
少数股东权益	5798	8874	9928	11337	13022
股本	3140	3140	3140	3140	3140
资本公积	1816	1806	1806	1806	1806
留存收益	83848	90147	102441	116632	132563
归属母公司股东权益	88656	94626	109598	126184	144093
负债和股东权益	253040	293333	302771	319363	329122

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26797	30053	21960	43513	30957
净利润	18300	14791	16026	17995	19594
折旧摊销	10145	11842	11713	13764	15478
财务费用	1676	2094	2335	2597	2568
投资损失	-621	-709	-711	-710	-710
营运资金变动	-5351	-961	-7749	9926	-6117
其他经营现金流	2647	2996	347	-59	144
投资活动现金流	-44830	-37078	-26851	-19777	-20981
筹资活动现金流	22809	6186	-4895	-12987	-12296
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	5.36	4.15	4.77	5.28	5.70
每股经营现金流(最新摊薄)	8.53	9.57	6.99	13.86	9.86
每股净资产(最新摊薄)	28.24	30.14	34.91	40.19	45.89

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	175361	182069	207834	216211	229243
营业成本	145926	152643	175599	181293	191854
营业税金及附加	960	1084	1258	1309	1387
营业费用	1346	1619	1848	1923	2038
管理费用	2450	3023	3388	3503	3691
研发费用	4081	4550	5015	5311	5581
财务费用	1676	2094	2335	2597	2568
资产减值损失	-178	-943	-852	-640	-760
公允价值变动收益	82	-76	-76	-76	-76
投资净收益	621	709	711	710	710
营业利润	20389	17966	19275	21398	23116
营业外收入	64	96	75	70	76
营业外支出	444	1137	1137	1137	1137
利润总额	20010	16924	18213	20331	22055
所得税	1710	2133	2187	2335	2462
税后利润	18300	14791	16026	17995	19594
少数股东损益	1484	1758	1054	1409	1685
归属母公司净利润	16816	13033	14972	16587	17909
EBITDA	34708	33589	33299	37340	40262

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	5.9	3.8	14.2	4.0	6.0
营业利润(%)	2.8	-11.9	7.3	11.0	8.0
归属于母公司净利润(%)	3.6	-22.5	14.9	10.8	8.0
获利能力					
毛利率(%)	16.8	16.2	15.5	16.2	16.3
净利率(%)	9.6	7.2	7.2	7.7	7.8
ROE(%)	19.4	14.3	13.4	13.1	12.5
ROIC(%)	11.8	9.3	8.8	9.4	9.5
偿债能力					
资产负债率(%)	62.7	64.7	60.5	56.9	52.3
流动比率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
速动比率	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	19.3	17.0	17.0	17.0	17.0
应付账款周转率	4.2	2.7	2.7	2.7	2.7
估值比率					
P/E	10.3	13.2	11.5	10.4	9.6
P/B	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.4	7.9	8.2	6.8	6.2

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

