

2025 年 04 月 20 日

万华化学（600309.SH）

盈利短期承压，项目推进助力长期发展

投资要点

- ◆ **事件：**万华化学发布 2024 年报和 2025 年一季报，2024 年实现营收 1820.69 亿元，同比增长 3.83%；归母净利润 130.33 亿元，同比增长-22.49%；扣非归母净利润 133.59 亿元，同比增长-18.74%；毛利率 16.16%，同比下滑 0.63pct。2025Q1 实现营收 430.68 亿元，同比增长-6.70%，环比增长 24.96%；归母净利润 30.82 亿元，同比增长-25.87%，环比增长 58.89%；扣非归母净利润 30.40 亿元，同比增长-26.33%，环比增长 25.07%；毛利率 15.70%，同比下滑 1.93pct，环比下降 3.81pct。
- ◆ **行业景气低迷，计提减值准备及资产报废，盈利承压。**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。分板块看，2024 年公司聚氨酯、石化、精细化学品及新材料分别实现收入 758.44、725.18、282.73 亿元，同比分别增长 12.55%、4.60%、18.61%；毛利率分别为 26.15%、3.52%、12.78%，同比分别变化-1.54pct、0.01pct、-8.64pct；销量分别为 564、547、203 万吨，同比增长 15.40%、15.69%、27.65%。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，其中聚氨酯、精细化学品及新材料销量和收入保持两位数增长，但毛利率出现下滑，石化板块销量收入增长，毛利率稳中略增。同时，公司 2024 年计提资产减值准备合计 9.43 亿元，资产报废损失合计 8.90 亿万元，合计减少合并财务报表利润总额 18.32 亿元。
- ◆ **产能加码，新项目推动产销增长。**公司已形成产业链高度整合、深度一体化的聚氨酯、石化、精细化学品和新材料产业集群，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。2024 年 4 月，福建工业园 MDI 装置完成了产能从 40 万吨/年至 80 万吨/年的技改扩能；2024 年 12 月，宁波工业园 MDI 装置完成了产能从 120 万吨/年至 150 万吨/年的技改扩能；2024 年 9 月 PC 大修后产能为 60 万吨；2024 年 5 月，特种聚醚项目投产。聚氨酯板块，据 2024 年报口径，聚氨酯产能 650 万吨/年，产能利用率 88%，公司目前是全球最大的 MDI 和 TDI 供应商；其中 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；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；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。石化业务板块，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，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；烟台产业园 PO/AE 一体化项目 219 万吨/年，产能利用率达 96%，烟台工业园聚氨酯产业链一体化-乙烯项目产能 353 万吨/年，产能利用率 100%；2024 年，万华蓬莱一期 PDH

公司快报

基础化工 | 聚氨酯III

投资评级

买入(维持)

股价(2025-04-18)

54.99 元

交易数据

总市值（百万元）	172,654.67
流通市值（百万元）	172,654.67
总股本（百万股）	3,139.75
流通股本（百万股）	3,139.75
12 个月价格区间	91.68/55.05

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.73	-18.81	-41.29
绝对收益	-20.66	-19.85	-34.77

分析师

骆红永

SAC 执业证书编号：S0910523100001
luohongyong@huajinsc.cn

相关报告

万华化学：景气下行展现经营韧性，多项目推进释放长期动能-华金证券-化工-公司快报-万华化学 2024.9.5

万华化学：经营稳健，新项目有序推进支撑未来发展-华金证券-化工-公司快报-万华化学 2024.5.13

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/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。精细化工品及新材料业务板块，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，其中 2024 年设计产能为 60 万吨/年 PC 项目和 16 万吨/年 PMMA 项目，产能利用率分别为 78%、73%。

◆ **研发储备多点开花，积蓄未来增长新动力。**万华持续聚焦电池、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。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。

◆ **投资建议：**万华化学聚氨酯地位稳固，石化、精细化学品和新材料产不断延伸，持续技改扩能，深化研发储备积蓄未来新增长点。由于宏观环境和行业景气变化，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入分别为 2078.35(原 2301.45)/2203.31(原 2539.99)/2451.48 亿元，同比增长 14.2%/6.0%/11.3%，归母净利润分别为 145.26(原 240.06)/171.51(原 271.88)/208.16 亿元，同比增长 11.5%/18.1%/21.4%，对应 PE 分别为 11.9x/10.1x/8.3x；维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**需求不及预期；项目进度不确定性；贸易摩擦风险；安全环保风险。

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	207,835	220,331	245,148
YoY(%)	5.9	3.8	14.2	6.0	11.3
归母净利润(百万元)	16,816	13,033	14,526	17,151	20,816
YoY(%)	3.6	-22.5	11.5	18.1	21.4
毛利率(%)	16.8	16.2	15.8	16.4	17.7
EPS(摊薄/元)	5.36	4.15	4.63	5.46	6.63
ROE(%)	19.4	14.3	13.7	14.4	15.2
P/E(倍)	10.3	13.2	11.9	10.1	8.3
P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2
净利率(%)	9.6	7.2	7.0	7.8	8.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

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	72083	76313	84979
现金	23710	24533	24597	26651	28679
应收票据及应收账款	9144	12319	12423	13498	15343
预付账款	2203	2124	2252	2387	2774
存货	20650	24107	25907	26712	30965
其他流动资产	6157	6907	6903	7065	7217
非流动资产	191176	223343	239154	245411	268895
长期投资	7046	9651	12757	15863	18968
固定资产	98764	118828	136985	147176	168572
无形资产	10786	11971	12692	13307	13902
其他非流动资产	74581	82892	76720	69065	67453
资产总计	253040	293333	311237	321724	353874
流动负债	108657	126083	130701	135790	140316
短期借款	43526	35557	35557	35557	35557
应付票据及应付账款	45594	69136	70905	76430	73104
其他流动负债	19537	21390	24239	23803	31655
非流动负债	49929	63750	60550	50977	58631
长期借款	39811	51576	48376	38803	46457
其他非流动负债	10118	12174	12174	12174	12174
负债合计	158586	189833	191252	186768	198948
少数股东权益	5798	8874	10834	13148	15956
股本	3140	3140	3140	3140	3140
资本公积	1816	1806	1806	1806	1806
留存收益	83848	90147	101686	115311	131849
归属母公司股东权益	88656	94626	109151	121808	138970
负债和股东权益	253040	293333	311237	321724	353874

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	31390	37514	34979
净利润	18300	14791	16485	19465	23625
折旧摊销	10145	11842	11901	14207	16856
财务费用	1676	2094	1933	2138	2259
投资损失	-621	-709	-560	-521	-527
营运资金变动	-5351	-961	1678	2282	-7206
其他经营现金流	2647	2996	-46	-56	-27
投资活动现金流	-44830	-37078	-27106	-19886	-39786
筹资活动现金流	22809	6186	-4220	-15575	6835

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	5.36	4.15	4.63	5.46	6.63
每股经营现金流(最新摊薄)	8.53	9.57	10.00	11.95	11.14
每股净资产(最新摊薄)	28.24	30.14	34.76	38.80	44.26

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	175361	182069	207835	220331	245148
营业成本	145926	152643	175052	184169	201872
营业税金及附加	960	1084	1351	1322	1593
营业费用	1346	1619	1871	1873	2084
管理费用	2450	3023	3325	3305	3922
研发费用	4081	4550	5196	5178	6129
财务费用	1676	2094	1933	2138	2259
资产减值损失	-178	-943	-852	-652	-812
公允价值变动收益	82	-76	46	56	27
投资净收益	621	709	560	521	527
营业利润	20389	17966	18862	22271	27031
营业外收入	64	96	0	0	0
营业外支出	444	1137	0	0	0
利润总额	20010	16924	18862	22271	27031
所得税	1710	2133	2377	2807	3407
税后利润	18300	14791	16485	19465	23625
少数股东损益	1484	1758	1960	2314	2808
归属母公司净利润	16816	13033	14526	17151	20816
EBITDA	33094	31896	32695	38616	46145

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	6.0	11.3
营业利润(%)	2.8	-11.9	5.0	18.1	21.4
归属于母公司净利润(%)	3.6	-22.5	11.5	18.1	21.4
获利能力					
毛利率(%)	16.8	16.2	15.8	16.4	17.7
净利率(%)	9.6	7.2	7.0	7.8	8.5
ROE(%)	19.4	14.3	13.7	14.4	15.2
ROIC(%)	11.1	8.6	8.4	9.7	10.3
偿债能力					
资产负债率(%)	62.7	64.7	61.4	58.1	56.2
流动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.3	0.3	0.3	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	16.8	17.0	17.0
应付账款周转率	4.2	2.7	2.5	2.5	2.7
估值比率					
P/E	10.3	13.2	11.9	10.1	8.3
P/B	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.7	8.3	8.1	6.7	5.9

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn