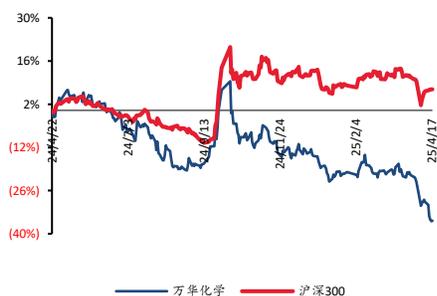


## 万华化学 2024 年报及 2025 年一季报点评： 毛利率下滑拖累业绩，精细化学品及新材料业务持续增长

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	31.4/31.4
总市值/流通(亿元)	1,726.55/1,726.55
	6.55
12 个月内最高/最低价(元)	100.4/54.56

### 相关研究报告

<<未来三大板块均有项目陆续落地，夯实公司成长基础>>—2024-03-27

### 证券分析师：王亮

E-MAIL: wangl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522120001

### 证券分析师：王海涛

E-MAIL: wanght@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523010001

**事件：**公司近期发布 2024 年报，期内实现营业收入 1820.69 亿元，同比增长 3.83%；实现归母净利润 130.33 亿元，同比下降 22.49%。公司拟每 10 股派现 12.5 元（含税）。公司发布 2025 年一季报，实现归母净利润 30.82 亿元，同比下降 25.87%。

### 点评：

**毛利率下滑拖累业绩。**公司 2024 年实现营业收入 1820.69 亿元，同比增长 3.83%；实现归母净利润 130.33 亿元，同比下降 22.49%。其中，公司第四季度实现营业收入 344.65 亿元，同比下降 19.49%，实现归母净利润 19.40 亿元，同比下降 52.83%。2024 年业绩下滑主要原因包括：产品价格下跌及原料成本波动导致整体毛利率同比下降 0.62 个百分点至 16.09%；规模扩张导致费用同比大幅增长，其中，销售费用同比增长 20.25%、管理费用同比增长 23.38%；计提资产减值损失 7.40 亿元（主要为存货跌价、在建工程及固定资产减值）及固定资产/在建工程报废损失（计入营业外支出 11.37 亿元）。但公司主要产品销量均保持同比增长，聚氨酯产品销量 564 万吨（同比+15.40%），石化产品销量 547 万吨（同比+15.69%），精细化学品及新材料产品销量 203 万吨（同比+27.65%），体现了公司在行业中的竞争优势。

**传统主业和精细化学品及新材料产能持续释放。**公司通过技改扩能实现以量补价（福建 MDI 40 万吨/年提升至 80 万吨/年，宁波 MDI 120 万吨/年提升至 150 万吨/年），未来福建 MDI 将继续技改扩能至 150 万吨/年（预计 2026Q2 完成），福建第二套 33 万吨/年 TDI 项目预计 2025 年 5 月投产，持续巩固全球最大 MDI、TDI 供应商地位。公司自主研发的 POE 装置（打破国外垄断）、柠檬醛装置、VA 全产业链、特种异氰酸酯、聚氨酯固化剂等一次开车成功。TPU 三期、PEBA、聚碳酸酯二元醇（PCDL）项目顺利投产。电池材料业务作为第二增长曲线，实现石墨负极、硅碳负极、树脂基硬碳负极等三大负极材料全流程打通。

### 投资建议：

万华化学已形成聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大产业集群，通过不断延伸产业链、扩大高端化产品生产实现持续高效发展。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 4.28/5.32/6.27 元，给予“买入”评级。

### 风险提示：

原材料、产品价格波动；宏观经济不及预期；行业竞争加剧。

### ■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	182,069	201,936	228,722	262,021
营业收入增长率(%)	3.83%	10.91%	13.26%	14.56%
归母净利(百万元)	13,033	13,449	16,711	19,692
净利润增长率(%)	-22.49%	3.19%	24.25%	17.84%
摊薄每股收益(元)	4.15	4.28	5.32	6.27
市盈率(PE)	17.19	12.63	10.16	8.62

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	23,710	24,533	27,972	40,911	60,026
应收和预付款项	11,347	14,443	16,047	18,153	20,793
存货	20,650	24,107	27,060	30,399	34,788
其他流动资产	6,157	6,907	8,214	9,855	11,394
流动资产合计	61,864	69,990	79,292	99,318	127,000
长期股权投资	7,046	9,651	11,082	12,700	14,584
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	98,764	118,828	162,632	189,327	203,533
在建工程	50,455	63,159	35,579	21,290	13,145
无形资产开发支出	10,786	11,971	12,535	13,135	13,699
长期待摊费用	29	31	33	34	35
其他非流动资产	85,962	89,693	99,271	119,305	146,507
资产总计	253,040	293,333	321,132	355,790	391,503
短期借款	43,526	35,557	29,452	24,596	18,286
应付和预收款项	45,594	69,136	77,604	87,180	99,766
长期借款	39,811	48,176	59,020	73,371	84,558
其他负债	29,655	36,964	40,838	42,301	43,890
负债合计	158,586	189,833	206,914	227,448	246,500
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	98,448	110,318	124,322
归母公司股东权益	88,656	94,626	103,529	115,399	129,403
少数股东权益	5,798	8,874	10,689	12,943	15,600
股东权益合计	94,454	103,500	114,218	128,342	145,003
负债和股东权益	253,040	293,333	321,132	355,790	391,503

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	26,797	30,053	42,810	52,318	62,074
投资性现金流	-44,830	-37,078	-39,305	-40,648	-38,356
融资性现金流	22,809	6,186	1,031	1,079	-4,846
现金增加额	4,684	-821	4,547	12,749	18,872

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	175,361	182,069	201,936	228,722	262,021
营业成本	145,926	152,643	171,339	192,480	220,269
营业税金及附加	960	1,084	1,202	1,361	1,560
销售费用	1,346	1,619	1,796	2,034	2,330
管理费用	2,450	3,023	3,353	3,797	4,350
财务费用	1,676	2,094	3,202	3,300	3,292
资产减值损失	-135	-740	-100	-90	-116
投资收益	621	709	786	891	1,020
公允价值变动	82	-76	0	0	0
营业利润	20,389	17,966	18,038	22,364	26,331
其他非经营损益	-379	-1,042	-573	-665	-760
利润总额	20,010	16,924	17,465	21,700	25,571
所得税	1,710	2,133	2,201	2,735	3,223
净利润	18,300	14,791	15,264	18,965	22,349
少数股东损益	1,484	1,758	1,814	2,254	2,657
归母股东净利润	16,816	13,033	13,449	16,711	19,692

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	16.79%	16.16%	15.15%	15.85%	15.93%
销售净利率	9.59%	7.16%	6.66%	7.31%	7.52%
销售收入增长率	5.92%	3.83%	10.91%	13.26%	14.56%
EBIT 增长率	3.77%	-7.40%	4.40%	20.97%	15.45%
净利润增长率	3.59%	-22.49%	3.19%	24.25%	17.84%
ROE	18.97%	13.77%	12.99%	14.48%	15.22%
ROA	8.06%	5.41%	4.97%	5.60%	5.98%
ROIC	10.11%	8.30%	7.96%	8.71%	9.27%
EPS (X)	5.36	4.15	4.28	5.32	6.27
PE (X)	14.33	17.19	12.63	10.16	8.62
PB (X)	2.72	2.37	1.64	1.47	1.31
PS (X)	1.38	1.23	0.84	0.74	0.65
EV/EBITDA (X)	9.66	9.27	6.10	4.91	3.99

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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。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。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。