

## 基础化工

2025年04月23日

## 万华化学 (600309)

——业绩符合预期，25Q1 业绩触底回暖，周期底部看好长期发展

报告原因：有业绩公布需要点评

## 买入 (维持)

市场数据：2025年04月22日

收盘价(元)	54.08
一年内最高/最低(元)	100.40/53.89
市净率	1.7
息率(分红/股价)	0.96
流通A股市值(百万元)	169,797
上证指数/深证成指	3,299.76/9,870.05

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年03月31日

每股净资产(元)	31.31
资产负债率%	66.15
总股本/流通A股(百万)	3,140/3,140
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

## 证券分析师

邵靖宇 A0230524080001  
shaojy@swsresearch.com  
宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

## 联系人

马昕晔  
(8621)23297818x  
maxy@swsresearch.com

## 投资要点：

- **公司发布 2024 年报及 25 年一季报：**2024 年实现营业收入 1820.69 亿元 (YoY+3.83%)，归母净利润 130.33 亿元 (YoY-22.49%)，扣非归母净利润 133.59 亿元 (YoY-18.74%)；其中，Q4 实现营业收入 344.65 亿元 (YoY-19.49%，QoQ-31.8%)，归母净利润 19.4 亿元 (YoY-52.83%，QoQ-33.54%)，扣非归母净利润 24.31 亿元 (YoY-39.39%，QoQ-14.07%)。同时公司发布 2025 年一季报，25Q1 实现营业收入 430.68 亿元 (YoY-6.7%，QoQ+24.96%)，归母净利润 30.82 亿元 (YoY-25.87%，QoQ+58.89%)，扣非归母净利润 30.4 亿元 (YoY-26.33%，QoQ+25.07%)，业绩符合预期。分红方面，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 7.30 元 (含税)，本年度合计现金分红总额 39.25 亿元 (含中期分红)，占全年归母净利润 30.11%。
- **三大板块经营情况：**2024 年 MDI 景气前低后高，25Q1 MDI 涨后回调，聚氨酯板块盈利保持平稳；石化板块 Q4 传统淡季，25Q1 C3 产业链盈利有所回暖，但 C2 产业链仍有拖累，盈利底部震荡；新材料板块项目顺利推进，板块规模有望维持增长。
- **计提大额减值，保持研发投入，后续轻装上阵。**24 年计提大额减值，保持研发投入，后续轻装上阵。24 年公司对部分存货、固定资产及在建工程计提减值准备，计提金额分别为 3.34、1.6、2.46 亿元，同时对部分应收账款计提 2.02 亿元减值，以上合计影响公司全年约 9.43 亿元利润。此外，公司对部分资产进行改造、报废以及取消投资项目，合计产生约 8.9 亿营业外支出，其中固定资产报废损失约 6.02 亿元 (主要系对装置扩能改造及老旧设备报废)，在建工程报废及取消损失 2.87 亿元。后续装置及库存减值计提完毕后，有望轻装上阵。
- **2024 年冰箱冷柜出口需求持续增长，Q4 产销维持高位，25 年 1-2 月份仍维持高位。**从国内需求来看，根据产业在线统计，占据聚合 MDI 需求半壁江山的冰箱行业 24 年全年出口需求维持高位，累计出口数量达 8032 万台，同比增加 19.6%，支撑全年产量达 9770.4 万台，同比增加 11.8%。25 年 1-2 月份出口仍显火热，带动累计产量达 1487 万台，同比增加 13.5%。冷柜产销两端同样旺盛，2024 年累计产量达 3727.3 万台，同比增加 5.0%。25 年 1-2 月份累计产量达 679.6 万台，同比增加 12.4%。2024 年家电行业需求同比向好，2025 年 1-2 月份仍维持高位，MDI 国内需求持续改善。
- **MDI 景气冲高回落，但后续供给端挺价意愿较强，预计 MDI 价格逐步企稳。**2025 年终端家电需求冲高回落，MDI 价格同样呈现倒“V”型走势，但从供给端来看，海外仍有多套装置维持低负荷运行。欧洲方面，亨斯迈欧洲 47 万吨/年 MDI 装置检修，陶氏位于葡萄牙 19 万吨/年 MDI 装置正常运行，其余欧洲 MDI 生产装置均维持低负运行；美洲方面，美国亨斯迈 50 万吨/年装置当前负荷维持 7 成左右，科思创 33 万吨/年 MDI 装置低负运行；全球多套装置处于检修期间，国外装置存缩量预期。国内及亚洲来看，随淡季来临，万华宁波、巴斯夫上海、亨斯迈上海、日本东曹均有检修计划。短期来看，MDI 行业预计维持供需两弱格局，景气有望触底企稳运行。长期看，截至 2025 年新产能投放以万华为主，届时万华化学 MDI 全球市占率有望接近 40%，利好规模企业盈利。
- **盈利预测与估值：**由于当前外部贸易环境扰动，叠加部分产品供给端压力较大，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，预计分别实现 147.31、190.72 亿元 (调整前分别为 165.7、215.9 亿元)，同时新增 2027 年盈利预测，预计实现归母净利润 236.88 亿元，当前市值对应 PE 估值分别为 12X、9X、7X。根据 wind 统计，公司当前 PB 估值为 1.727X，自 2022 年 4 月 25 日至今三年平均 PB 估值中枢为 3.276X，当前具备绝对安全边际，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新项目投产不及预期；下游需求不及预期。

## 财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	182,069	43,068	200,029	248,146	301,309
同比增长率 (%)	3.8	-6.7	9.9	24.1	21.4
归母净利润 (百万元)	13,033	3,082	14,731	19,072	23,688
同比增长率 (%)	-22.5	-25.9	13.0	29.5	24.2
每股收益 (元/股)	4.15	0.98	4.69	6.07	7.54
毛利率 (%)	16.2	15.7	15.4	15.6	15.9
ROE (%)	13.8	3.1	13.5	14.9	15.6
市盈率	13		12	9	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

## 1. 三大板块经营情况

**2024 年 MDI 景气前低后高, 25Q1 MDI 涨后回调, 聚氨酯板块盈利保持平稳。**2024 年公司聚氨酯板块营收 758.44 亿元, 同比增加 12.55%; 产销方面: 聚氨酯产品产、销量分别同比增加 16.23%、15.34%至 580、564 万吨; 价格方面, 聚氨酯板块整体售价约 (包含 MDI、TDI、聚醚等产品, 不含税) 13337.54 元/吨, 同比下降 2.42%, 全年呈现前低后高的回暖趋势, Q4 出口需求旺盛带动景气持续向上。分产品看, 根据天天化工统计, 2024 年聚氨酯板块主要产品纯 MDI、聚合 MDI、TDI、软泡聚醚、硬泡聚醚市场均价 (市场均价含税) 19109、17205、14346、8910、9279 元/吨, 同比分别变动-4.4%、+8.9%、-20%、-9.7%、-6.1%, 分别位于历史分位数 23%、23%、11%、14%、19%, 仅聚合 MDI 稍有改善, 其余均处于景气触底过程。

25 年一季度来看, 开年终端抢出口需求旺盛, 支撑 MDI 报价持续上行, 但节后需求逐步疲软, MDI 高位回落。根据天天化工统计, 主要产品纯 MDI、聚合 MDI、TDI Q1 市场均价分别为 18739、17918、13209 元/吨, 环比分别变动+0.4%、-1.4%、+2.6%。产销量来看, 随万华福建新增 40 万吨及 36 万吨 TDI 技改项目落地, 产、销量分别达 147、145 万吨, 同比分别增长 8.1%、10.7%, 但环比受季节因素影响, 分别下滑 7.5%、14.7%。25Q1 聚氨酯板块营收 184.27 亿元, 同比增长 5.3%, 环比下滑 14.7%。公司是目前全球最大的 MDI 和 TDI 的供应商, 后续福建仍有 70 万吨 MDI 项目规划, 预计 2026 年落地, 巩固公司全球话语权。

**石化板块 Q4 传统淡季, 25Q1 C3 产业链盈利有所回暖, 但 C2 产业链仍有拖累, 盈利底部震荡。**2024 年公司石化板块营业收入 725.18 亿元, 同比增加 4.6%; 产销方面: 石化产品产、销量分别同比增加 14.53%、15.89%至 544、547 万吨; 价格方面: 石化板块整体售价约 13257 元/吨, 同比下滑 9.74%, 2024 年全年石化有效需求不足, 景气表现较为疲软。同时成本端, 根据百川资讯, 丙烷、纯苯 2024 年市场均价分别为 4586、8301 元/吨, 同比分别提升 2.4%、14.5%, 压力传导依旧困难。

25 年一季度来看, C3 产业链 MTBE、丙烯酸及酯等产品景气回暖, 但 C2 产业链 LLDPE、乙烯法 PVC 表现较为疲软, 整体石化业务盈利底部震荡。根据百川资讯统计, MTBE、丙烯酸、丙烯酸丁酯、LLDPE、乙烯法 PVC Q1 市场均价分别为 5973、7397、9201、8265、5465 元/吨, 环比分别变动+6.8%、+9.7%、+4.6%、-3.3%、-3.5%。同时成本端, 油价先涨后跌, 主要原料价格压力稍有缓解, 根据百川资讯, 丙烷、纯苯 25Q1 市场均价分别为 4562、7358 元/吨, 环比分别下滑 0.8%、1%。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, 2025 年万华烟台 25 万吨/年 LDPE 装置一次性开车成功, 同时烟台石化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, 在当前外部环境不确定下, 有望保证 LPG 原料的长期稳定供应。

**新材料板块项目顺利推进, 板块规模有望维持增长。**2022 年下半年 48 万吨/年双酚 A 项目、4 万吨/年尼龙 12 项目计划陆续投产, 烟台 IPDI 产业链完成中间体配套重启成功。24 年 20 万吨 POE 项目建成, 顺利弥补国家产业空白, 4.8 万吨/年柠檬醛及其衍生物一体

化项目成功投产，不断扩展新兴业务领域。2024 年板块营收同比增长 18.61%至 282.73 亿元，产、销量分别同比增长 26.67%、27.67%。后续来看，25 年 1 万吨/年 VA 项目、POE 二期 40 万吨项目有望落地，同时加大布局 ADI 类优势产品，规划 10 万吨/年 HDI、2 万吨/年 IPDI 及 2 万吨/年 HMDI，公司有望自身石化平台优势，打造未来新材料平台企业。

图 1：公司主要产品价格价差

分类	产品名称	单位	最新价格及价差		涨跌幅		季度均价 (元/吨)												2025Q1 均价变动		历史年度均价				历史年度均价			
			2025/4/11	2025/4/11	一月	一月	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	环比24Q4	同比24Q1	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016		
基础原料	MDI挂牌价	元/吨	23500	42%	0.0%	-2.2%	21994	24240	20000	24233	24092	24000	24007	22747	22533	11.9%	-10.1%	23655	23469	23205	23992	19487	49%	48%	47%	52%	23%	
	聚合MDI挂牌价	元/吨	21000	44%	0.0%	0.0%	20267	20000	20000	20000	18549	18000	19238	19097	18189	1.3%	9.3%	19639	18632	20117	22012	16607	39%	35%	40%	48%	26%	
	MDI中市场价	元/吨	17200	16%	-1.7%	-6.0%	18739	18672	18509	18920	20348	20874	21236	18901	18887	0.4%	-7.9%	19109	19883	20809	22379	17836	23%	26%	29%	35%	18%	
	聚合MDI市场价	元/吨	15150	17%	-5.9%	-11.1%	17918	18178	17446	17046	16097	15602	16647	15381	15560	1.4%	11.3%	17205	15800	17205	19665	14456	23%	19%	23%	31%	15%	
	TDI	元/吨	11250	4%	-4.3%	-7.0%	13209	12880	13466	14793	16724	17163	18055	18031	19030	2.6%	-21.0%	14346	17925	18202	24389	11739	11%	19%	20%	11%	6%	
	甲苯胺磺酸	元/吨	7600	4%	-6.2%	-4.4%	8190	8725	8728	9109	9094	9480	10118	9910	9955	-6.1%	-9.9%	8910	9667	10497	17026	12829	14%	21%	26%	75%	43%	
	硝基苯磺酸	元/吨	8200	6%	-2.6%	-1.2%	8441	8983	9203	9434	9563	9994	9889	10306	9829	5.0%	-11.7%	9279	9880	10294	14402	11158	19%	26%	31%	81%	42%	
	MTBE	元/吨	6725	38%	-0.7%	-1.1%	6866	6932	6922	6895	6843	7019	6807	6656	7365	1.0%	0.3%	6899	6959	7193	7904	6791	41%	41%	52%	54%	39%	
	异丙醇	元/吨	5700	44%	-2.0%	-3.3%	5973	5583	6393	7142	6752	6957	7725	7478	7010	6.8%	-11.5%	6446	7297	7426	5812	3981	57%	73%	75%	46%	13%	
	异丙醇	元/吨	6700	7%	0.0%	0.0%	6700	6700	6700	6700	6608	6576	6286	6480	6686	0.0%	1.4%	6577	6508	7358	7772	7144	7%	6%	13%	16%	11%	
石化	环氧丙烷	元/吨	7700	9%	-1.3%	-1.5%	7942	8668	8874	9402	9180	9346	9700	9884	9840	-8.4%	-13.5%	9030	9604	10065	16904	12278	19%	23%	29%	78%	43%	
	丙酮	元/吨	6900	17%	-4.8%	7.0%	7397	6740	6330	6486	6002	6026	6194	5984	7068	9.7%	23.2%	6390	6315	10208	11829	6937	14%	13%	40%	51%	17%	
	丙烯酸	元/吨	11900	48%	-0.8%	2.6%	11028	9726	8127	8590	9134	9960	8396	8973	10866	12.4%	20.7%	8893	9533	14872	15575	9620	25%	30%	72%	78%	28%	
	丙烯酸乙酯	元/吨	9750	23%	-0.5%	-2.0%	9968	9272	8608	9076	9178	10239	9517	9543	10189	17.5%	8.6%	9284	9871	13623	15402	9390	21%	30%	56%	75%	22%	
	丙烯酸丁酯	元/吨	8650	20%	-0.9%	1.8%	9201	8796	8834	9199	9336	9053	9508	8602	9792	4.6%	-1.5%	9040	9237	11833	16254	8369	23%	24%	43%	76%	18%	
	TBA	元/吨	8900	6%	0.0%	-1.6%	8221	6768	7392	7539	6951	7072	7693	7462	6675	-6.6%	-8.1%	7136	7227	7760	7559	7353	18%	19%	21%	23%	21%	
	NPG	元/吨	11800	37%	0.0%	3.5%	10904	9915	10386	10821	9987	9423	9317	9736	10342	10.0%	9.4%	10272	9674	13899	16634	8896	26%	22%	46%	70%	17%	
	TDI二期	元/吨	9550	28%	-14.9%	-15.5%	11945	11263	13218	12118	10412	9103	7868	7710	9079	6.1%	14.7%	11787	8433	8931	8290	6246	35%	21%	23%	20%	11%	
	丁二醇	元/吨	8965	37%	-2.5%	-4.6%	9836	8733	8963	11613	10620	11094	12502	11718	10914	12.6%	-7.4%	10228	11513	11905	9027	6725	51%	65%	66%	38%	13%	
	聚乙二醇	元/吨	7635	34%	-5.6%	-6.0%	8408	8959	9405	9274	8991	8599	8641	8006	8477	2.5%	-6.5%	9212	8415	9306	8896	6074	51%	42%	52%	47%	18%	
其他	LDPE	元/吨	7800	19%	-3.7%	-4.3%	8265	8543	8346	8503	8372	8143	8264	8087	8253	-3.3%	-1.3%	8441	8184	6589	8313	7928	26%	23%	27%	27%	13%	
	乙烷	元/吨	5270	0%	0.0%	-3.7%	5485	5666	5957	6000	6027	6218	6468	6099	6534	-3.5%	-8.3%	5912	6329	7963	9951	6928	6%	10%	20%	44%	16%	
	PC	元/吨	13550	4%	-1.1%	-0.8%	14004	14320	14840	15316	14795	15164	15720	15564	16142	2.1%	-9.3%	14839	15321	18269	2139	14687	51%	39%	48%	11%	20%	
	TPU	元/吨	14300	0%	0.0%	0.0%	14318	14525	15511	15700	15555	15403	15571	15610	16448	-1.4%	-8.0%	15321	15755	20955	22043	18831	5%	8%	33%	40%	23%	
	SAP	元/吨	8900	9%	0.0%	0.0%	8977	8815	8819	8985	8942	9188	9373	9712	9892	-1.8%	0.4%	8890	9541	12570	10544	9919	8%	18%	61%	54%	23%	
	MMA	元/吨	10600	16%	-3.2%	-4.5%	11551	11620	15166	15325	13905	11965	11970	11603	10294	-0.6%	-11.2%	13857	11318	11798	13041	10770	37%	23%	22%	32%	20%	
	PMMA	元/吨	17400	29%	-3.3%	-3.9%	18174	18917	19377	18852	16514	15683	14943	14602	14393	-3.9%	10.1%	18445	14948	15668	17142	15639	37%	10%	16%	27%	15%	
	HDI	元/吨	29230	0%	0.0%	0.0%	29250	29250	29067	30368	35330	37457	35141	38714	54406	0.0%	-17.2%	30999	41366	71015	85616	54544	2%	14%	49%	66%	30%	
	ADI	元/吨	42500	11%	-20.5%	20.1%	21833	37000	37000	40428	40523	37000	48538	50874	50500	1.3%	-17.6%	40966	49710	67625	76000	69654	6%	15%	38%	38%	38%	
	原料	煤炭	元/吨	4303	43%	-0.6%	-2.5%	4562	4601	4696	4576	4470	4503	4529	3784	4746	0.8%	2.1%	4586	4479	5057	4360	2822	47%	45%	54%	44%	21%
甲醇		元/吨	680	10%	0.0%	-1.4%	737	837	854	858	914	965	879	935	1154	-12.0%	-19.4%	866	981	1246	1012	576	19%	24%	37%	26%	5%	
乙二醇		元/吨	630	10%	0.0%	0.0%	654	650	661	663	601	735	662	716	668	-13.2%	-19.8%	629	744	957	795	457	23%	33%	39%	26%	6%	
甲苯		元/吨	6315	47%	-7.5%	-8.9%	7158	7432	8504	8246	7569	7590	6818	7016	7016	-10.0%	-10.8%	8301	7251	8102	7114	3964	70%	58%	68%	56%	19%	
MDI现货价 0.65*吨装		元/吨	11787	14%	-3.5%	-9.7%	13526	13660	12421	11947	12160	12416	12416	12215	12160	-1.0%	11.2%	12547	12487	13182	16125	12973	16%	16%	18%	28%	18%	
MDI现货价 0.75*吨装		元/吨	9690	16%	-1.5%	-8.2%	11360	10865	9759	9417	8975	8116	9322	8042	7932	8.5%	-25.5%	9544	8359	9355	12432	11044	15%	11%	16%	18%	11%	
TDI 0.65*吨装		元/吨	7561	1%	-2.9%	-8.0%	9039	9031	8843	9830	12076	12575	12925	13316	14394	0.1%	-25.1%	9872	13205	13358	10520	9502	7%	14%	15%	8%	6%	
丙烯 1.2*万吨		元/吨	738	16%	-2.1%	10.2%	528	489	391	523	662	262	457	1380	792	7.9%	-20.3%	516	723	698	1806	2795	11%	16%	16%	40%	62%	
丙烯酸 0.8*万吨		元/吨	2320	1%	-2.5%	-2.5%	2451	2159	2330	3816	3864	3748	4018	4422	4030	-12.4%	-13.5%	3512	4055	4154	10493	6951	12%	16%	18%	73%	42%	
丙烯酸甲酯 0.89*万吨		元/吨	2125	15%	-12.9%	31.0%	2513	1843	1413	1578	1134	1048	1358	1266	1822	36.3%	121.7%	1492	1374	4802	6332	211	10%	9%	37%	49%	15%	
丙烯酸乙酯 0.82*万吨	元/吨	5759	63%	3.8%	-1.7%	4459	3730	2504	2820	3763	4585	2931	3552	4567	19.6%	18.5%	3307	3913	5698	5047	3046	32%	41%	63%	55%	30%		
丙烯酸丁酯 0.55*万吨	元/吨	4992	38%	6.1%	-12.2%	3911	3732	4416	3781	4230	5271	4516	4583	4432	14.8%	-7.5%	4844	4693	4811	5702	3732	38%	46%	47%	58%	34%		
丙烯酸丁酯 0.55*万吨	元/吨	4579	34%	3.0%	-2.5%	3134	3271	3630	3898	4399	4102	4493	3704	3959	-4.2%	-28.8%	5270	5512	5751	9275	4276	43%	46%	46%	91%	31%		

资料来源：百川资讯价格模块，卓创资讯价格模块，申万宏源研究

图 2：公司 MDI 挂牌价变化

MDI挂牌价(元/吨)	年度	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
纯MDI	2025年	20500	21500	22500									
	2024年	24500	24500	25200	25200	24200	23000</						

## 2. 2024 年报及 2025 年一季报分析

**24 年计提大额减值，保持研发投入，后续轻装上阵。** 24 年公司对部分存货、固定资产及在建工程计提减值准备，计提金额分别为 3.34、1.6、2.46 亿元，同时对部分应收账款计提 2.02 亿元减值，以上合计影响公司全年约 9.43 亿元利润。此外，公司对部分资产进行改造、报废以及取消投资项目，合计产生约 8.9 亿营业外支出，其中固定资产报废损失约 6.02 亿元（主要系对装置扩能改造及老旧设备报废），在建工程报废及取消损失 2.87 亿元。后续装置及库存减值计提完毕后，有望轻装上阵。

**资本开支方面：**公司 2024 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达 358.3 亿元，同比减少 72.68 亿元，25Q1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达 90.88 亿元，同比减少 20.04 亿元，当前大额资本开支周期接近尾声，现金流压力有望缓解。

**现金流方面：**公司经营性现金流 25Q1 稍有承压，净流入 5.8 亿元，主要受应收账款及存货增加导致。

**费用方面：**公司 25Q1 资产减值及信用减值损失合计达 2 亿元，销售/管理/研发/财务费用 25Q1 分别为 4.24/7.39/11.51/5.78 亿元，环比分别变动-0.29/-0.97/-1.75/+1.78 亿元。

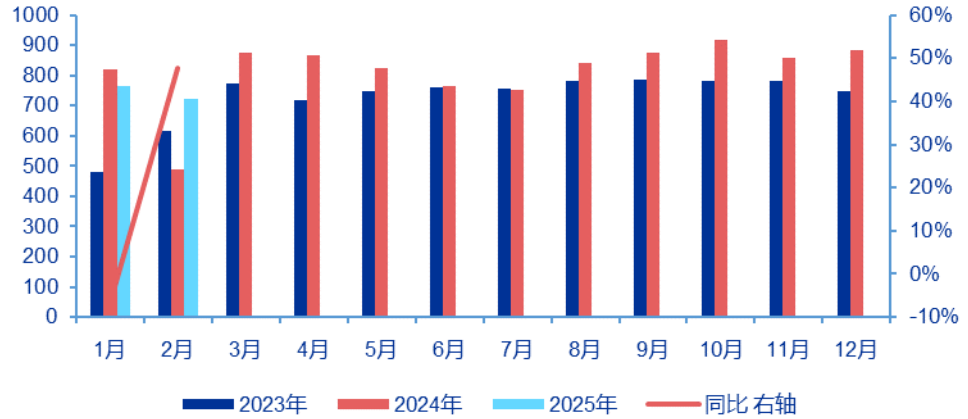
根据公司披露的子公司 2024 年经营情况，万华宁波上半年净利润 17.4 亿元，下半年净利润 30.93 亿元；BC 上半年净利润 1 亿元，下半年净利润-10.4 亿元；万华福建上半年净利润 8.4 亿元，下半年净利润 18.9 亿元；万华烟台氯碱热电上半年净利润 4.9 亿元，下半年净利润 3.7 亿元；万华宁波氯碱上半年净利润 2.2 亿元，下半年净利润 2.2 亿元；万华宁波容威上半年净利润 1.1 亿元，下半年净利润 1.4 亿元。

## 3. 冰箱及出口数据

**2024 年冰箱冷柜出口需求持续增长，Q4 产销维持高位，25 年 1-2 月份仍维持高位。**

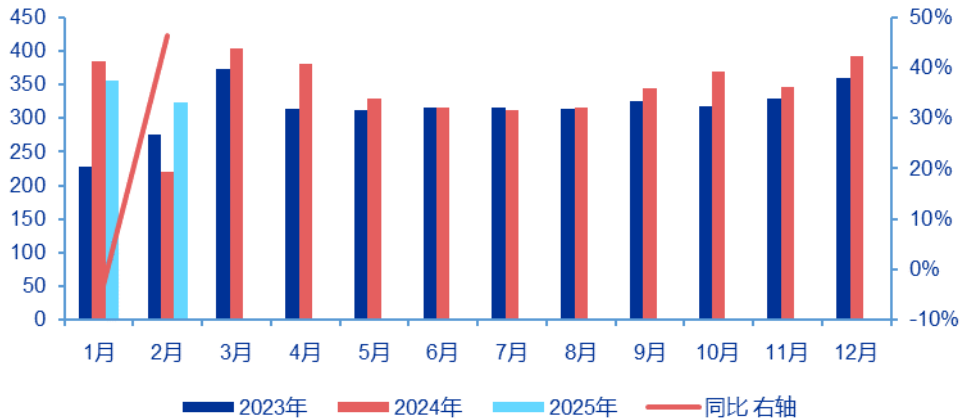
从国内需求来看，根据产业在线统计，占据聚合 MDI 需求半壁江山的冰箱行业 24 年全年出口需求维持高位，累计出口数量达 5187.6 万台，同比增加 18.6%，支撑全年产量达 9770.4 万台，同比增加 11.8%。25 年 1-2 月份出口仍显火热，带动累计产量达 1487 万台，同比增加 13.5%。冷柜产销两端同样旺盛，2024 年累计产量达 4111.3 万台，同比增加 8.8%。25 年 1-2 月份累计产量达 679.6 万台，同比增加 12.4%。2024 年家电行业需求同比向好，2025 年 1-2 月份仍维持高位，MDI 国内需求持续改善。

图 3: 国内冰箱月度产量 (万台)



资料来源：产业在线，申万宏源研究

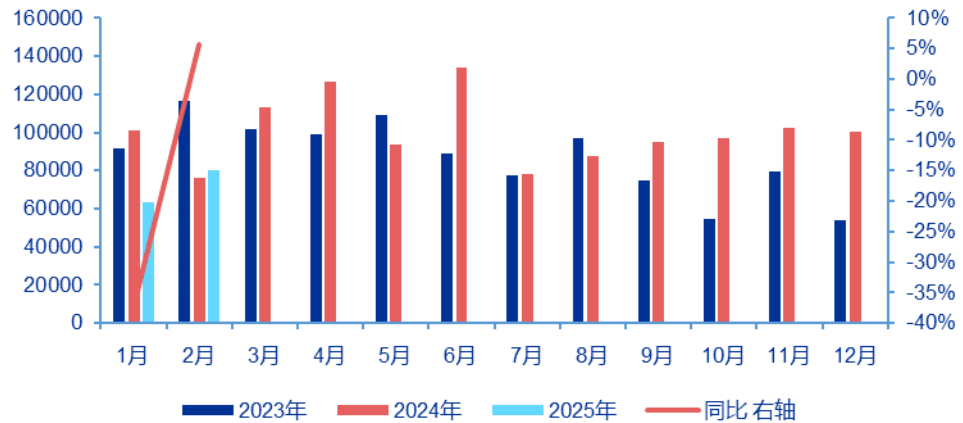
图 4: 国内冷柜月度产量 (万台)



资料来源：产业在线，申万宏源研究

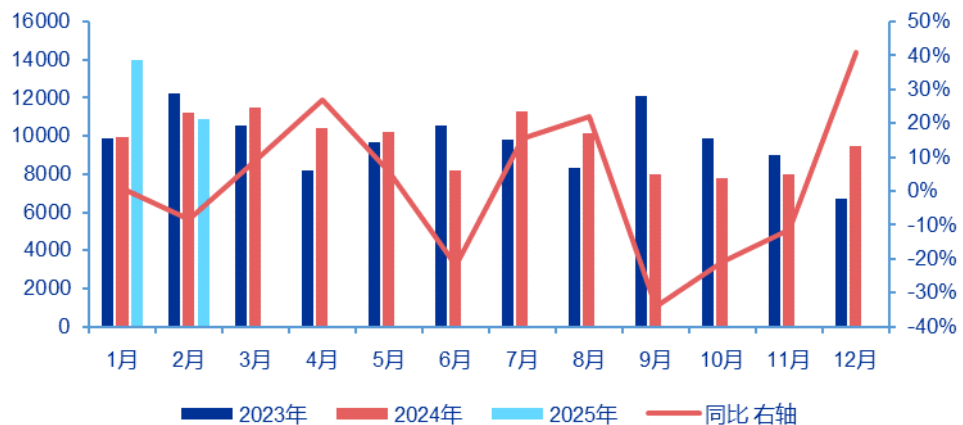
**2024 年部分海外 MDI 装置开工不稳，MDI 全年出口维持旺盛，2025 年 1-2 月份稍有承压。**根据百川资讯统计，2024 年全年 MDI 出口维持高位，聚合 MDI 出口 120.4 万吨，同比增加 15.4%，纯 MDI 出口 11.6 万吨，同比减少 0.6%。2025 年 1-2 月份聚合 MDI 出口 14.3 万吨，同比下降 18.9%，纯 MDI 出口 2.5 万吨，同比增长 17.5%，出口阶段性回调。按照省份数据，山东+浙江+福建聚合 MDI 2024 年整体出口 99.0 万吨，同比增加 14.9%，纯 MDI 整体出口 9.6 万吨，同比减少 1.7%。2025 年 1-2 月份山东+浙江+福建聚合 MDI 出口 11.63 万吨，同比下降 24%，纯 MDI 出口 2 万吨，同比提升 14.8%。我们看好国内 MDI 凭借成本优势，维持较高全球市场份额。

图 5: 聚合 MDI 出口数据 (吨)



资料来源：百川资讯进出口模块，申万宏源研究

图 6: 纯 MDI 出口数据 (吨)



资料来源：百川资讯进出口模块，申万宏源研究

## 4. 展望

**MDI 景气冲高回落，但后续供给端挺价意愿较强，预计 MDI 价格逐步企稳。** 2025 年终端家电需求冲高回落，MDI 价格同样呈现倒“V”型走势，但从供给端来看，海外仍有多套装置维持低负荷运行。欧洲方面，亨斯迈欧洲 47 万吨/年 MDI 装置检修，陶氏位于葡萄牙 19 万吨/年 MDI 装置正常运行，其余欧洲 MDI 生产装置均维持低负运行；美洲方面，美国亨斯迈 50 万吨/年装置当前负荷维持 7 成左右，科思创 33 万吨/年 MDI 装置低负运行；全球多套装置处于检修期间，国外装置存缩量预期。国内及亚洲来看，随淡季来临，万华宁波、巴斯夫上海、亨斯迈上海、日本东曹均有检修计划。短期来看，MDI 行业预计维持供需两弱格局，景气有望触底企稳运行。长期看，截至 2025 年新产能投放以万华为主，届时万华化学 MDI 全球市占率有望接近 40%，利好规模企业盈利。

图 7: 当前全球各 MDI 装置开工情况

企业	装置位置	产能 (万吨)	开工情况	检修计划及其他情况	
国内	万华化学	浙江宁波	120	67%	一期装置3月20日停车检修, 为期30天左右
		山东烟台	110	正常运行	
		福建	80	平稳运行	
	科思创	上海	60	90-95%	
		重庆	40	100%	
	巴斯夫	上海	24	100%	5月下旬起停车检修约1个月
	亨斯迈	上海	35	100%	5月下旬起停车检修约1个月
东曹瑞安	浙江瑞安(仅精馏)	8	100%		
亚洲其他	中东陶氏	沙特朱拜勒	40	正常运行	今年无检修计划
		日本南阳	7	100%	5月初起检修40天
	日本东曹	日本南阳	13	100%	5月中起检修40天
		日本南阳	20	正常运行	
	锦湖三井	韩国丽水	61	100%	
	科思创	日本新居滨	7	100%	
	巴斯夫	韩国丽水	25	100%	
KARUN	伊朗德黑兰	8	60%		
美洲	巴斯夫	盖思马	40	100%	
	科思创	贝墩	33	低负运行	
	陶氏	自由港	44	正常运行	
	亨斯迈	盖思马	50	70%	三套装置, 其中一套停车, 现阶段维持7成开工负荷
欧洲	巴斯夫	比利时	65	低负运行	装置低负运行
		德国	42	低负运行	装置低负运行
	科思创	德国	20	低负运行	装置低负运行
		西班牙	17	低负运行	装置低负运行
	亨斯迈	荷兰	47	0%	12万吨/年装置停车, 其他装置3月12日开始停车检修, 预计为期40天左右
	陶氏	葡萄牙	19	正常运行	
		德国	20	低负运行	装置低负运行
万华化学	匈牙利	40	低负运行	装置低负运行	
检修产能	75	不可抗力产能	0	待检修产能	79

资料来源: 天天化工, 隆众资讯, 申万宏源研究

**携手阿布扎比, 深入乙烷裂解的石化业务路线, 石化业务边际将明显改善。** 根据公司公告, 公司已计划乙烯一期 100 万吨项目改为乙烷进料, 二期 120 万吨项目中约 60 万吨乙烷进料, 同时与阿布扎比合资福建规划 160 万吨乙烷项目。短期乙烷或受海外贸易环境扰动, 但长期来看乙烷原料价格相比丙烷、石脑油及 CTO 工艺均有明显的成本优势, 叠加后续高端牌号烯烃产品占比有望提升, 公司未来石化板块盈利有望得到明显改善。

**新能源领域全产业布局, 第二成长曲线布局逐步完善。** 公司 5 万吨磷酸铁锂正极材料有望逐步投产, 1 万吨三元正极材料正处于下游认证过程, 15 万吨碳酸酯和 1 万吨六氟磷酸锂项目环评公示。回收方面, 公司废旧电池拆解、黑粉资源化及 5 万吨负极粘合剂项目环评公示, 打造新能源全产业链布局; 资源方面, 收购安纳达及六国化工, 后续或将逐步收购铜化集团下属矿业公司的股份, 不断完善上游原料产业链, 第二成长曲线培育路线日渐清晰。

**高研发投入支撑长期发展, 看好万华全面发展成为全球化工行业领军者。** 公司未来成长目标清晰, 各大基地 5 年维度的规划陆续浮出水面, 烟台、福建基地将持续打造一体化园区, 眉山基地改性塑料、PBAT 顺利推进, 有望依托当地天然气资源拓展下游; 公司每年 20-30 亿级别研发投入做强技术支撑, 长期看好万华全面发展成为平台型化工新材料公司, 成长为全球化工行业领军者。

**表 1: 公司重要项目投产时间表及中枢利润测算 (25-26 年)**

预估投产时间	计划产品	计划产能(万吨)	已有产能(万吨)	投资额(亿元)	单吨中枢利润(元/吨)	预计利润(亿元)	扩建地点
2025	蓬莱 PDH	90	75	231	500	4.5	烟台
2025	乙烯二期	120	100	176	700	8.4	烟台
2025	VA	1	0	14.9	10000	1	烟台
2025	TDI	36	91	42.00	3000	10.8	福建
2025	POE	40	20	包含在乙烯二期项目中	3000	12	烟台
2026	乙烯一期技改	100	220	未披露	1500	15	烟台
2026	MDI	70	350	2.20	5000	35	福建
2026	MDI	30	420	2.2	5000	15	宁波
2026	HDI	10	13	12	6000	6	宁波
2026	IPDI	2	3	10	10000	2	烟台
<b>合计</b>				<b>490</b>		<b>110</b>	

资料来源：申万宏源研究

## 财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	175,361	182,069	200,029	248,146	301,309
其中: 营业收入	175,361	182,069	200,029	248,146	301,309
减: 营业成本	145,926	152,643	169,232	209,472	253,300
减: 税金及附加	960	1,084	1,200	1,358	1,649
主营业务利润	28,475	28,342	29,597	37,316	46,360
减: 销售费用	1,346	1,619	1,800	1,905	2,313
减: 管理费用	2,450	3,023	3,400	4,218	4,210
减: 研发费用	4,081	4,550	5,001	5,774	7,012
减: 财务费用	1,676	2,094	1,835	1,950	1,866
经营性利润	18,922	17,056	17,561	23,469	30,959
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-43	-203	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-135	-740	0	0	0
加: 投资收益及其他	1,564	1,890	1,543	1,309	0
营业利润	20,389	17,966	19,143	24,816	30,960
加: 营业外净收入	-379	-1,042	0	0	0
利润总额	20,010	16,924	19,143	24,816	30,960
减: 所得税	1,710	2,133	2,425	3,171	4,072
净利润	18,300	14,791	16,718	21,645	26,887
少数股东损益	1,484	1,758	1,987	2,573	3,200
归属于母公司所有者的净利润	16,816	13,033	14,731	19,072	23,688

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。