

2025 年 04 月 25 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

聚氨酯龙头产销持续增长，盈利能力下滑拖累业绩

—万华化学（600309.SH）公司事件点评报告 买入(维持) 事件

分析师：张伟保 S1050523110001

✉ zhangwb@cfsc.com.cn

联系人：高铭谦 S1050124080006

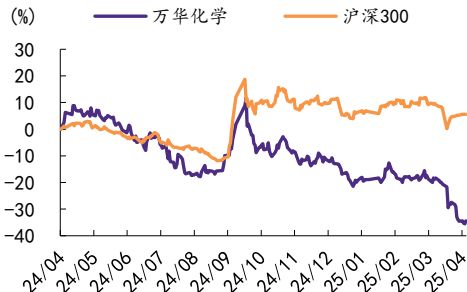
✉ gaomq@cfsc.com.cn

基本数据

2025-04-24

当前股价（元）	54.45
总市值（亿元）	1710
总股本（百万股）	3140
流通股本（百万股）	3140
52 周价格范围（元）	54.08-93.75
日均成交额（百万元）	1368.76

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《万华化学（600309）：公司 Q3 业绩承压，迈入国际化新篇章》2024-11-12
- 2、《万华化学（600309）：聚氨酯供需改善，新项目新产能打开成长空间》2024-08-14
- 3、《万华化学（600309）：23 年业绩增长，强化落实股东回报》2024-02-05

万华化学发布 2024 年度业绩报告：2024 全年实现营业总收入 1820.69 亿元，同比增长 3.83%；实现归母净利润 130.33 亿元，同比下滑 22.49%。其中 2024Q4 单季度实现营业收入 344.65 亿元，同比下滑 19.49%、环比下滑 31.80%，实现归母净利润 19.40 亿元，同比下滑 52.83%、环比下滑 33.55%。

投资要点

■ 多产品并驾齐驱推动营收增长，盈利能力下滑拖累业绩

聚氨酯方面，公司目前是全球最大的 MDI 和 TDI 供应商，当前产能分别为 380 万吨/年和 111 万吨/年，在建项目全部投产后产能将分别达到 450 万吨/年和 144 万吨/年。公司 2024 年在确保原有装置稳定运行的基础上，完成了万华宁波和万华福建 MDI 扩能，扩大了生产能力，并不断培育新应用领域，保持良性健康发展。2024 年聚氨酯系列产量和销量同比增长分别为 16.22%和 15.40%，业务营收 758.44 亿元，同比增长 13%。石化系列产品 2024 年产量和销量分别同比增长 14.37%和 15.69%，业务营收 725.18 亿元，同比增长 5%。精细化学品及新材料系列，2024 年产量和销量分别同比增长 26.87%和 27.65%，业务营收 282.73 亿元，同比增长 19%。三种主营产品产量、销量、营收均有增幅，呈现三驾马车并驾齐驱态势，推动公司年内营收增长。年内受到纯苯等主要原材料涨价影响，公司聚氨酯和精细化学品毛利率均有下行，分别同比减少 1.54pct 和 8.64pct，影响公司归母净利润。

■ 费用率整体上行，现金流保持稳健

期间费用方面，公司 2024 年销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.12/+0.26/+0.19/+0.17pct，费用率整体呈现上行趋势。公司聚氨酯产业链延伸及配套项目在建，员工费用增加，房屋建筑物折旧等费用增加，导致整体费用率增长。现金流方面，2024 年公司经营活动产生的现金流量净额为 300.53 亿元，同比增加 32.56 亿元，主要源于产品销量增长。

■ 石化方面多项目密集落地，开拓增长新空间

公司依托世界级规模的 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。分别在 2024 年和 2025 年成功开车万华蓬莱一期 PDH 装置和万华烟台 25 万吨/年 LDPE 装置，拓展了公司业务和产业链版图。此外，公司在年内还与博禄化学、北欧化工等巨头组建了合资公司，引进海外先进技术建设特种聚烯烃一体化项目。

盈利预测

公司短期业绩承压，但聚氨酯产品在国内的稀缺性地位不改，新产能投产后将进一步巩固公司龙头地位。预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 152.65、181.09、194.95 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11.2、9.4、8.8 倍，给予“买入”投资评级。

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；产能投放不及预期。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	182,069	210,394	232,023	245,280
增长率（%）	3.8%	15.6%	10.3%	5.7%
归母净利润（百万元）	13,033	15,265	18,109	19,495
增长率（%）	-22.5%	17.1%	18.6%	7.7%
摊薄每股收益（元）	4.15	4.86	5.77	6.21
ROE（%）	12.6%	14.2%	16.1%	16.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	24,533	41,862	60,294	78,327
应收款	13,634	15,755	17,375	18,367
存货	24,107	27,987	30,729	32,512
其他流动资产	7,716	8,916	9,833	10,395
流动资产合计	69,990	94,520	118,230	139,601
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	118,828	146,956	151,578	147,241
在建工程	60,082	24,033	9,613	3,845
无形资产	11,971	11,372	10,774	10,205
长期股权投资	9,651	9,651	9,651	9,651
其他非流动资产	22,810	22,810	22,810	22,810
非流动资产合计	223,343	214,822	204,427	193,753
资产总计	293,333	309,342	322,657	333,354
流动负债：				
短期借款	35,557	35,557	35,557	35,557
应付账款、票据	69,136	80,262	88,125	93,240
其他流动负债	16,196	16,196	16,196	16,196
流动负债合计	126,083	138,017	146,497	151,990
非流动负债：				
长期借款	51,576	51,576	51,576	51,576
其他非流动负债	12,174	12,174	12,174	12,174
非流动负债合计	63,750	63,750	63,750	63,750
负债合计	189,833	201,767	210,247	215,740
所有者权益				
股本	3,140	3,140	3,140	3,140
股东权益	103,500	107,575	112,410	117,614
负债和所有者权益	293,333	309,342	322,657	333,354

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	14791	17325	20552	22125
少数股东权益	1758	2059	2443	2630
折旧摊销	11835	8520	10366	10644
公允价值变动	-76	-76	-76	-76
营运资金变动	1745	4733	3202	2155
经营活动现金净流量	30053	32561	36486	37478
投资活动现金净流量	-37078	7922	9797	10105
筹资活动现金净流量	24353	-13249	-15718	-16921
现金流量净额	17,329	27,233	30,566	30,662

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	182,069	210,394	232,023	245,280
营业成本	152,643	175,954	193,186	204,400
营业税金及附加	1,084	1,252	1,381	1,460
销售费用	1,619	1,871	2,063	2,181
管理费用	3,023	3,493	3,852	4,072
财务费用	2,094	2,571	2,055	1,550
研发费用	4,550	5,258	5,799	6,130
费用合计	11,287	13,193	13,769	13,933
资产减值损失	-740	-740	-740	-740
公允价值变动	-76	-76	-76	-76
投资收益	709	709	709	709
营业利润	17,966	20,864	24,557	26,357
加：营业外收入	96	96	96	96
减：营业外支出	1,137	1,137	1,137	1,137
利润总额	16,924	19,823	23,515	25,316
所得税费用	2,133	2,498	2,963	3,190
净利润	14,791	17,325	20,552	22,125
少数股东损益	1,758	2,059	2,443	2,630
归母净利润	13,033	15,265	18,109	19,495

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	3.8%	15.6%	10.3%	5.7%
归母净利润增长率	-22.5%	17.1%	18.6%	7.7%
盈利能力				
毛利率	16.2%	16.4%	16.7%	16.7%
四项费用/营收	6.2%	6.3%	5.9%	5.7%
净利率	8.1%	8.2%	8.9%	9.0%
ROE	12.6%	14.2%	16.1%	16.6%
偿债能力				
资产负债率	64.7%	65.2%	65.2%	64.7%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	13.4	13.4	13.4	13.4
存货周转率	6.3	6.3	6.3	6.3
每股数据(元/股)				
EPS	4.15	4.86	5.77	6.21
P/E	13.1	11.2	9.4	8.8
P/S	0.9	0.8	0.7	0.7
P/B	1.8	1.8	1.7	1.7

■ 化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

覃前：大连理工大学化工学士，金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。