

万华化学(600309)

报告日期: 2025 年 05 月 05 日

盈利短期承压，化工龙头聚焦高质量发展

——万华化学动态更新

事件动态

□ 4月15日，公司发布2024年报：2024年，公司实现营业收入1820.69亿元，同比+3.83%；实现归母净利润130.33亿元，同比-22.49%；加权平均净资产收益率为14.29%，同比减少6.13个百分点。销售毛利率16.16%，同比减少0.63个百分点；销售净利率8.12%，同比减少2.32个百分点。

其中，2024Q4实现营收344.65亿元，同比-19.49%，环比-31.80%；实现归母净利润19.40亿元，同比-52.83%，环比-33.55%；平均净资产收益率为2.07%，同比减少2.69个百分点，环比减少1.09个百分点。销售毛利率19.51%，同比增加2.65个百分点，环比增加6.11个百分点；销售净利率7.23%，同比减少3.15个百分点，环比增加0.64个百分点。

□ 4月15日，公司发布2025年一季报，2025Q1实现营收430.68亿元，同比-6.70%，环比+24.96%；实现归母净利润30.82亿元，同比-25.87%，环比+58.89%；平均净资产收益率为3.19%，同比减少1.40个百分点，环比增加1.12个百分点。销售毛利率15.70%，同比减少1.93个百分点，环比减少3.81个百分点；销售净利率7.84%，同比减少2.05个百分点，环比增加0.61个百分点。

点评

□ 部分产品盈利下行叠加减值计提，公司2024业绩同比承压

2024年，公司实现营业收入1820.69亿元，同比+3.83%；实现归母净利润130.33亿元，同比-22.49%。公司业绩同比下滑，一方面由于精细化学品及新材料盈利能力下滑所致，2024年公司精细化学品及新材料板块实现营收282.73亿元，同比+18.61%，毛利率达12.78%，同比下滑8.64个百分点；其中，据Wind，新材料核心产品HDI 2024年均价达30999元/吨，同比-23.67%，一定程度拖累板块盈利。另一方面，公司对部分投资项目计提资产减值准备或报废处理，其中2024年公司资产减值损失达7.40亿元，同比增加6.05亿元；营业外支出达11.37亿元，同比增加6.93亿元。2025Q1，公司实现归母净利润30.82亿元，环比增加11.42亿元，其中毛利润环比+0.40亿元，整体经营较为平稳；资产减值损失环比-6.78亿元，营业外支出环比-7.32亿元，所得税环比+4.05亿元，在部分投资项目计提减值和报废处理后，公司业绩有所修复。

表1: 万华化学各业务季度数据

项目		2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2025Q1 同比	2025Q1 环比
整体	营收(亿元)	430.7	344.6	505.4	509.1	461.6	-6.70%	24.96%
	归母净利(亿元)	30.8	19.4	29.2	40.2	41.6	-25.87%	58.89%
	毛利润(亿元)	67.6	67.2	67.7	78.0	81.4	-16.88%	0.60%
聚氨酯板块	营收(亿元)	184.3	216.0	187.9	179.5	175.0	5.29%	-14.68%
	销量(万吨)	145.0	154.0	141.0	138.0	131.0	10.69%	-5.84%
	价格(元/吨)	12708	14025	13326	13010	13360	-4.88%	-9.39%
精细化学品 及新材料	营收(亿元)	73.7	82.7	70.2	68.7	61.1	20.73%	-10.92%
	销量(万吨)	54.0	61.0	50.0	48.0	44.0	22.73%	-11.48%
	价格(元/吨)	13649	13564	14041	14320	13875	-1.63%	0.63%
石化板块	营收(亿元)	163.2	105.4	224.0	210.6	185.1	-11.85%	54.83%
其他	营收(亿元)	9.5	-59.5	23.2	50.2	40.4	-76.48%	115.97%

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 李辉

执业证书号: S1230521120003

lihui01@stocke.com.cn

分析师: 汤永俊

执业证书号: S1230523120009

tangyongjun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥54.44

总市值(百万元) 170,927.81

总股本(百万股) 3,139.75

股票走势图



相关报告

- 《检修及景气下行致盈利短期承压，多维布局看好长期成长》
2024.10.29
- 《2024H1 业绩同比略减，看好新项目投产驱动盈利增长》
2024.08.13
- 《一季度毛利改善明显，新项目有序推进驱动成长》
2024.04.19

□ MDI 短期出口至美承压，长期影响可控

中国是美国 MDI 进口主要来源国，2024 年我国聚合 MDI 对美出口量达 26.8 万吨，占国内产量比例高达 12.3%，在美国对中国加征高关税背景下，中国 MDI 产品直接出口美国难度加大。间接出口方面，聚氨酯下游主要包括冰箱冷柜、软体家具、鞋底原液等领域，均为出口导向型行业，此次对等关税的加征将一定程度削弱国内冰箱厂商的竞争优势，部分美国订单或逐步向关税更低的土耳其、墨西哥等国家转移，进而拖累聚氨酯等上游原料在国内的需求。但供给端，从全球维度看，MDI 行业新增产能主要集中在万华化学手中，整体释放较为有序，行业供需整体平衡。因此，无论是对美国直接出口承压、还是下游产业转移拖累内需都是短期影响，从长期看只是贸易流向的改变。一方面，若国内厂商让出美国市场，必然有其他地区出现缺口；另一方面，部分下游产业若从国内转移至其他地区，国内厂商也可积极开拓新市场弥补内需走弱。万华化学作为全球 MDI 龙头，综合优势显著，同时公司可通过匈牙利 BC 工厂向美国供货，一定程度降低关税带来的影响。

□ 聚焦技术创新及高质量发展，看好化工龙头核心竞争力不断增强

万华化学是全球聚氨酯及化工龙头企业，在全球化工市场需求不足、竞争持续加剧背景下，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，持续提升装置自主运行水平，聚焦技术创新及高质量发展。聚氨酯方面，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；石化方面，公司在原料来源及深加工方面进行战略布局，同时拟与 ADNOC 等在福建合资建设特种聚烯烃一体化设施，实现石化高质量、高利润发展；精细化学品与新材料方面，公司持续突破精细化学品、高端化工新材料等关键技术，自主研发的 POE 装置一次性开车成功，打破国外垄断；VA 全产业链成功开车，正式进军营养健康领域；柠檬醛、特种异氰酸酯、聚氨酯固化剂等装置一次性开车成功，运行情况良好；膜材料、水性材料等不断推陈出新，成功进入多家行业头部客户。展望未来，随着公司从外延式增长向内涵式、集约式增长转变，从高速增长向高质量发展转变，从管理向经营转变，化工龙头核心竞争力将不断增强。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 133.76/165.60/186.75 亿元，EPS 分别为 4.26/5.27/5.95 元，现价对应 PE 为 12.78/10.32/9.15 倍。万华化学是全球聚氨酯及化工龙头企业，主要产品 MDI 及 TDI 具有较高技术壁垒，同时公司持续通过研发驱动，新项目有序推进，未来呈高成长，维持“买入”评级。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	182,069	203,895	228,261	249,268
(+/-) (%)	3.83%	11.99%	11.95%	9.20%
归母净利润	13,033	13,376	16,560	18,675
(+/-) (%)	-22.49%	2.63%	23.81%	12.77%
每股收益(元)	4.15	4.26	5.27	5.95
P/E	13.11	12.78	10.32	9.15

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	69,990	72,226	76,805	81,580
现金	24,533	23,322	24,191	25,252
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	12,319	15,020	16,181	16,978
其它应收款	1,316	1,473	1,649	1,800
预付账款	2,124	2,277	2,329	2,535
存货	24,107	25,787	28,039	30,514
其他	5,592	4,348	4,416	4,501
非流动资产	223,343	249,921	271,854	292,736
金融资产类	565	565	565	565
长期投资	9,651	11,610	13,594	15,673
固定资产	118,828	151,960	178,951	200,815
无形资产	11,971	13,165	14,291	15,450
在建工程	63,159	52,682	43,877	39,114
其他	19,169	19,939	20,577	21,120
资产总计	293,333	322,147	348,659	374,316
流动负债	126,083	133,209	136,924	137,559
短期借款	35,557	36,057	37,057	37,857
应付款项	69,136	70,549	72,794	73,352
预收账款	0	0	0	0
其他	21,390	26,603	27,072	26,350
非流动负债	63,750	70,126	74,726	79,226
长期借款	48,176	53,176	57,776	62,276
其他	15,574	16,950	16,950	16,950
负债合计	189,833	203,335	211,649	216,785
少数股东权益	8,874	10,197	11,835	13,682
归属母公司股东权	94,626	108,615	125,175	143,850
负债和股东权益	293,333	322,147	348,659	374,316

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	30,053	37,441	42,678	45,298
净利润	14,791	14,699	18,198	20,522
折旧摊销	13,022	19,534	22,672	25,621
财务费用	2,884	2,808	2,989	3,153
投资损失	(709)	(714)	(685)	(623)
营运资金变动	(333)	832	(918)	(3,784)
其它	398	283	421	410
投资活动现金流	(37,078)	(45,838)	(44,420)	(46,385)
资本支出	(35,360)	(44,817)	(43,111)	(44,919)
长期投资	(2,185)	(1,958)	(1,984)	(2,079)
其他	467	937	675	613
筹资活动现金流	6,186	7,175	2,611	2,147
短期借款	(7,969)	500	1,000	800
长期借款	8,365	5,000	4,600	4,500
其他	5,790	1,675	(2,989)	(3,153)
现金净增加额	(821)	(1,211)	869	1,061

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	182,069	203,895	228,261	249,268
营业成本	152,643	175,156	194,118	211,253
营业税金及附加	1,084	1,223	1,370	1,496
营业费用	1,619	1,733	1,940	2,119
管理费用	3,023	3,058	3,424	3,739
研发费用	4,550	5,097	5,707	6,232
财务费用	2,094	2,317	2,523	2,669
资产减值损失	(740)	(105)	(107)	(115)
公允价值变动损益	(76)	55	68	85
投资净收益	709	714	685	623
其他经营收益	1,181	1,209	1,354	1,479
营业利润	17,966	17,205	21,204	23,860
营业外收支	(1,042)	(407)	(407)	(407)
利润总额	16,924	16,799	20,798	23,453
所得税	2,133	2,100	2,600	2,932
净利润	14,791	14,699	18,198	20,522
少数股东损益	1,758	1,323	1,638	1,847
归属母公司净利润	13,033	13,376	16,560	18,675
EBITDA	32,817	38,649	45,993	51,743
EPS（最新摊薄）	4.15	4.26	5.27	5.95

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	3.83%	11.99%	11.95%	9.20%
营业利润	-11.89%	-4.23%	23.24%	12.52%
归属母公司净利润	-22.49%	2.63%	23.81%	12.77%
获利能力				
毛利率	16.16%	14.10%	14.96%	15.25%
净利率	7.16%	6.56%	7.25%	7.49%
ROE	13.77%	12.31%	13.23%	12.98%
ROIC	8.30%	7.18%	7.94%	8.09%
偿债能力				
资产负债率	64.72%	63.12%	60.70%	57.91%
净负债比率	77.58%	76.52%	69.81%	63.41%
流动比率	0.56	0.54	0.56	0.59
速动比率	0.31	0.30	0.31	0.32
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.66	0.68	0.69
应收账款周转率	16.97	15.74	16.20	16.72
应付账款周转率	7.34	6.56	7.23	7.92
每股指标(元)				
每股收益	4.15	4.26	5.27	5.95
每股经营现金	9.57	11.92	13.59	14.43
每股净资产	30.14	34.59	39.87	45.82
估值比率				
P/E	13.11	12.78	10.32	9.15
P/B	1.81	1.57	1.37	1.19
EV/EBITDA	9.27	6.77	5.80	5.23

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>