

股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	55.43
总股本/流通股本(亿股)	31.40 / 31.40
总市值/流通市值(亿元)	1,740 / 1,740
52周内最高/最低价	93.75 / 54.08
资产负债率(%)	64.7%
市盈率	13.36
第一大股东	烟台国丰投资控股集团 有限公司

研究所

分析师:张泽亮
SAC 登记编号:S1340523100003
Email:zhangzeliang@cnpsec.com
分析师:许灿杰
SAC 登记编号:S1340525040002
Email:xucanjie@cnpsec.com

万华化学(600309)

经营韧性凸显，看好长期成长

- **事件：**公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年全年实现营业收入 1820.69 亿元，同比增加 3.83%；实现归母净利润 130.33 亿元，同比减少 22.49%；实现扣非归母净利润 133.59 亿元，同比减少 18.74%，25Q1 实现营收 430.68 亿元，同比-6.70%，环比+24.96%；归母净利润为 30.82 亿元，同比-25.87%，环比+58.89%；实现扣非归母净利润 30.40 亿元，同比-26.33%，环比+25.07%
- **2024 年各产品线量上有增，计提和非经常损益影响业绩。**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，2024 年全年聚氨酯系列/石化系列/精细化学品及新材料实现营收 758.44/725.18/282.73 亿元，同比+12.55%/+4.60%/+18.61%。聚氨酯系列/石化系列/精细化学品及新材料实现销量 564/547/203 万吨，同比+15.34%/+15.89%/+27.67%，体现公司较高的竞争优势。2024 年公司面临全球化工市场需求不足，竞争持续加剧，经营效应面临压力。公司利润下滑主要系公司计提信用减值损失和资产减值损失合计 9.4 亿元，固定资产处置损失和在建工程处置损失合计 8.9 亿元，另外海外子 BC 公司面对欧洲经济持续低迷形势，TDI 等产品价格下降、能源成本、期间费用同比增加的影响，净利润亏损 9.4 亿元。
- **25 年 Q1 销量增加，产品价格影响盈利。**25Q1 聚氨酯系列/石化系列/精细化学品及新材料实现营收 184.27/163.20/73.70 亿元，同比+5.29%/-11.85%/+20.73%。聚氨酯系列/石化系列/精细化学品及新材料销量分别为 145/133/54 万吨，同比+10.69%/-0.75%/+22.73%。25 年 Q1 产品销量稳步提升，产品价格有所下降，据 Wind，截至 2025 年 4 月 27 日，聚合 MDI 价格为 15233.33 元/吨，较 Q1 季度均价下滑 15.9%，使得盈利能力有所下降。
- **聚氨酯产能持续扩张，新材料产业化逐步落地。**25Q1 公司 MDI 产能持续投产，稳固全球头部地位，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，公司目前是全球最大的 MDI 和 TDI 供应商。新材料方面，2024 年公司自主研发的 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。
- **盈利预测和投资建议：**我们看好公司全球化布局巩固聚氨酯全球龙头地位，短期经济周期波动不影响长期发展，后续新材料项目持续投产落地，高附加值产品有望进一步提升盈利能力，预计公司 2025~2027 年归母净利润为 146.10/179.12/190.38 亿元

折合 EPS 分别为 4.65, 5.70, 6.06 元, 目前股价对应 PE 估值分别为 11.7/9.54/8.98 倍, 维持“买入”投资评级。

- **风险提示:** 原材料价格大幅波动、产能建设进度不及预期、贸易摩擦加剧、宏观经济增长不及预期等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	1821	2101	2334	2479
增长率 (%)	3.83	15.41	11.05	6.23
EBITDA (亿元)	328.17	241.94	286.87	299.01
归属母公司净利润 (亿元)	130.33	146.10	179.12	190.38
增长率 (%)	-22.49	12.10	22.60	6.29
EPS (元/股)	4.15	4.65	5.70	6.06
市盈率 (P/E)	13.11	11.70	9.54	8.98
市净率 (P/B)	1.81	1.62	1.45	1.30
EV/EBITDA	9.27	3.01	1.68	0.87

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	1821	2101	2334	2479	营业收入	3.8%	15.4%	11.1%	6.2%
营业成本	1526	1786	1969	2100	营业利润	-11.9%	8.4%	22.1%	6.2%
税金及附加	11	13	14	15	归属于母公司净利润	-22.5%	12.1%	22.6%	6.3%
销售费用	16	19	21	22	获利能力				
管理费用	30	32	35	37	毛利率	16.2%	15.0%	15.6%	15.3%
研发费用	46	50	56	59	净利率	7.2%	7.0%	7.7%	7.7%
财务费用	21	28	25	17	ROE	13.8%	13.9%	15.2%	14.5%
资产减值损失	-7	0	0	0	ROIC	8.3%	8.5%	9.4%	9.1%
营业利润	180	195	238	252	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	64.7%	62.0%	60.6%	58.6%
营业外支出	11	5	5	5	流动比率	0.56	0.68	0.83	0.97
利润总额	169	190	233	248	营运能力				
所得税	21	24	30	31	应收账款周转率	16.97	16.81	17.28	16.68
净利润	148	166	204	216	存货周转率	6.82	7.07	7.03	6.86
归母净利润	130	146	179	190	总资产周转率	0.67	0.70	0.73	0.72
每股收益(元)	4.15	4.65	5.70	6.06	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	4.15	4.65	5.70	6.06
货币资金	245	360	606	830	每股净资产	30.14	33.59	37.57	41.81
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	123	127	143	154	PE	13.11	11.70	9.54	8.98
预付款项	21	24	27	29	PB	1.81	1.62	1.45	1.30
存货	241	264	296	317	现金流量表				
流动资产合计	700	849	1150	1409	净利润	148	166	204	216
固定资产	1188	1245	1291	1326	折旧和摊销	130	24	29	34
在建工程	632	568	512	460	营运资本变动	-3	-61	67	31
无形资产	120	113	107	101	其他	26	30	30	30
非流动资产合计	2233	2208	2179	2145	经营活动现金流净额	301	158	330	312
资产总计	2933	3057	3329	3554	资本开支	-354	-4	-4	-4
短期借款	356	356	356	356	其他	-17	11	9	10
应付票据及应付账款	691	643	754	813	投资活动现金流净额	-371	6	5	6
其他流动负债	214	260	270	278	股权融资	10	0	0	0
流动负债合计	1261	1258	1380	1446	债务融资	179	24	0	0
其他	638	636	636	636	其他	-127	-73	-89	-93
非流动负债合计	638	636	636	636	筹资活动现金流净额	62	-50	-89	-93
负债合计	1898	1894	2016	2083	现金及现金等价物净增加额	-8	115	246	224
股本	31	31	31	31					
资本公积金	18	18	18	18					
未分配利润	873	954	1052	1156					
少数股东权益	89	109	133	159					
其他	24	51	78	107					
所有者权益合计	1035	1163	1313	1472					
负债和所有者权益总计	2933	3057	3329	3554					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048