

万华化学 (600309.SH)

公司业绩短期承压，公司持续布局石化与新材料板块-万华化学 2024 年报及 2025 年一季报点评

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	175,361	182,069	198,335	228,105	245,163
增长率 yoy (%)	5.9	3.8	8.9	15.0	7.5
归母净利润 (百万元)	16,816	13,033	13,236	17,029	20,340
增长率 yoy (%)	3.6	-22.5	1.6	28.7	19.4
ROE (%)	19.4	14.3	12.8	14.7	15.4
EPS 最新摊薄 (元)	5.36	4.15	4.22	5.42	6.48
P/E (倍)	10.6	13.7	13.5	10.5	8.8
P/B (倍)	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件 1: 2025 年 4 月 14 日，万华化学发布 2024 年年报，公司 2024 年营业总收入为 1820.69 亿元，同比增长 3.83%；归母净利润为 130.33 亿元，同比下降 22.49%；扣非净利润为 133.59 亿元，同比下降 18.74%。对应公司 4Q24 营业总收入为 344.65 亿元，环比下降 31.80%；归母净利润为 19.40 亿元，环比下降 33.55%。

事件 2: 2025 年 4 月 14 日，万华化学发布 2025 年一季报，1Q25 公司营业收入为 430.68 亿元，同比下降 6.70%；归母净利润为 30.82 亿元，同比下降 25.87%。

点评：量升价跌，公司业绩短期承压。公司 2024 年聚氨酯/石化/精细化学品及新材料板块收入分别为 758.44/725.18/282.73 亿元，YoY 分别为 12.55%/4.60%/18.61%，毛利率分别为 26.15%/3.52%/12.78%，同比变化分别 -1.54/+0.01/-8.64pcts。公司营收增长主要与各版块产销量提升有关。根据公司 2024 年年报披露，公司 2024 年聚氨酯/石化/精细化学品及新材料板块销量分别为 564/547/203 万吨，YoY 分别为 15.40%/15.69%/27.65%。

产品价格方面：2024 年聚氨酯系列产品价格多数呈现稳中走低趋势，纯 MDI/聚合 MDI/TDI/聚醚全年均价分别为 19000/17000/14500/9000 元/吨左右。石化板块产品价格有涨有跌，华东 LLDPE 膜级均价 8395 元/吨，同比上升 2.70%；华东苯乙烯均价 9211 元/吨，同比上升 9.52%；山东丙烯均价 6899 元/吨，同比下降 0.86%；山东正丁醇均价 7804 元/吨，同比下降 1.73%；华北丙烯酸均价 6346 元/吨，同比上升 1.03%；华北丙烯酸丁酯均价 9108 元/吨，同比下降 1.38%；山东 NPG 加氢法均价 10282 元/吨，同比上升 4.75%；山东丁二烯均价 11787 元/吨，同比上升 39.79%；山东 MTBE 均价 6363 元/吨，同比下降 11.88%。

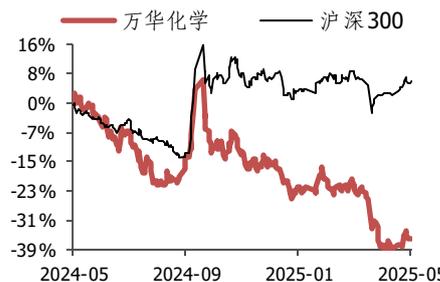
主要原材料方面，2024 年纯苯均价为 8300 元/吨，同比上升 14.48%；动力煤 5000 大卡均价 759 元/吨，同比下降 10.81%；CP 丙烷均价 610 美元/吨，同比上升 6.09%；CP 丁烷均价 607 美元/吨，同比下降 5.20%。

买入 (维持评级)

股票信息

行业	基础化工
2025 年 5 月 20 日收盘价 (元)	56.81
总市值 (百万元)	178,369.01
流通市值 (百万元)	178,369.01
总股本 (百万股)	3,139.75
流通股本 (百万股)	3,139.75
近 3 月日均成交额 (百万元)	1,539.96

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

联系人 林森

执业证书编号：S1070123060039

邮箱：linsen@cgws.com

相关研究

- 《3Q24 业绩短期承压，看好公司 MDI 产能扩充》
2024-11-06
- 《公司主营业务稳健，看好新材料板块中长期发展》
2024-08-22

1Q25 公司主要产品价格下跌，盈利同比下滑。根据公司 2025 年一季报披露，1Q25 万华蓬莱基地多套装置成功投产，主要产品销量同比增长，但受产品价格下跌影响，获利同比下降。根据公司 2025 年第一季度主要经营数据公告披露，1Q25 受春节假期因素影响，聚氨酯行业下游需求进入传统淡季，系列产品价格呈下行趋势，纯 MDI/聚合 MDI/TDI/聚醚季度均价分别为 19000/17000/12500/8200 元/吨左右。

2024 年公司销售费用率为 0.89%，同比上升 0.12pcts；管理费用率为 1.66%，同比上升 0.26pcts；财务费用率为 1.15%，同比上升 0.19pcts；研发费用率为 2.50%，同比上升 0.14pcts。

2024 年公司各项现金流净额变化较大。经营性活动产生现金流净额为 300.53 亿元，同比上升 12.15%；投资活动产生现金流净额为 -370.78 亿元，同比上升 17.29%；筹资活动产生现金流净额为 61.86 亿元，同比下降 72.88%。期末现金及现金等价物余额为 226.75 亿元，同比下降 3.49%。应收账款同比增加 34.72%，应收账款周转率有所下降，由 19.27 次变为 16.97 次。存货同比上升 16.74%，存货周转率有所下降，由 7.52 次变为 6.82 次。

MDI、TDI 产能持续扩充，进一步夯实市场竞争优势。根据公司 2024 年年报披露，截至 2024 年底，公司拥有 MDI 产能 380 万吨/年、TDI 产能 111 万吨/年，同时万华福建 MDI 将技改扩能新增 70 万吨/年，预计 2026 年第二季度完成，万华福建第二套 33 万吨年 TDI 项目预计 2025 年 5 月份建成投产，届时万华 MDI 总产能将达到 450 万吨/年，TDI 总产能将达到 144 万吨/年。我们看好公司聚氨酯产能的进一步扩充，市场龙头地位进一步凸显。

石化板块产业链不断延伸，上下游双向布局。根据公司 2024 年年报披露，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 年初万华烟台 25 万吨年 LDPE 装置一次性开车成功，为公司迈入高端聚烯烃领域打下坚实基础。此外，根据公司 2025 年 4 月 4 日投产公告披露，万华化学烟台产业园 120 万吨/年乙烯装置成功产出合格乙烯产品，乙烯二期项目一次开车成功。公司在产业链上下游双向同时发力，根据化工新材料公众号信息显示，上游方面，2025 年 4 月 25 日，公司与科威特石化工业公司（PIC，科威特石油公司 KPC 全资子公司）正式签署合资协议，PIC 以 6.38 亿美金的投资认购万华化学全资子公司万华化学（烟台）石化有限公司 25% 的股权，这标志着双方合作的进一步深化，也保证了 LPG 原料的长期稳定供应，保障了万华烟台石化装置的稳定运行。下游方面，2024 年 7 月，万华化学集团、万融新材料（福建）有限公司与阿布扎比国家石油公司（ADNOC）、北欧化工、博禄公司签订《项目合作协议》，ADNOC、北欧化工、博禄组成投资联合体，与万融新材料拟按 50%：50% 持股比例组建合资公司，共同开展在福建福州建设 160 万吨/年特种聚烯烃一体化设施的可行性研究。我们看好公司在石化板块上下游产业链的布局，产业链一体化程度将进一步增强。

精细化学品及高端新材料领域持续突破，未来重点布局电池材料领域。根据公司 2024 年年报披露，公司自主研发的 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。未来公司将以电池材料业务作为第二增长曲线，公司已打通石墨负极、硅碳负极、树脂基硬碳负极等三大负极材料全流程，正持续开发正极材料差异化新技术，加速技术升级。我们看好公司在精细化学品及高端新材料领域的持续突破，产品品类的丰富有望

开辟第二收入增长曲线。

公司 2024 年投资强度较高。2025 年多项目建设在即。根据公司 2024 年股东大会会议资料披露，2024 年公司实际完成项目投资 401.5 亿元，具体包括聚氨酯(MDI\TDI\聚醚等)及配套项目、高性能材料(OBE\XLPE\PTBP)及配套项目、精细化学品(间苯二甲胺\营养品\M 醇二期)项目、石化产业链(乙烯二期\丙烯酸\PVC 二期\POCHP\PDH 等)项目等。2025 年公司主要项目计划投资 252.4 亿元。全年聚氨酯及配套项目计划投资 64.9 亿元，重点建设 MDI 扩能一体化配套项目；全年石化产业链计划投资 76.7 亿元，完善石化产业链，重点完成 100 万吨/年乙烯原料多元化技改及乙烯二期项目建设。全年精细化学品项目计划投资 46.4 亿元，加快自主研发的绿色功能添加剂、香兰素、营养品等一系列营养科技产品的工业化建设；全年新兴材料项目计划投资 21.6 亿元，持续打造公司第二增长曲线，加快磷酸铁锂、PVDF 等一系列电池材料等项目建设。我们看好公司在各个板块的战略投资，其为公司长远发展奠定了坚实基础。

投资建议：我们预计万华化学 2025-2027 年收入分别为 1983.35/2281.05/2451.63 亿元，同比增长 8.9%/15.0%/7.5%，归母净利润分别为 132.36/170.29/203.40 亿元，同比增长 1.6%/28.7%/19.4%，对应 EPS 分别为 4.22/5.42/6.48 元。结合公司 5 月 20 日收盘价，对应 PE 分别为 14/11/9 倍。我们基于以下四个方面：1) 我们看好公司聚氨酯产能的进一步扩充，市场龙头地位进一步凸显；2) 我们看好公司在石化板块上下游产业链的布局，产业链一体化程度将进一步增强；3) 我们看好公司在精细化学品及高端新材料领域的持续突破，产品品类的丰富有望开辟第二收入增长曲线；4) 我们看好公司在各个板块的战略投资，其为公司长远发展奠定了坚实基础，维持“买入”评级。

风险提示：风险原材料价格波动风险，需求不及预期风险，产品价格下跌风险，技术迭代风险，安全生产风险

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	61864	69990	72374	87540	84854
现金	23710	24533	26725	30736	33035
应收票据及应收账款	9144	12319	11062	15828	13073
其他应收款	986	1316	1191	1692	1407
预付账款	2203	2124	2589	2831	2994
存货	20650	24107	25215	30860	28753
其他流动资产	5172	5592	5592	5592	5592
非流动资产	191176	223343	231645	244703	249838
长期股权投资	7046	9651	10149	10701	11289
固定资产	98764	118828	131469	147596	154262
无形资产	10786	11971	12692	13307	13902
其他非流动资产	74581	82892	77335	73099	70384
资产总计	253040	293333	304019	332243	334692
流动负债	108657	126083	133555	156400	150694
短期借款	43526	35557	55638	48079	62748
应付票据及应付账款	45594	69136	57296	86447	66365
其他流动负债	19537	21390	20621	21874	21581
非流动负债	49929	63750	54446	45747	35442
长期借款	39811	51576	42391	33657	23306
其他非流动负债	10118	12174	12055	12090	12137
负债合计	158586	189833	188001	202147	186136
少数股东权益	5798	8874	10448	12563	15054
股本	3140	3140	3140	3140	3140
资本公积	1816	1806	1806	1806	1806
留存收益	83848	90147	100858	114902	131897
归属母公司股东权益	88656	94626	105570	117533	133502
负债和股东权益	253040	293333	304019	332243	334692

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26797	30053	17567	55171	26708
净利润	18300	14791	14810	19144	22831
折旧摊销	10145	11842	11678	13987	16232
财务费用	1676	2094	3936	3971	3791
投资损失	-621	-709	-555	-612	-617
营运资金变动	-5351	-961	-12398	18603	-15738
其他经营现金流	2647	2996	96	78	209
投资活动现金流	-44830	-37078	-19581	-26285	-20729
资本支出	43098	35830	19187	26625	20658
长期投资	-434	-2185	-497	-552	-588
其他投资现金流	-1298	937	103	892	517
筹资活动现金流	22809	6186	-15874	-17317	-18349
短期借款	-493	-7969	20080	-7558	14669
长期借款	23642	11765	-9186	-8734	-10351
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-344	-10	0	0	0
其他筹资现金流	3	2400	-26769	-1025	-22667
现金净增加额	4684	-821	-17889	11570	-12370

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	175361	182069	198335	228105	245163
营业成本	145926	152643	168212	191243	203309
营业税金及附加	960	1084	1149	1333	1429
销售费用	1346	1619	1683	1967	2103
管理费用	2450	3023	2963	3497	3778
研发费用	4081	4550	4700	5488	5907
财务费用	1676	2094	3936	3971	3791
资产和信用减值损失	-178	-943	-182	-180	-169
其他收益	943	1181	1062	1121	1092
公允价值变动收益	82	-76	46	56	27
投资净收益	621	709	555	612	617
资产处置收益	1	39	12	20	18
营业利润	20389	17966	17186	22235	26430
营业外收入	64	96	75	70	76
营业外支出	444	1137	574	624	695
利润总额	20010	16924	16688	21681	25812
所得税	1710	2133	1877	2537	2981
净利润	18300	14791	14810	19144	22831
少数股东损益	1484	1758	1574	2115	2490
归属母公司净利润	16816	13033	13236	17029	20340
EBITDA	31705	30638	32092	39385	45567
EPS (元/股)	5.36	4.15	4.22	5.42	6.48

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	5.9	3.8	8.9	15.0	7.5
营业利润 (%)	2.8	-11.9	-4.3	29.4	18.9
归属母公司净利润 (%)	3.6	-22.5	1.6	28.7	19.4
获利能力					
毛利率 (%)	16.8	16.2	15.2	16.2	17.1
净利率 (%)	10.4	8.1	7.5	8.4	9.3
ROE (%)	19.4	14.3	12.8	14.7	15.4
ROIC (%)	10.8	8.3	8.3	10.4	11.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.7	64.7	61.8	60.8	55.6
净负债比率 (%)	74.5	75.5	74.5	51.2	46.3
流动比率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	19.3	17.0	18.6	18.4	18.3
应付账款周转率	10.4	7.3	8.9	8.1	8.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	5.36	4.15	4.22	5.42	6.48
每股经营现金流 (最新摊薄)	8.53	9.57	5.59	17.57	8.51
每股净资产 (最新摊薄)	28.24	30.14	33.62	37.43	42.52
估值比率					
P/E	10.6	13.7	13.5	10.5	8.8
P/B	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.0	8.7	8.6	6.5	5.8

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686