

万华化学（600309.SH）

二季度扣非归母净利环比提升，费用控制显效

优于大市

核心观点

2025 年二季度公司营收及扣非归母净利润环比提升。公司 2025 年二季度实现营收 478.3 亿元（同比-6.0%，环比+11.1%）；归母净利润 30.4 亿元（同比-24.3%，环比-1.3%），扣非归母净利润 32.0 亿元（同比-19.3%，环比+5.4%）；毛利率 12.2%（同比-3.1pct，环比-3.5pct），净利率 7.0%（同比-1.7pct，环比-0.9pct），盈利下滑主要因石化产品价格持续低迷及聚氨酯产品弱势拖累，净利率下滑幅度较小，主要因费用管控成效显著，二季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.7%、0.9%、2.4%、0.0%，总费用率 4.1%（同比-1.3pct，环比-2.6pct），其中财务费用大幅下降主要由于汇兑收益增加。

聚氨酯板块需求分化，产能有序扩张。2025 年二季度公司聚氨酯板块营收 184.6 亿元（环比+0.2%），产量/销量为 151/158 万吨（环比+3%/+9%）。上半年全球聚氨酯需求平稳，新能源汽车轻量化推动复合材料需求增长，但海外建筑节能领域需求弱于预期。上半年公司纯 MDI/聚合 MDI/TDI 价格分别为 1.88/1.67/1.24 万元/吨，MDI 方面，冰冷、建筑行业需求不振，外销受到关税政策影响，出口订单下滑；TDI 方面，汽车行业保持增长态势，家居需求一般。7 月，由于海外装置不可抗力及多个装置集中检修，TDI 价格快速上行。万华福建 MDI 技改扩能项目预计将于 2026 年二季度新增 70 万吨产能，万华福建第二套 33 万吨 TDI 项目预计今年建成投产，届时 MDI 和 TDI 产能将分别达 450 和 144 万吨。

石化板块盈利低，新产能贡献增量。2025 年二季度公司石化板块营收 186.1 亿元（环比+14%），产量/销量为 154/152 万吨（环比+9%/+14%）。受行业烯烃产能集中释放影响，供需格局阶段性失衡，产品价格走低导致利润空间压缩。公司通过平衡产销关系、优化产能利用率提升盈利能力，120 万吨/年乙烯二期装置已投产，一期乙烷进料改造推进以降低成本。

精细化学品及新材料板块销量提升，新兴需求驱动增长。2025 年二季度公司精细化学品及新材料板块营收 82.6 亿元（环比+12%），产量/销量为 62/65 万吨（环比持平/+20%）。板块稳定发展，ADI 业务深化全球化布局，MS 树脂装置一次性开车成功填补国内高端光学级规模化生产空白，维生素 A 全产业链贯通切入营养健康领域，受益于新质生产力战略及新能源产业需求，发展空间充足。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司聚氨酯产能有序扩张，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 139.25/140.64/143.24 亿元，EPS 为 4.44/4.48/4.56 元，当前股价对应 PE 为 13.9/13.7/13.5 X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	175,361	182,069	197,727	204,054	209,972
(+/-%)	5.9%	3.8%	8.6%	3.2%	2.9%
归母净利润(百万元)	16816	13033	13925	14064	14324
(+/-%)	3.6%	-22.5%	6.8%	1.0%	1.9%
每股收益(元)	5.36	4.15	4.44	4.48	4.56
EBIT Margin	11.7%	10.5%	11.4%	11.5%	11.7%
净资产收益率(ROE)	19.0%	13.8%	14.1%	13.6%	13.3%
市盈率(PE)	11.5	14.8	13.9	13.7	13.5
EV/EBITDA	11.4	12.4	10.5	9.7	9.2
市净率(PB)	2.18	2.04	1.95	1.86	1.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	61.46 元
总市值/流通市值	192399/192399 百万元
52 周最高价/最低价	100.40/52.10 元
近 3 个月日均成交额	1685.65 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《万华化学（600309.SH）-业绩短期承压，聚氨酯龙头有序扩张》——2025-04-15

《万华化学（600309.SH）-全球 MDI 厂家纷纷涨价，需求支撑行业景气度上行》——2025-02-08

《万华化学（600309.SH）-三季度归母净利下滑，新项目稳步推进》——2024-10-29

《万华化学（600309.SH）-二季度盈利同环比略降，新项目稳步推进》——2024-08-13

《万华化学（600309.SH）-建设特种聚烯烃项目，乙烷原料保障经济性》——2024-07-26

2025 年二季度公司营收及扣非归母净利润环比提升。公司 2025 年二季度实现营收 478.3 亿元（同比-6.0%，环比+11.1%）；归母净利润 30.4 亿元（同比-24.3%，环比-1.3%），扣非归母净利润 32.0 亿元（同比-19.3%，环比+5.4%）；毛利率 12.2%（同比-3.1pct，环比-3.5pct），净利率 7.0%（同比-1.7pct，环比-0.9pct），盈利下滑主要因石化产品价格持续低迷及聚氨酯产品弱势拖累，净利率下滑幅度较小，主要因费用管控成效显著，二季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.7%、0.9%、2.4%、0.0%，总费用率 4.1%（同比-1.3pct，环比-2.6pct），其中财务费用大幅下降主要由于汇兑收益增加。

图1: 万华化学单季度营业收入（亿元）



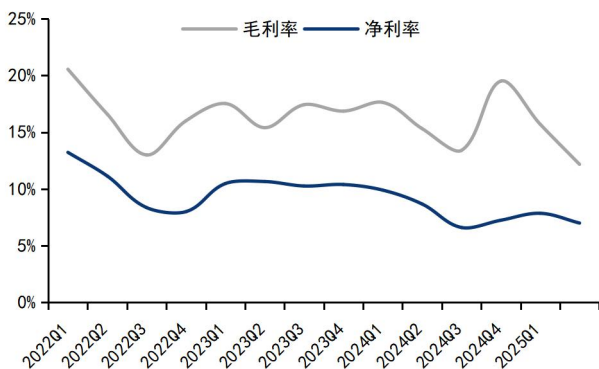
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 万华化学单季度归母净利润（亿元）



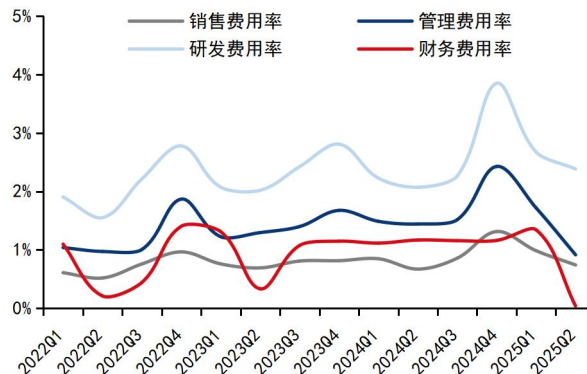
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 万华化学季度毛利率、净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 万华化学季度销售、管理、研发、财务费用率

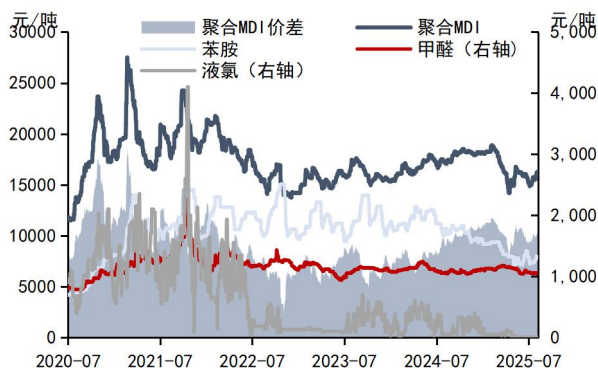


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

聚氨酯板块需求分化，产能有序扩张。2025 年二季度公司聚氨酯板块营收 184.6 亿元（环比+0.2%），产量/销量为 151/158 万吨（环比+3%/+9%）。上半年全球聚氨酯需求平稳，新能源汽车轻量化推动复合材料需求增长，但海外建筑节能领域需求弱于预期。上半年公司纯 MDI/聚合 MDI/TDI 价格分别为 1.88/1.67/1.24 万元/吨，MDI 方面，冰冷、建筑行业需求不振，外销受到关税政策影响，出口订单下滑；TDI 方面，汽车行业保持增长态势，家居需求一般。7 月，由于海外装置不可抗力及多个装置集中检修，TDI 价格快速上行。目前公司 MDI 和 TDI 年产能分别为 380 和 111 万吨，稳居全球首位。万华福建 MDI 技改扩能项目预计将于 2026 年二季度新增 70 万吨产能，万华福建第二套 33 万吨 TDI 项目预计今年建成投产，

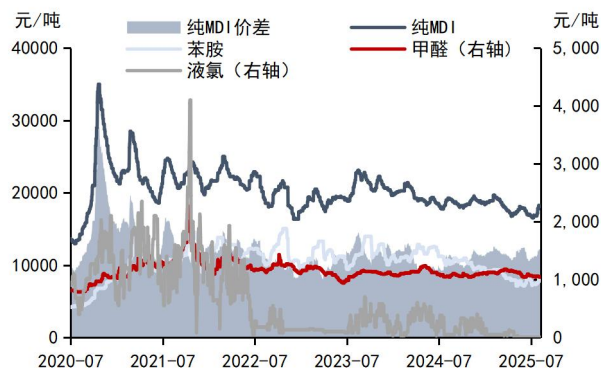
届时 MDI 和 TDI 产能将分别达 450 和 144 万吨。

图5: 聚合 MDI 价格与价差 (元/吨)



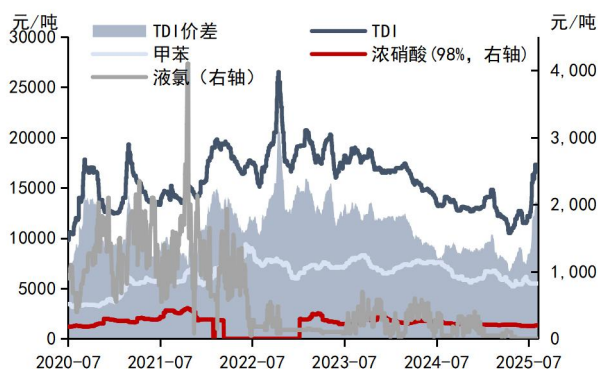
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 纯 MDI 价格与价差 (元/吨)



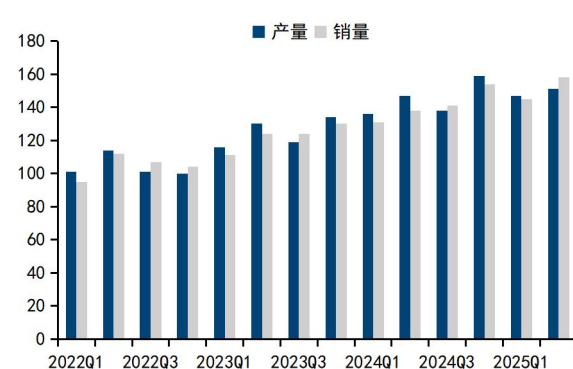
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: TDI 价格与价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 聚氨酯板块产销量



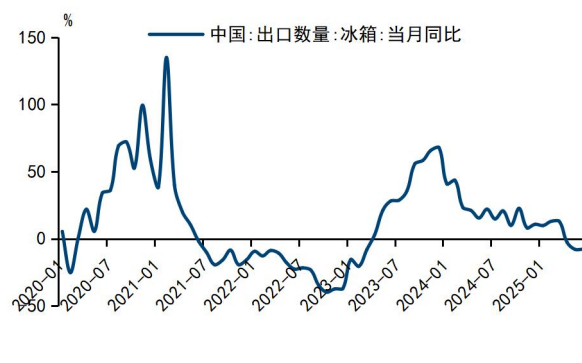
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 中国家电冰箱、冷柜产量当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 中国冰箱出口数量当月同比 (%)

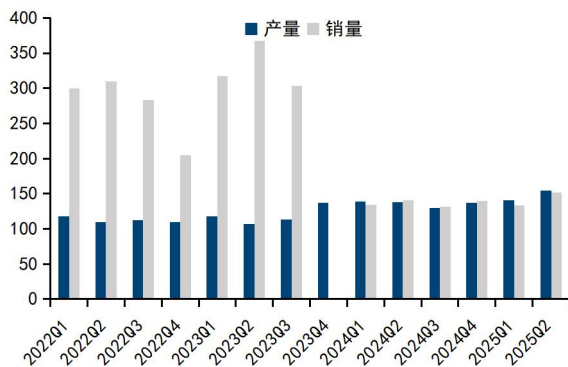


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

石化板块盈利低，新产能贡献增量。2025 年二季度公司石化板块营收 186.1 亿元（环比+14%），产量/销量为 154/152 万吨（环比+9%/+14%）。受行业烯烃产能集中释放影响，供需格局阶段性失衡，产品价格走低导致利润空间压缩。公司通过平衡产销关系、优化产能利用率提升盈利能力，120 万吨/年乙烯二期装置已投产，一期乙烷进料改造推进以降低成本。

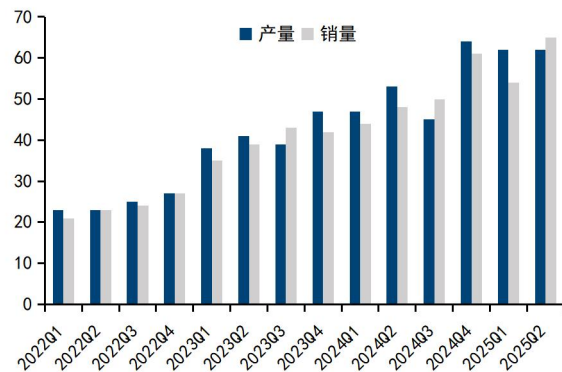
精细化学品及新材料板块销量提升，新兴需求驱动增长。2025 年二季度公司精细化学品及新材料板块营收 82.6 亿元（环比+12%），产量/销量为 62/65 万吨（环比持平/+20%）。板块稳定发展，ADI 业务深化全球化布局，MS 树脂装置一次性开车成功填补国内高端光学级规模化生产空白，维生素 A 全产业链贯通切入营养健康领域，受益于新质生产力战略及新能源产业需求，发展空间充足。

图11：石化板块产销量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：精细化学品及新材料板块产销量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1：2025 年上半年公司石化系列产品均价（元/吨）及同比变动情况

产品	2025 年上半年均价（元/吨）	同比变化率
山东丙烯	6712	-2%
山东正丁醇	6618	-20%
山东丙烯酸	7113	+15%
山东丙烯酸丁酯	8741	-6%
NPG 华东加氢	10607	+0.4%
山东 MTBE	5500	-20%
华东 LLDPE 膜级	7781	-7%
华东乙烯法 PVC	5137	-13%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：2025 年上半年主要原料价格波动情况

原料	2025 年上半年均价	单位	同比变化率
纯苯	6789	元/吨	-22%
煤炭（动力煤 5000 大卡）	600	元/吨	-23%
丙烷（CP）	612	美元/吨	+0.5%
丁烷（CP）	594	美元/吨	-3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司持续推进“变革年”管理主题，通过组织优化、成本管控提升效率。烟台工业园完成 14 套装置大修，装置数智化水平提升；宁波工业园实施精准激励，聚焦全价值链效率提升；匈牙利 BC 公司优化物流与供应链，降低运营成本；福建工业园通过基地对标增加收益；四川眉山工业园电池材料产能达行业领先水平。

投资建议：公司作为聚氨酯行业龙头，产能有序扩张，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 139.25/140.64/143.24 亿元，EPS 为 4.44/4.48/4.56 元，当前股价对应 PE 为 13.9/13.7/13.5 X，维持“优于大市”评级。

表3: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE			PB (MRQ)
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	24.25	51,488.08	1.84	2.06	2.19	13.2	11.8	11.1	1.6
002493.SZ	荣盛石化	无评级	9.21	92,002.76	0.08	0.29	0.46	115.1	31.8	20.2	2.1
600309.SH	万华化学	优于大市	61.46	192,398.79	4.15	4.44	4.48	14.8	13.8	13.7	2.0

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2025 年 8 月 11 日，无评级公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	23710	24533	22411	23551	23498	营业收入	175361	182069	197727	204054	209972
应收款项	10125	13634	13111	13531	14523	营业成本	145926	152643	165794	170732	175432
存货净额	20650	24107	24320	24443	25269	营业税金及附加	960	1084	1177	1215	1250
其他流动资产	7380	7716	8350	8617	8878	销售费用	1346	1619	1440	1507	1530
流动资产合计	61864	69990	68192	70143	72168	管理费用	2450	3023	2535	2677	2716
固定资产	149218	181987	203478	222592	237536	研发费用	4081	4550	4266	4404	4497
无形资产及其他	10786	11971	11492	11013	10534	财务费用	1676	2094	4004	4794	5265
投资性房地产	24126	19734	19734	19734	19734	投资收益	621	709	579	636	642
长期股权投资	7046	9651	11363	13074	15084	资产减值及公允价值变动	(54)	(816)	(435)	(435)	(562)
资产总计	253040	293333	314258	336556	355056	其他收入	(3180)	(3533)	(4266)	(4404)	(4497)
短期借款及交易性金融负债	52060	46739	66367	81292	87910	营业利润	20389	17966	18656	18927	19361
应付款项	45594	69136	62192	62508	67336	营业外净收支	(379)	(1042)	(573)	(665)	(760)
其他流动负债	11004	10208	11514	11586	11520	利润总额	20010	16924	18083	18262	18601
流动负债合计	108657	126083	140073	155387	166766	所得税费用	1710	2133	2279	2301	2344
长期借款及应付债券	39811	51576	51576	51576	51576	少数股东损益	1484	1758	1879	1897	1932
其他长期负债	10118	12174	14101	16028	17998	归属于母公司净利润	16816	13033	13925	14064	14324
长期负债合计	49929	63750	65677	67604	69574	现金流量表（百万元）					
负债合计	158586	189833	205750	222991	236340	净利润	16816	13033	13925	14064	14324
少数股东权益	5798	8874	9470	10071	10683	资产减值准备	(56)	605	439	126	100
股东权益	88656	94626	99038	103494	108033	折旧摊销	10136	11835	15309	19511	22118
负债和股东权益总计	253040	293333	314258	336556	355056	公允价值变动损失	54	816	435	435	562
关键财务与估值指标						财务费用	1676	2094	4004	4794	5265
每股收益	5.36	4.15	4.44	4.48	4.56	营运资本变动	(1718)	22497	(3596)	1632	4753
每股红利	2.87	3.60	3.03	3.06	3.12	其它	746	(373)	156	475	512
每股净资产	28.24	30.14	31.54	32.96	34.41	经营活动现金流	25977	48413	26668	36242	42369
ROIC	11.18%	8.29%	8%	7%	7%	资本开支	0	(43842)	(37195)	(38708)	(37244)
ROE	18.97%	13.77%	14%	14%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	17%	16%	16%	16%	16%	投资活动现金流	(817)	(46447)	(38906)	(40419)	(39254)
EBIT Margin	12%	11%	11%	12%	12%	权益性融资	(92)	957	0	0	0
EBITDA Margin	18%	17%	19%	21%	22%	负债净变化	23842	8365	0	0	0
收入增长	6%	4%	9%	3%	3%	支付股利、利息	(9002)	(11312)	(9513)	(9608)	(9786)
净利润增长率	4%	-22%	7%	1%	2%	其它融资现金流	(50029)	3793	19629	14925	6617
资产负债率	65%	68%	68%	69%	70%	融资活动现金流	(20439)	(1143)	10115	5317	(3168)
股息率	4.7%	5.9%	4.9%	5.0%	5.1%	现金净变动	4721	823	(2123)	1141	(53)
P/E	11.5	14.8	13.9	13.7	13.5	货币资金的期初余额	18989	23710	24533	22411	23551
P/B	2.2	2.0	1.9	1.9	1.8	货币资金的期末余额	23710	24533	22411	23551	23498
EV/EBITDA	11.4	12.4	10.5	9.7	9.2	企业自由现金流	0	7227	(5804)	2990	11079
						权益自由现金流	0	19386	10325	13726	13095

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032