

万华化学（600309.SH）

上半年业绩超预期，下半年有望企稳回升

事件：公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年实现营收 909 亿元，同比下降 6.35%，归母净利润为 61.23 亿元，同比下降 25.1%，扣非后归母净利润为 62.44 亿元，同比下降 22.9%，其中二季度单季度实现营收 478.34 亿元，同比下降 6.04%，环比提升 11.07%，归母净利润 30.41 亿元，同比下降 24.3%，扣非后归母净利润 32.04 亿元，同比下降 19.33%。

□ 以量换价，全年营收有望实现稳步增长。聚氨酯业务板块上半年全球聚氨酯行业需求平稳，新能源与高端制造领域表现较好，在新能源汽车轻量化需求推动下，聚氨酯复合材料用量需求持续提升。受海外投资恢复缓慢影响，海外建筑节能等领域需求弱于预期。从量上来看聚氨酯系列产品实现产量 298 万吨，同比增长 5%，销量 303 万吨，同比增长 13%，总体实现收入 369 亿元，同比增长 4%；石化业务板块上半年石化行业烯烃等产品产能集中释放，导致供需格局阶段性失衡，石化产品价格走低，石化业务利润空间进一步压缩。从量上来看石化系列产品实现产量 295 万吨，同比增长 6%，销量 285 万吨，同比增长 4%，总体实现收入 349 亿元，同比下降 12%；精细化学品及新材料业务板块上半年精细化学品及新材料业务稳定发展，在国家新质生产力战略支持、新能源等新兴产业需求带动下，精细化学品及新材料业务有充分的发展空间。从量上来看精细化学品与新材料系列产品实现产量 124 万吨，同比增长 24%，销量 119 万吨，同比增长 29%，总体实现收入 156 亿元，同比增长 20%；

□ 上半年需求偏弱，下半年价格有望触底回升。纯 MDI 产品：上半年下游需求偏弱，市场均价在 18,800 元/吨左右。聚合 MDI 产品：上半年冰冷、建筑行业需求不振，外销受到关税政策影响，出口订单下滑，市场均价在 16,700 元/吨左右。TDI 产品：上半年汽车行业保持增长态势，家居需求一般，市场均价在 12,400 元/吨左右。软泡聚醚产品：上半年市场均价在 7,800 元/吨左右。2025 年上半年石化产品与去年同期相比有涨有跌。综合来看，山东丙烯价格 6,712 元/吨，与去年同期相比下跌 2.37%；山东正丁醇价格 6,618 元/吨，与去年同期相比下跌 20.17%；山东丙烯酸价格 7,113 元/吨，与去年同期相比上涨 14.86%；山东丙烯酸丁酯价格 8,741 元/吨，与去年同期相比下跌 5.85%；NPG 华东加氢价格 10,607 元/吨，与去年同期相比上涨 0.42%；山东 MTBE 价格 5,500 元/吨，与去年同期相比下跌 19.79%；华东 LLDPE 膜级价格 7,781 元/吨，与去年同期相比下跌 6.75%；华东乙烯法 PVC 价格 5,137 元/吨，与去年同期相比下跌 13.14%

□ 给予“强烈推荐”投资评级。考虑到反内卷行情，我们上调公司评级，我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 1912 亿元、2198 亿元和 2418 亿元，归母净利润分别为 131 亿元、134 亿元和 153 亿元，EPS 分别为 4.17 元、4.29 元和 4.89 元。当前股价对应 PE 分别为 14.7 倍、14.3 倍和 12.6 倍，给予“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：新产能投放进度低于预期，原材料价格上涨过多，油价剧烈波动

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
------	------	------	-------	-------	-------

强烈推荐（上调）

周期/化工

目标估值：NA

当前股价：61.46 元

基础数据

总股本（百万股）	3130
已上市流通股（百万股）	3130
总市值（十亿元）	192.4
流通市值（十亿元）	192.4
每股净资产（MRQ）	31.9
ROE（TTM）	11.0
资产负债率	65.8%
主要股东	烟台国丰投资控股集团有限公司
主要股东持股比例	21.59%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	-8	-16
相对表现	9	-14	-38



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《万华化学（600309）—2024 年业绩有所下滑，公司持续稳健经营》2025-04-16
- 2、《万华化学（600309）—三季度业绩有所下滑，静待油价企稳》2024-10-31
- 3、《万华化学（600309）—聚氨酯需求增长拉动业绩，精细化学品展现增长潜力》2024-08-13

周铮

S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

赵晨曦

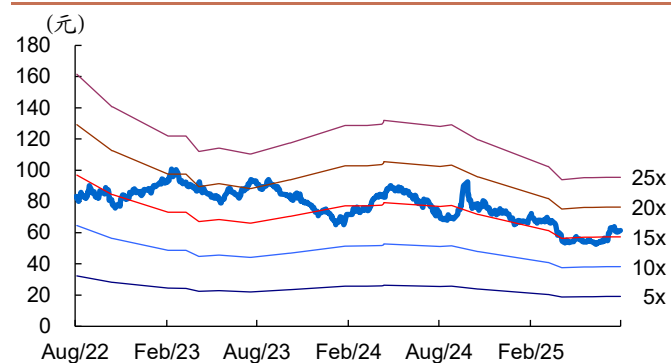
S1090523010001

✉ zhaochenxi@cmschina.com.cn

营业总收入(百万元)	175361	182069	191173	219848	241833
同比增长	6%	4%	5%	15%	10%
营业利润(百万元)	20389	17966	18009	18471	20919
同比增长	3%	-12%	0%	3%	13%
归母净利润(百万元)	16816	13033	13066	13419	15293
同比增长	4%	-22%	0%	3%	14%
每股收益(元)	5.37	4.16	4.17	4.29	4.89
PE	11.4	14.8	14.7	14.3	12.6
PB	2.2	2.0	2.3	2.6	3.0

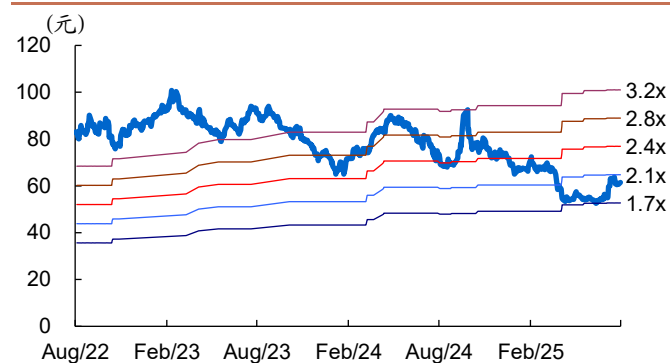
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 万华化学历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 万华化学历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	61864	69990	64850	73306	82278
现金	23710	24533	17498	18561	22273
交易性投资	144	78	78	78	78
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	9144	12319	12935	14875	16363
其它应收款	986	1316	1382	1589	1748
存货	20650	24107	24969	28992	31701
其他	7230	7637	7989	9212	10116
非流动资产	191176	223343	239692	254153	266944
长期股权投资	7046	9651	9651	9651	9651
固定资产	98764	118828	136600	152342	166284
无形资产商誉	12943	14167	12750	11475	10328
其他	72423	80696	80690	80685	80681
资产总计	253040	293333	304542	327460	349222
流动负债	108657	126083	146325	177875	206143
短期借款	43526	35557	64301	83340	103187
应付账款	45594	69136	71608	83146	90912
预收账款	5674	5194	5380	6246	6830
其他	13863	16196	5037	5143	5214
长期负债	49929	63750	63750	63750	63750
长期借款	39811	48176	48176	48176	48176
其他	10118	15574	15574	15574	15574
负债合计	158586	189833	210075	241625	269893
股本	3140	3140	3140	3140	3140
资本公积金	1816	1806	1806	1806	1806
留存收益	83700	89680	78884	68441	59872
少数股东权益	5798	8874	10637	12447	14510
归属于母公司所有者权益	88656	94626	83830	73387	64818
负债及权益合计	253040	293333	304542	327460	349222

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26797	30053	34888	42631	45621
净利润	18300	14791	14829	15230	17356
折旧摊销	10145	11842	15000	16888	18558
财务费用	2825	2884	6088	7210	8357
投资收益	(621)	(709)	(1813)	(1813)	(1813)
营运资金变动	(3767)	1827	785	5117	3163
其它	(85)	(582)	0	0	0
投资活动现金流	(44830)	(37078)	(29536)	(29536)	(29536)
资本支出	(43098)	(35830)	(31349)	(31349)	(31349)
其他投资	(1732)	(1248)	1813	1813	1813
筹资活动现金流	22809	6186	(12388)	(12032)	(12373)
借款变动	47178	32703	17562	19039	19846
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(344)	(10)	0	0	0
股利分配	(23611)	(29765)	(23862)	(23862)	(23862)
其他	(414)	3258	(6088)	(7210)	(8357)
现金净增加额	4776	(838)	(7036)	1063	3712

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	175361	182069	191173	219848	241833
营业成本	145926	152643	158100	183573	200722
营业税金及附加	960	1084	1138	1309	1439
营业费用	1346	1619	1700	1955	2150
管理费用	2450	3023	3174	3650	4015
研发费用	4081	4550	4778	5495	6044
财务费用	1676	2094	6088	7210	8357
资产减值损失	(178)	(904)	0	0	0
公允价值变动收益	82	(76)	(76)	(76)	(76)
其他收益	943	1181	1181	1181	1181
投资收益	621	709	709	709	709
营业利润	20389	17966	18009	18471	20919
营业外收入	64	96	96	96	96
营业外支出	444	1137	1137	1137	1137
利润总额	20010	16924	16967	17429	19877
所得税	1710	2133	2138	2199	2521
少数股东损益	1484	1758	1763	1810	2063
归属于母公司净利润	16816	13033	13066	13419	15293

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	6%	4%	5%	15%	10%
营业利润	3%	-12%	0%	3%	13%
归母净利润	4%	-22%	0%	3%	14%
获利能力					
毛利率	16.8%	16.2%	17.3%	16.5%	17.0%
净利率	9.6%	7.2%	6.8%	6.1%	6.3%
ROE	20.3%	14.2%	14.6%	17.1%	22.1%
ROIC	12.2%	9.1%	10.3%	10.5%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	62.7%	64.7%	69.0%	73.8%	77.3%
净负债比率	36.3%	32.4%	36.9%	40.2%	43.3%
流动比率	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
速动比率	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
存货周转率	7.5	6.8	6.4	6.8	6.6
应收账款周转率	19.3	17.0	15.1	15.8	15.5
应付账款周转率	4.2	2.7	2.2	2.4	2.3
每股资料(元)					
EPS	5.37	4.16	4.17	4.29	4.89
每股经营净现金	8.56	9.60	11.14	13.62	14.57
每股净资产	28.32	30.23	26.78	23.44	20.71
每股股利	6.30	7.62	7.62	7.62	7.62
估值比率					
PE	11.4	14.8	14.7	14.3	12.6
PB	2.2	2.0	2.3	2.6	3.0
EV/EBITDA	12.5	12.6	10.1	9.3	8.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。