

公司研究

25Q2 费用优化利润环比持平，技术创新拓宽产品布局

——万华化学（600309.SH）2025 年半年报点评

要点

事件：公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年，公司实现营收 909.01 亿元，同比减少 6.35%；实现归母净利润 61.23 亿元，同比减少 25.10%；实现扣非后归母净利润 62.44 亿元，同比减少 22.90%。2025Q2，公司单季度实现营收 478.34 亿元，同比减少 6.04%，环比增长 11.07%；实现归母净利润 30.41 亿元，同比减少 24.30%，环比减少 1.34%。

25Q2 核心产品量升价跌，费用率优化利润环比持平。25Q2，随着公司现有产能利用率的进一步爬坡，公司聚氨酯、石化、新材料等核心业务产品销量进一步提升，然而由于国际市场需求疲弱以及地缘政治摩擦事件的发生，相关化工品价格出现回落。25Q2 公司聚氨酯业务实现营收 184.6 亿元，同比增长 2.8%；实现销量 158 万吨，同比增长 14.5%；平均销售单价为 1.17 万元/吨，同比减少 10.2%。公司石化业务实现营收 186.1 亿元，同比减少 11.6%；实现销量 152 万吨，同比增长 7.8%；平均销售单价为 1.22 万元/吨，同比减少 18.0%。精细化学品及新材料业务实现营收 82.6 亿元，同比增长 20.1%；实现销量 65 万吨，同比增长 35.4%；平均销售单价为 1.27 万元/吨，同比减少 11.3%。费用方面，公司通过预算管理变革和强化成本费用管控，25Q2 费用率明显下降。25Q2，公司期间费用率为 4.08%，同比下降 1.27pct，环比下降 2.63pct。其中得益于汇兑收益的增加，25Q2 公司财务费用率仅为 0.04%，同比下降 1.13pct，环比下降 1.30pct。

重点项目进程顺利，技术创新拓宽产品布局。重点建设项目方面，公司 120 万吨/年的第二套乙烯装置一次性开车成功，第一套乙烯装置正在进行乙烷进料改造，改造完成后生产成本将显著降低。新产品方面，公司 MS 装置一次性开车成功，光学业务产品线得以丰富；叔丁胺产业化成功，特种胺产业链进一步延伸。同时，公司砷聚合物、生物基 1,3-丁二醇、磷酸铁锂等产品也取得了较好的进展。此外，通过技术创新和产业升级，公司持续推进新一代 MDI 技术开发，进一步提升产品成本竞争力。

盈利预测、估值与评级：2025Q2 公司聚氨酯、石化、新材料等核心产品销量进一步提升，但由于下游需求疲弱，产品价格有所下滑。考虑到产品价格的下跌，我们下调公司 2025 年盈利预测。但随着整体终端需求的好转，以及公司持续的成本、费用优化，我们仍维持公司 2026-2027 年盈利预测。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 138（前值为 148）/172/194 亿元。公司通过技术开发持续扩充新材料产品版图，通过成本优化及费用管控提升盈利能力，我们仍旧看好公司作为化工行业龙头的后续发展，维持“买入”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，新产品推广不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	175,361	182,069	201,459	219,653	239,539
营业收入增长率	5.92%	3.83%	10.65%	9.03%	9.05%
归母净利润（百万元）	16,816	13,033	13,820	17,197	19,387
归母净利润增长率	3.59%	-22.49%	6.04%	24.43%	12.73%
EPS（元）	5.36	4.15	4.41	5.49	6.19
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.97%	13.77%	13.02%	14.49%	14.65%
P/E	11	15	14	11	10
P/B	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-11，2024 年公司总股本为 31.40 亿股，2025 年及以后公司总股本为 31.30 亿股。

买入（维持）

当前价：61.46 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	31.30
总市值(亿元):	1923.99
一年最低/最高(元):	52.10/99.08
近 3 月换手率:	60.49%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.63	2.39	-40.21
绝对	11.24	8.35	-16.26

资料来源：Wind

相关研报

资产减值及毛利率下滑影响业绩，关注聚氨酯扩张及石化产业链完善——万华化学（600309.SH）2024 年报及 2025 一季报点评（2025-04-15）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	175,361	182,069	201,459	219,653	239,539
营业成本	145,926	152,643	172,402	185,616	201,954
折旧和摊销	10,136	11,835	15,029	17,212	19,467
税金及附加	960	1,084	1,199	1,307	1,426
销售费用	1,346	1,619	1,612	1,757	1,916
管理费用	2,450	3,023	3,022	3,295	3,593
研发费用	4,081	4,550	4,634	5,052	5,509
财务费用	1,676	2,094	1,584	2,268	2,401
投资收益	621	709	709	709	709
营业利润	20,389	17,966	18,413	22,250	24,739
利润总额	20,010	16,924	17,703	21,540	24,028
所得税	1,710	2,133	2,124	2,585	2,883
净利润	18,300	14,791	15,578	18,955	21,145
少数股东损益	1,484	1,758	1,758	1,758	1,758
归属母公司净利润	16,816	13,033	13,820	17,197	19,387
EPS(元)	5.36	4.15	4.41	5.49	6.19

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26,797	30,053	21,414	39,735	44,895
净利润	16,816	13,033	13,820	17,197	19,387
折旧摊销	10,136	11,835	15,029	17,212	19,467
净营运资金增加	-1,532	-14,371	13,304	721	391
其他	1,377	19,556	-20,738	4,604	5,650
投资活动产生现金流	-44,830	-37,078	-45,334	-36,958	-37,867
净资本支出	-43,070	-35,360	-39,484	-37,667	-38,576
长期投资变化	7,046	9,651	0	0	0
其他资产变化	-8,805	-11,369	-5,850	709	709
融资活动现金流	22,809	6,186	29,605	-47	-4,046
股本变化	0	0	-9	0	0
债务净变化	28,485	6,444	33,491	6,895	4,042
无息负债变化	10,595	24,803	-15,459	5,384	6,596
净现金流	4,684	-821	5,686	2,729	2,983

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	16.8%	16.2%	14.4%	15.5%	15.7%
EBITDA 率	18.1%	18.1%	17.4%	18.7%	19.2%
EBIT 率	12.4%	11.6%	9.9%	10.9%	11.1%
税前净利润率	11.4%	9.3%	8.8%	9.8%	10.0%
归母净利润率	9.6%	7.2%	6.9%	7.8%	8.1%
ROA	7.2%	5.0%	4.8%	5.4%	5.6%
ROE (摊薄)	19.0%	13.8%	13.0%	14.5%	14.6%
经营性 ROIC	10.9%	9.5%	7.4%	8.1%	8.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	63%	65%	64%	63%	61%
流动比率	0.57	0.56	0.54	0.57	0.60
速动比率	0.38	0.36	0.36	0.38	0.40
归母权益/有息债务	0.97	0.96	0.81	0.86	0.93
有形资产/有息债务	2.58	2.80	2.33	2.41	2.52

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	253,040	293,333	324,642	351,201	377,298
货币资金	23,710	24,533	30,219	32,948	35,931
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	9,144	12,319	11,802	12,868	14,033
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	986	1,316	1,279	1,394	1,520
存货	20,650	24,107	25,730	27,733	30,209
其他流动资产	5,027	5,514	5,514	5,514	5,514
流动资产合计	61,864	69,990	77,043	83,149	90,136
其他权益工具	595	565	565	565	565
长期股权投资	7,046	9,651	9,651	9,651	9,651
固定资产	98,764	118,828	134,027	147,963	160,793
在建工程	47,663	60,082	65,780	69,100	72,067
无形资产	10,786	11,971	11,751	11,536	11,325
商誉	2,158	2,196	2,196	2,196	2,196
其他非流动资产	9,338	4,521	4,521	4,521	4,521
非流动资产合计	191,176	223,343	247,598	268,053	287,162
总负债	158,586	189,833	207,864	220,143	230,781
短期借款	43,526	35,557	61,048	59,942	55,984
应付账款	14,980	26,612	23,878	25,708	27,971
应付票据	30,614	42,524	42,098	45,325	49,314
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	500	149	149	149	149
流动负债合计	108,657	126,083	142,624	146,902	149,540
长期借款	39,811	48,176	56,176	64,176	72,176
应付债券	0	3,400	3,400	3,400	3,400
其他非流动负债	2,262	2,821	2,821	2,821	2,821
非流动负债合计	49,929	63,750	65,241	73,241	81,241
股东权益	94,454	103,500	116,777	131,059	146,517
股本	3,140	3,140	3,130	3,130	3,130
公积金	4,640	4,629	4,629	4,629	4,629
未分配利润	81,025	87,323	98,852	111,375	125,075
归属母公司权益	88,656	94,626	106,145	118,668	132,368
少数股东权益	5,798	8,874	10,633	12,391	14,149

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.77%	0.89%	0.80%	0.80%	0.80%
管理费用率	1.40%	1.66%	1.50%	1.50%	1.50%
财务费用率	0.96%	1.15%	0.79%	1.03%	1.00%
研发费用率	2.33%	2.50%	2.30%	2.30%	2.30%
所得税率	9%	13%	12%	12%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.63	0.73	1.49	1.82	2.03
每股经营现金流	8.53	9.57	6.84	12.69	14.34
每股净资产	28.24	30.14	33.91	37.91	42.28
每股销售收入	55.85	57.99	64.35	70.17	76.52

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	11	15	14	11	10
PB	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.2	9.2	9.6	8.4	7.7
股息率	2.6%	1.2%	2.4%	3.0%	3.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP