

## 二季度业绩环比持平，治理改善见成效

### 核心观点

- 二季度业绩环比持平略超预期：**公司披露 25 年中报，报告期内实现营业收入 909 亿元，同比减少 6.4%；实现归母净利润 61.2 亿元，同比下降 25.1%。虽然聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大板块的销量都比去年同期有所增长，但销售价格也都出现下滑，导致整体收入略有下滑。同时，原料端纯苯与煤炭价格也下滑 20% 以上，但石化板块主要原料丙烷与丁烷价格与去年同期相比基本持平，导致整体毛利率从去年同期 16.41% 下降到 13.84%。25Q2 单季度营业收入 478 亿元，环比提升 11.07%；归母净利润 30.41 亿元，环比基本持平。
- 费用管控是对冲毛利下滑的重要原因：**今年 4 月在美国关税政策影响下，全球宏观大幅波动，绝大多数化工品价格出现大幅下跌。虽然到 5 月底后关税影响出现缓和，但 25Q2 化工品均价普遍低于 25Q1，万华也呈现同样趋势。从单季度毛利看，25Q2 为 58.2 亿元，环比 25Q1 减少 9.5 亿元。然而公司积极管控各项费用，使利润总额仅减少 1.85 亿元，归母净利润基本持平。
- 经营思路转变有望扭转趋势：**2022 年以来，在全球宏观持续下行的大背景下，万华的业绩也出现大幅下滑。公司在 2024 年报中提出 2025 年为“变革年”，要从管理思维向经营思维转变，引导各业务单元建立起业绩导向的观念。我们认为在公司经营思路发生重大变化的情况下，一旦全球宏观企稳，MDI 与 TDI 等产品受益于良好的行业格局有望率先出现反弹，成为公司以业绩为导向的良好抓手，同时也能扭转市场对于公司悲观预期。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年每股盈利 EPS 预测为 4.38、5.25、6.41 元（按照回购股本变动后计算）。25 年可比公司 PE 估值为 19 倍，由于万华在其中的长期 ROE 和历史成长性更为突出，维持 15% 估值溢价，对应 25 年 22 倍 PE，给予目标价 96.36 元，维持买入评级。

### 风险提示

- 宏观经济风险；原油价格波动风险；新项目进展风险；产能统计偏差风险；假设条件变化影响测算结果。

### 公司主要财务信息

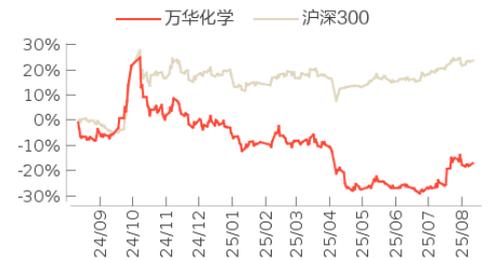
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	175,361	182,069	210,051	224,895	234,099
同比增长(%)	5.9%	3.8%	15.4%	7.1%	4.1%
营业利润(百万元)	20,389	17,966	19,152	22,717	27,542
同比增长(%)	2.8%	-11.9%	6.6%	18.6%	21.2%
归属母公司净利润(百万元)	16,816	13,033	13,723	16,425	20,082
同比增长(%)	3.6%	-22.5%	5.3%	19.7%	22.3%
每股收益(元)	5.37	4.16	4.38	5.25	6.41
毛利率(%)	16.8%	16.2%	15.4%	16.4%	17.9%
净利率(%)	9.6%	7.2%	6.5%	7.3%	8.6%
净资产收益率(%)	20.3%	14.2%	13.7%	14.6%	15.9%
市盈率	11.4	14.8	14.0	11.7	9.6
市净率	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年08月11日）	61.46元
目标价格	96.36元
52周最高价/最低价	99.08/52.1元
总股本/流通A股（万股）	313,047/313,047
A股市值（百万元）	192,399
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2025年08月12日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	1.62	10.3	13.46	-17.02
相对表现%	0.35	7.62	6.27	-40.76
沪深300%	1.27	2.68	7.19	23.74



### 证券分析师

倪吉 021-63325888\*7504  
niji@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517120003

### 相关报告

景气度与资产减值拖累业绩，贸易争端带来压力	2025-04-19
万华化学系列十二：重大拐点或将至	2025-01-18
万华化学系列之十一：福建合作项目打开新篇章	2024-08-16

表 1：可比公司估值（截止 2025 年 8 月 11 日）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
华鲁恒升	1.84	1.9334	2.2258	2.4979	13.19	12.54	10.89	9.71
荣盛石化	0.07	0.29	0.46	0.61	127.03	31.78	20.16	15.02
联泓新科	0.18	0.25	0.40	0.50	94.47	67.67	41.84	32.90
扬农化工	2.97	3.43	4.03	4.56	22.15	19.16	16.31	14.41
新和成	1.91	2.12	2.32	2.53	11.84	10.68	9.76	8.95
恒力石化	1.00	1.17	1.37	1.58	15.26	13.03	11.16	9.67
调整后平均						<b>19.00</b>	<b>15.00</b>	<b>12.00</b>

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	23,710	24,533	11,727	28,654	44,708	营业收入	175,361	182,069	210,051	224,895	234,099
应收票据、账款及款项融资	10,842	13,618	13,928	15,213	16,289	营业成本	145,926	152,643	177,602	188,097	192,130
预付账款	2,203	2,124	2,236	2,614	2,648	销售费用	1,346	1,619	1,868	2,000	2,082
存货	20,650	24,107	25,521	27,785	28,778	管理费用	2,450	3,023	3,487	3,734	3,887
其他	4,460	5,608	5,534	5,646	5,765	研发费用	4,081	4,550	5,250	5,621	5,851
<b>流动资产合计</b>	<b>61,864</b>	<b>69,990</b>	<b>58,947</b>	<b>79,912</b>	<b>98,187</b>	财务费用	1,676	2,094	3,094	3,074	2,909
长期股权投资	7,046	9,651	9,651	9,651	9,651	资产、信用减值损失	178	943	200	168	158
固定资产	98,764	118,828	151,760	159,463	165,125	公允价值变动收益	82	(76)	(76)	(76)	(76)
在建工程	47,663	60,082	41,302	40,095	39,307	投资净收益	621	709	709	709	709
无形资产	10,786	11,971	11,427	10,883	10,339	其他	(16)	136	(31)	(119)	(174)
其他	26,917	22,810	20,842	20,835	20,828	<b>营业利润</b>	<b>20,389</b>	<b>17,966</b>	<b>19,152</b>	<b>22,717</b>	<b>27,542</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>191,176</b>	<b>223,343</b>	<b>234,982</b>	<b>240,927</b>	<b>245,250</b>	营业外收入	64	96	96	96	96
<b>资产总计</b>	<b>253,040</b>	<b>293,333</b>	<b>293,929</b>	<b>320,838</b>	<b>343,437</b>	营业外支出	444	1,137	1,137	1,137	1,137
短期借款	43,526	35,557	35,557	35,557	35,557	<b>利润总额</b>	<b>20,010</b>	<b>16,924</b>	<b>18,110</b>	<b>21,675</b>	<b>26,501</b>
应付票据及应付账款	45,594	69,136	55,684	67,646	72,119	所得税	1,710	2,133	2,535	3,035	3,710
其他	19,537	21,390	22,188	22,611	22,874	<b>净利润</b>	<b>18,300</b>	<b>14,791</b>	<b>15,575</b>	<b>18,641</b>	<b>22,791</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>108,657</b>	<b>126,083</b>	<b>113,429</b>	<b>125,815</b>	<b>130,550</b>	少数股东损益	1,484	1,758	1,851	2,216	2,709
长期借款	39,811	48,176	48,176	48,176	48,176	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>16,816</b>	<b>13,033</b>	<b>13,723</b>	<b>16,425</b>	<b>20,082</b>
应付债券	0	3,400	3,400	3,400	3,400	每股收益(元)	5.37	4.16	4.38	5.25	6.41
其他	10,118	12,174	12,174	12,174	12,174						
<b>非流动负债合计</b>	<b>49,929</b>	<b>63,750</b>	<b>63,750</b>	<b>63,750</b>	<b>63,750</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>158,586</b>	<b>189,833</b>	<b>177,180</b>	<b>189,565</b>	<b>194,300</b>		<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
少数股东权益	5,798	8,874	10,726	12,941	15,651	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	3,140	3,140	3,130	3,130	3,130	营业收入	5.9%	3.8%	15.4%	7.1%	4.1%
资本公积	1,816	1,806	1,316	1,316	1,316	营业利润	2.8%	-11.9%	6.6%	18.6%	21.2%
留存收益	83,848	90,147	101,578	113,886	129,040	归属于母公司净利润	3.6%	-22.5%	5.3%	19.7%	22.3%
其他	(148)	(467)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>94,454</b>	<b>103,500</b>	<b>116,750</b>	<b>131,273</b>	<b>149,137</b>	毛利率	16.8%	16.2%	15.4%	16.4%	17.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>253,040</b>	<b>293,333</b>	<b>293,929</b>	<b>320,838</b>	<b>343,437</b>	净利率	9.6%	7.2%	6.5%	7.3%	8.6%
						ROE	20.3%	14.2%	13.7%	14.6%	15.9%
						ROIC	12.2%	9.0%	9.2%	10.0%	11.0%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	62.7%	64.7%	60.3%	59.1%	56.6%
净利润	18,300	14,791	15,575	18,641	22,791	净负债率	72.2%	71.3%	74.2%	53.1%	35.9%
折旧摊销	10,323	10,230	11,484	13,990	15,611	流动比率	0.57	0.56	0.52	0.64	0.75
财务费用	1,676	2,094	3,094	3,074	2,909	速动比率	0.38	0.36	0.29	0.41	0.53
投资损失	(621)	(709)	(709)	(709)	(709)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	2,987	15,689	(14,617)	8,330	2,505	应收账款周转率	19.3	17.0	17.1	17.6	16.8
其它	(5,869)	(12,042)	2,704	244	234	存货周转率	7.5	6.8	7.1	7.0	6.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>26,797</b>	<b>30,053</b>	<b>17,531</b>	<b>43,569</b>	<b>43,341</b>	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	(44,229)	(43,788)	(25,084)	(20,084)	(20,084)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(817)	(2,606)	0	0	0	每股收益	5.37	4.16	4.38	5.25	6.41
其他	216	9,316	633	633	633	每股经营现金流	8.53	9.57	5.60	13.92	13.85
<b>投资活动现金流</b>	<b>(44,830)</b>	<b>(37,078)</b>	<b>(24,451)</b>	<b>(19,452)</b>	<b>(19,452)</b>	每股净资产	28.32	30.23	33.87	37.80	42.64
债权融资	29,091	16,203	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(344)	(10)	(500)	0	0	市盈率	11.4	14.8	14.0	11.7	9.6
其他	(5,938)	(10,007)	(5,386)	(7,191)	(7,836)	市净率	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>22,809</b>	<b>6,186</b>	<b>(5,886)</b>	<b>(7,191)</b>	<b>(7,836)</b>	EV/EBITDA	8.8	9.4	8.4	7.1	6.2
汇率变动影响	(92)	17	-0	-0	-0	EV/EBIT	12.9	14.2	12.8	11.0	9.3
<b>现金净增加额</b>	<b>4,684</b>	<b>(821)</b>	<b>(12,806)</b>	<b>16,927</b>	<b>16,053</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。