

公司研究 | 点评报告 | 万华化学（600309.SH）

盈利稳健，拐点趋势向上

报告要点

公司发布 2025 半年报，2025H1 实现收入 909.0 亿元，同比变动-6.4%，归属净利润 61.2 亿元，同比变动-25.1%，归属扣非净利润 62.4 亿元，同比变动-22.9%。2025Q2 实现收入 478.3 亿元，同比变动-6.0%，环比变动 11.1%，归属净利润 30.4 亿元，同比变动-24.3%，环比变动 -1.3%，归属扣非净利润 32.0 亿元，同比变动-19.3%，环比变动 5.4%。

分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002

SFC: BUT911



王明

SAC: S0490521030001

SFC: BVA881

万华化学（600309.SH）

2025-08-12

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

盈利稳健，拐点趋势向上

事件描述

公司发布 2025 半年报，2025H1 实现收入 909.0 亿元，同比变动-6.4%，归属净利润 61.2 亿元，同比变动-25.1%，归属扣非净利润 62.4 亿元，同比变动-22.9%。2025Q2 实现收入 478.3 亿元，同比变动-6.0%，环比变动 11.1%，归属净利润 30.4 亿元，同比变动-24.3%，环比变动-1.3%，归属扣非净利润 32.0 亿元，同比变动-19.3%，环比变动 5.4%。

事件评论

- **2025Q2 销量保持稳健增长，价格同环比下降，费用回落叠加汇兑收益，季度利润平稳过渡。** 2025 年以来，国际市场需求疲软、地缘摩擦频发等因素对化工行业造成一定负面影响。2025Q2，公司聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大业务板块销量同比变化 14.5%、7.8%、35.4%，环比变化 9.0%、14.3%、20.4%，但受产品价格下跌影响，收入分别同比变化 2.8%、-11.6%、20.1%，环比变化 0.2%、14.1%、12.0%。2025Q2，公司期间费用率同比下降 1.3pct，环比下降 2.6pct（财务费用同环比下降 5.8/5.6 亿元，管理费用同环比均下降 3.0 亿元），公司 2025Q2 毛利率与净利率为 12.2%、7.0%，环比变化-3.5pct、-0.9pct，单季度归母净利润接近持平。
- **2025Q3 以来部分产品价格明显上涨。** 2025Q3（截至 2025.8.11，下同），MDI、TDI、聚酯价差环比变化-1.1%、40.6%、8.1%，石化板块两套装置 C3/C4 和 C2 综合价差环比变化 8.5%、27.1%。德国科思创不可抗力，叠加国内外多套装置集中检修，TDI 价格实现大幅增长。“金九银十”旺季逐步到来，叠加国内外部分 MDI 装置检修影响，在“反内卷”政策引导下，工厂挺涨意愿强烈，MDI 有望迎来价格的持续回暖。
- **精细化学品及新材料持续扩张。** 公司持续突破精细化学品、高端化工新材料等关键技术，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，运行情况良好，生物基 1,3-丁二醇成功导入化妆品客户；膜材料、水性材料等不断推陈出新，成功进入多家行业头部客户。
- **资本开支放缓，公司有望迎来现金流改善。** 公司 2023 年实际完成投资额 416.4 亿元，2024 年实际投资额 401.5 亿元，特别是大型石化项目的投资拉高整体投资规模，截至 2025Q1，公司资产负债率为 66.15%。2025 年公司计划投资 252.4 亿元，整体投资规模有明显缩减，随着经营业绩的稳健释放，公司或将迎来现金流的持续改善。公司采取“聚焦”“经营”的战略，夯实优势的稳健投资，促进公司冬去春来，持续向好。
- **维持“买入”评级。** 公司聚氨酯龙头地位突出，行业布局超前，石化业务逐步贡献，多点开花的化工新材料成长性十足，竞争力持续增强，公司经营质量有望持续改善。预计公司 2025-2027 年归属净利润分别为 140.3、183.7、201.3 亿元。

风险提示

- 1、下游需求恢复不及预期；
- 2、新项目进度低于预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	61.46
总股本(万股)	313,047
流通A股/B股(万股)	313,047/0
每股净资产(元)	31.77
近12月最高/最低价(元)	100.40/52.10

注：股价为 2025 年 8 月 11 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《边际向好，布局良机》2025-07-24
- 《核心业务稳健运行，减值报废及 BC 有所拖累》2025-04-15
- 《费用与减值影响，四季度盈利有降》2025-03-20

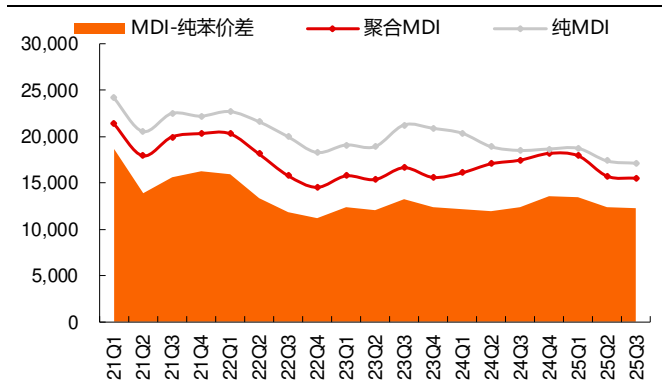

 更多研报请访问
 长江研究小程序

图 1：万华化学各板块价格价差季度变化（元/吨）

	产品	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q2环比	25Q3环比
聚醚醚	聚合MDI	21370	17923	19926	20293	20288	18133	15810	14548	15770	15379	16649	15609	16103	17065	17453	18178	17922	15736	15530	12.2%	-1.3%
	纯MDI	24163	20542	22469	22181	22669	21589	19989	18290	19093	18910	21236	20872	20352	18909	18508	18663	18732	17380	17138	-7.2%	-1.4%
	MDI-甲苯价差	18633	13924	15616	16230	15970	13408	11831	11186	12340	12113	13217	12401	12164	11939	12380	13619	13490	12366	12232	-8.3%	-1.1%
	TDI	14801	14248	14181	14628	18739	17535	17468	19052	19023	18037	18055	17163	16724	14793	13466	12880	13209	11514	14746	-12.8%	28.1%
	TDI-甲苯价差	11958	10922	10942	11125	14780	13032	12902	14948	14991	13826	13461	13117	12693	10435	9448	9464	9507	8220	11560	-13.5%	40.6%
	硬泡聚醚	15184	14415	14257	13815	11288	10917	9474	9409	9943	9789	9839	9213	8984	8977	8596	8461	7988	7336	7581	-8.2%	3.3%
	软泡聚醚	18417	16389	16526	15460	11890	11204	9502	9409	9943	9789	9839	9213	8984	8977	8596	8461	7988	7336	7581	-8.2%	3.3%
	聚醚-PO价差	3684	3733	3801	3882	3598	3418	2920	2829	2917	2926	3172	2637	2541	2404	2420	2431	2448	2084	2253	14.9%	8.1%
	环氧丙烷	18452	16670	16557	15365	11416	10918	9382	9400	10036	9804	9524	9394	9204	9390	8823	8615	7914	7502	7611	-5.2%	1.5%
	MTBE	4960	5982	5819	6325	6953	7727	7623	7014	6828	7433	7598	6970	6666	7011	6320	5486	5847	5188	5047	-11.3%	-2.7%
石化	新戊二醇	13130	18344	19964	16306	17366	16427	10091	9465	10464	9873	9455	9619	10075	10889	10486	9996	11048	10181	8633	-7.9%	15.2%
	正丁醇	11422	14010	14725	9625	10333	9777	7315	7773	7813	7640	8752	8415	8634	8455	7624	7315	7149	6516	6173	-8.9%	-5.3%
	丙酮	9358	9598	13891	14843	14088	12748	7982	6814	7255	5995	6285	6026	6031	6527	6348	6765	7394	6911	6615	-6.5%	-4.3%
	丙酮腈丁醇	14798	16776	18464	15585	15188	13656	9949	9115	9926	8634	9498	9012	9358	9248	8889	8803	9223	8253	7603	10.5%	-7.9%
	PVC	8396	9360	9761	11029	9086	8867	6683	6440	5959	6221	5963	5717	5757	5605	5214	5020	4795	4930			-2.8%
	苯乙烯	8068	9698	9068	8765	9229	10195	9508	8349	8475	8038	8654	8503	9006	9573	9417	8867	8419	7674	7488		-2.4%
	EO	7597	7643	7513	8310	7645	7970	6857	6976	6676	6469	6288	6585	6661	6887	6871	6987	6960	6569	6410		-5.6%
	LLDPE	8936	8935	8813	9865	9782	9736	8905	9071	8814	8692	8673	8705	8572	8710	8914	8979	8975	8156	7850		-9.1%
	乙丙	967	988	992	1064	1159	1229	979	893	919	870	818	917	949	978	947	934	920	870	835		-5.4%
	丙烯	7753	8166	7798	8037	8185	8258	7314	7441	7447	6734	6880	7102	6935	6973	7014	7001	6978	6625	6392		-5.1%
	丁二烯	7378	7403	10094	6335	7995	10719	9100	7111	9085	7560	7675	9026	10287	12194	13130	11344	11841	9757	9307		-17.6%
	乙二胺	5211	5118	5406	5656	5283	5005	4680	4203	4322	4203	4199	4197	4714	4632	4786	4692	4714	4523	4617		-4.1%
	C3/C4综合价差（元/吨）	5207	6157	5700	4652	4171	4074	3296	3064	3064	3624	3550	2742	2782	3203	2476	1962	2370	2001	2172		15.6%
	C2综合价差（元/吨）	3798	4074	2935	2691	1827	1930	1677	1816	1725	2417	1864	1406	1443	1770	1453	1265	1284	1216	1546		-5.3%
	PC	21022	26985	27452	25073	22313	21002	16725	16979	16111	15057	15734	15118	14797	15314	14943	14307	13989	13295	12765		-5.0%
精细化工及新材料	PMMA	17500	17728	16546	16672	16316	16654	15763	15872	14868	14831	15327	16344	17293	19752	20203	20100	18874	16287	14550		-13.7%
	MMA	12987	12660	13806	12662	12283	12869	11413	10605	10294	11603	11970	11365	13005	15525	15166	11620	11551	10320	9656		-10.7%
	TPU	33424	33535	33531	33748	33256	33677	33569	33563	33300	32876	33000	33545	33457	33452	33459	33321	33321	33326	33250		0.0%
	HDI	62556	107389	88287	84022	78256	74451	68923	62896	53404	38835	35143	37444	35330	30368	29087	29250	29250	29250	29250		0.0%
	IPDI	76000	76000	76000	77517	79000	66600	54917	52500	50886	48538	47000	46022	40444	37000	37833	37000	37000	50500	54000		33.5%
	纯苯	5656	7571	8027	7326	7962	9116	8280	7096	7005	6845	7608	7573	8250	8987	8527	7443	7397	6112	5982		17.4%
原料	甲苯	4902	5734	5585	6040	6827	7765	7872	7076	6952	7260	7922	6975	6950	7515	6928	5890	6384	5680	5493		-11.0%
	动力煤	718	819	993	976	1179	1204	1265	1429	1129	914	866	958	902	848	848	823	721	632	647		12.4%
	布伦特原油	61	69	73	80	98	112	98	89	82	78	86	83	82	85	79	74	75	67	69		11.0%
	丙烷	567	523	676	779	806	757	636	576	629	461	533	606	592	557	606	629	594	566	507		-4.7%
	丁烷	522	514	690	751	813	786	635	588	647	452	533	618	605	552	597	624	584	542	480		-7.2%
	汇率	美元兑人民币	6	6	6	6	6	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7		

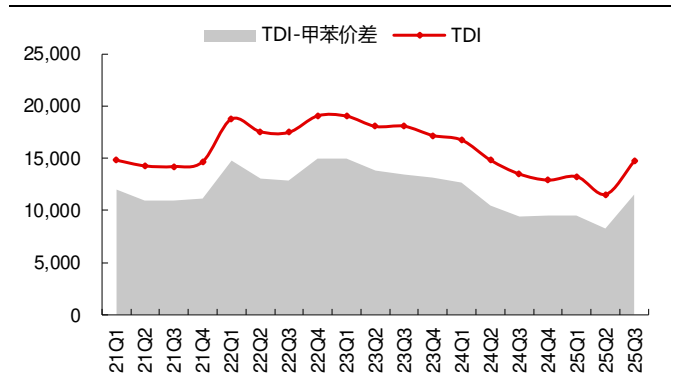
资料来源：Wind，长江证券研究所（25Q3 截至到 2025.8.11，下同）

图 2：MDI 季度平均价格及价差走势（元/吨）



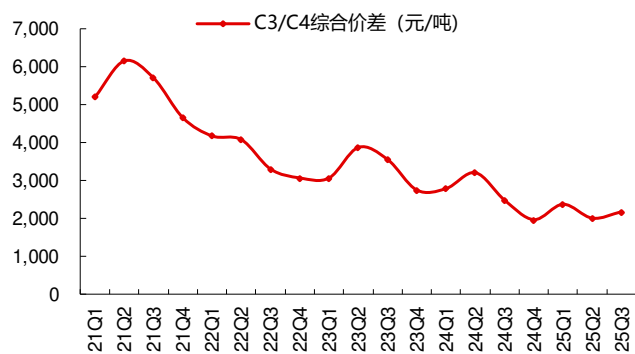
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：TDI 季度平均价格及价差走势（元/吨）



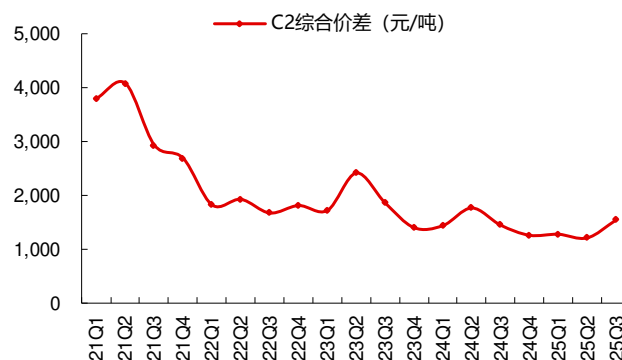
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4: C3/C4 综合价差



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 5: C2 综合价差



资料来源: Wind, 长江证券研究所

风险提示

- 1、下游需求恢复不及预期。主要产品 MDI/TDI 由于下游需求地产、家电国内外需求恢复不及预期，导致的产品价格、盈利回落，对公司经营造成影响。
- 2、新项目进度低于预期。公司在聚氨酯、石化、精细化工新材料三大业务板块持续进行投资，新项目的陆续投产放量带动公司规模의持续增长，若项目建设不及预期或导致公司预期收入盈利发生变化。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	182069	210754	219852	225433	货币资金	24533	5000	5000	5000
营业成本	152643	179696	183130	186510	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	29427	31058	36722	38923	应收账款	12319	14260	14875	15253
%营业收入	16%	15%	17%	17%	存货	24107	29539	30104	30659
营业税金及附加	1084	1265	1319	1353	预付账款	2124	2500	2548	2595
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	6907	7324	7399	7444
销售费用	1619	2108	2199	2254	流动资产合计	69990	58623	59925	60951
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	9651	9851	10051	10251
管理费用	3023	3583	3737	3832	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	118828	148371	178514	209256
研发费用	4550	5480	5716	5861	无形资产	11971	13671	15371	17071
%营业收入	2%	3%	3%	3%	商誉	2196	2196	2196	2196
财务费用	2094	3317	3098	2815	递延所得税资产	3648	3648	3648	3648
%营业收入	1%	2%	1%	1%	其他非流动资产	77048	79148	81248	83348
加: 资产减值损失	-740	-5	-5	-5	资产总计	293333	315508	350953	386722
信用减值损失	-203	0	0	0	短期贷款	35557	22519	16051	7442
公允价值变动收益	-76	0	0	0	应付款项	26612	29539	30104	30659
投资收益	709	843	879	902	预收账款	0	0	0	0
营业利润	17966	17619	23066	25282	应付职工薪酬	1005	3594	3663	3730
%营业收入	10%	8%	10%	11%	应交税费	990	3161	3298	3381
营业外收支	-1042	0	0	0	其他流动负债	61918	54480	55293	56094
利润总额	16924	17619	23066	25282	流动负债合计	126083	113293	108408	101307
%营业收入	9%	8%	10%	11%	长期借款	48176	48176	48176	48176
所得税费用	2133	2202	2883	3160	应付债券	3400	3400	3400	3400
净利润	14791	15417	20183	22122	递延所得税负债	805	805	805	805
归属于母公司所有者的净利润	13033	14029	18366	20131	其他非流动负债	11369	11369	11369	11369
少数股东损益	1758	1388	1816	1991	负债合计	189833	177043	172158	165058
EPS (元)	4.16	4.48	5.87	6.43	归属于母公司所有者权益	94626	128203	166717	207595
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	8874	10262	12078	14069
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	103500	138465	178795	221664
经营活动现金流净额	30053	20501	33062	34897	负债及股东权益	293333	315508	350953	386722
取得投资收益收回现金	349	843	879	902	基本指标				
长期股权投资	-2606	-200	-200	-200		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-21250	-22000	-22000	-22000	每股收益	4.16	4.48	5.87	6.43
其他	-13572	-2100	-2100	-2100	每股经营现金流	9.60	6.55	10.56	11.15
投资活动现金流净额	-37078	-23457	-23421	-23398	市盈率	14.76	13.71	10.48	9.56
债券融资	3400	0	0	0	市净率	2.03	1.50	1.15	0.93
股权融资	957	0	0	0	EV/EBITDA	8.49	9.65	8.01	7.35
银行贷款增加 (减少)	396	-13038	-6468	-8608	总资产收益率	4.4%	4.4%	5.2%	5.2%
筹资成本	-11312	-3539	-3173	-2890	净资产收益率	13.8%	10.9%	11.0%	9.7%
其他	12745	0	0	0	净利率	7.2%	6.7%	8.4%	8.9%
筹资活动现金流净额	6186	-16577	-9642	-11498	资产负债率	64.7%	56.1%	49.1%	42.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-838	-19533	0	0	总资产周转率	0.62	0.67	0.63	0.58

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。