

基础化工

2025 年 08 月 12 日

万华化学 (600309)

——业绩略超预期，25Q2 控制费用盈利稳定，产品周期逐步触底

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 08 月 12 日

收盘价 (元)	62.90
一年内最高/最低 (元)	100.40/52.10
市净率	2.0
股息率% (分红/股价)	1.99
流通 A 股市值 (百万元)	196,907
上证指数/深证成指	3,665.92/11,351.63

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	31.77
资产负债率%	65.80
总股本/流通 A 股 (百万)	3,130/3,130
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

邵靖宇 A0230524080001
shaojy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

陈悦
(8621)23297818x
chenyue@swsresearch.com

投资要点：

- **公司发布 2025 年中报：**2025 年上半年实现营业收入 909.01 亿元 (YoY-6.35%)，归母净利润 61.23 亿元 (YoY-25.10%)，扣非归母净利润 62.44 亿元 (YoY-22.90%)；其中，Q2 实现营业收入 478.34 亿元 (YoY-6.04%，QoQ+11.07%)，归母净利润 30.41 亿元 (YoY-24.30%，QoQ-1.34%)，扣非归母净利润 32.04 亿元 (YoY-19.33%，QoQ+5.38%)，业绩略超预期。
- **三大板块经营情况：**2025 年上半年 MDI 景气前高后低，25Q2 MDI 底部反弹，聚氨酯板块以量补价；石化板块成本支撑偏弱，C2、C3 产业链盈利底部震荡；新材料板块项目顺利推进，板块规模有望维持增长。
- **2025 年上半年冰箱冷柜出口需求同比小幅增长，Q2 出口量出现回落，内需方面国补带动冰箱产销持续向好，支撑聚合 MDI 需求。**从国内需求来看，根据产业在线统计，占据聚合 MDI 需求半壁江山的冰箱行业 25 年上半年出口需求进一步增长，累计出口数量达 4051 万台，同比增加 1.8%，上半年产量达 4795.8 万台，同比增加 3.4%。Q2 出口同比回落，但受到国补积极影响带动，累计产量达 2479 万台，同比增加 1.1%。冷柜产销两端同样旺盛，25 年上半年累计产量达 2087 万台，同比增加 2.6%。其中 Q2 冰柜累计产量达 1039 万台，同比增加 1.4%。2025 年上半年家电行业需求保持稳健，MDI 国内需求基本盘稳固。
- **受海外地缘政治影响，MDI 出口持续承压。**根据海关统计，25H1 MDI 出口持续承压，聚合 MDI 出口 41.2 万吨，同比下滑 36.0%，纯 MDI 出口 6.4 万吨，同比增长 4.5%。其中 25Q2 聚合 MDI 出口 19.4 万吨，同比下滑 45.3%，纯 MDI 出口 2.8 万吨，同比下滑 4.3%。按照省份数据，25H1 山东+浙江+福建聚合 MDI 出口 30.3 万吨，同比下滑 44.8%，纯 MDI 整体出口 5.3 万吨，同比增长 2.8%。其中 25Q2 山东+浙江+福建聚合 MDI 出口 14.7 万吨，同比下滑 51.2%，纯 MDI 出口 2.3 万吨，同比下滑 4.2%。在美国关税政策影响下，MDI 直接出口受挫，叠加美国对万华 MDI 反倾销税暂未落地，国内 MDI 出口持续承压。从中长期来看，国内 MDI 成本优势仍具备全球竞争力，我们看好国内 MDI 维持较高全球市场份额。
- **供给端挺价意愿较强，海外供给扰动带来 MDI 景气回升，预计 MDI 价格逐步企稳。**25Q2 全球 MDI 厂商集中检修，其中国内二季度涉及检修的 MDI 产能合计 369 万吨，海外二季度涉及检修产能 175 万吨，全球二季度涉及检修产能达到 544 万吨，占全球 MDI 产能比重 48.4%。同时，25Q2 海外多套装置维持低负运行，合计产能达到 295 万吨，占全球 MDI 产能比重 26.3%。除常规检修及高成本产能开工承压以外，全球 MDI 厂商主动缩减供给，表现出强烈的挺价意愿。
- **盈利预测与估值：**由于当前外部贸易环境扰动，叠加部分产品供给端压力较大，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，预计分别实现 131.05、169.91 亿元 (调整前分别为 147.31、190.72 亿元)，维持 2027 年盈利预测，预计实现归母净利润 236.88 亿元，当前市值对应 PE 估值分别为 15X、12X、8X。根据 wind 统计，公司当前 PB 估值为 1.984X，自 2022 年 8 月 12 日至今三年平均 PB 估值中枢为 3.031X，当前具备绝对安全边际，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新项目投产不及预期；下游需求不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	182,069	90,901	197,794	245,333	301,309
同比增长率 (%)	3.8	-6.4	8.6	24.0	22.8
归母净利润 (百万元)	13,033	6,123	13,105	16,991	23,688
同比增长率 (%)	-22.5	-25.1	0.5	29.7	39.4
每股收益 (元/股)	4.15	1.95	4.19	5.43	7.57
毛利率 (%)	16.2	13.8	14.4	14.6	15.9
ROE (%)	13.8	6.1	12.2	13.6	16.0
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

1. 三大板块经营情况

2025 年上半年 MDI 景气前高后低, 25Q2 MDI 底部反弹, 聚氨酯板块以量补价。2025 年上半年公司聚氨酯板块营收 368.88 亿元, 同比增加 4.04%; 产销方面: 聚氨酯产品产、销量分别同比增加 5.30%、12.64%至 298、303 万吨; 价格方面, 聚氨酯板块整体售价约 (包含 MDI、TDI、聚醚等产品, 不含税) 12174.19 元/吨, 同比下降 7.63%, 上半年呈现前高后低的探底趋势, 主要受海外贸易扰动影响。分产品看, 根据天天化工统计, 2025 年上半年聚氨酯板块主要产品纯 MDI、聚合 MDI、TDI、软泡聚醚、硬泡聚醚市场均价 (市场均价含税) 18063、16820、12362、7778、8260 元/吨, 同比分别变动-8.0%、+1.4%、-21.6%、-14.5%、-13.3%, 仅聚合 MDI 稍有改善, 其余均处于景气触底过程。

25 年二季度来看, 供给端检修集中, 始终存挺价意愿, 但终端需求受海外贸易扰动影响, 下游企业出货压力不减。根据天天化工统计, 主要产品纯 MDI、聚合 MDI、TDI Q2 市场均价分别为 17387、15723、11514 元/吨, 环比分别变动-7.2%、-12.3%、-12.8%。产销量来看, 随万华宁波新增 30 万吨 MDI 技改项目落地, 产、销量分别达 151、158 万吨, 同比分别增长 2.72%、14.49%, 环比增长 2.72%、8.97%。25Q2 聚氨酯板块营收 184.61 亿元, 同比增长 2.82%, 环比增长 0.18%。公司是目前全球最大的 MDI 和 TDI 的供应商, 后续福建仍有 70 万吨 MDI 项目规划, 预计 2026 年落地, 巩固公司全球话语权。

石化板块成本支撑偏弱, C2、C3 产业链盈利底部震荡。2025 年上半年公司石化板块营业收入 349.34 亿元, 同比下滑 11.73%; 产销方面: 石化产品产、销量分别同比增加 6.50%、3.64% 至 295、285 万吨; 价格方面: 石化板块整体售价约 12257 元/吨, 同比下滑 14.82%, 2025 年上半年石化有效需求不足, 景气表现较为疲软。成本端, 根据百川资讯, 丙烷、纯苯 2025 年上半年市场均价分别为 4485、6729 元/吨, 同比分别下滑 0.8%、22.1%, 原材料成本支撑偏弱。

25 年二季度来看, C3 产业链 MTBE、丙烯酸及酯等产品景气回落, C2 产业链 LLDPE、乙烯法 PVC 表现疲软, 整体石化业务盈利底部震荡。根据百川资讯统计, MTBE、丙烯酸、丙烯酸丁酯、LLDPE、乙烯法 PVC Q2 市场均价分别为 5343、6878、8218、7620、5155 元/吨, 环比分别变动-10.5%、-7.0%、-10.7%、-7.8%、-5.7%。成本端, 油价整体保持低位震荡, 对产品价格支撑力度减弱。根据百川资讯, 丙烷、纯苯 25Q2 市场均价分别为 4408、6099 元/吨, 环比分别下滑 3.4%、17.1%。2024 年万华蓬莱一期 PDH 等项目完成建设并实现一次性开车成功, 2025 年万华烟台 120 万吨乙烯二期项目一次开车成功, 同时烟台石化拟采用增资扩股方式引进拥有丰富 LPG 资源的境外化工企业作为战略投资者, 在当前外部环境不确定下, 有望保证原料的长期稳定供应。

新材料板块项目顺利推进, 板块规模有望维持增长。2022 下半年 48 万吨/年双酚 A 项目、4 万吨/年尼龙 12 项目计划陆续投产, 烟台 IPDI 产业链完成中间体配套重启成功。24 年 20 万吨 POE 项目建成, 顺利弥补国家产业空白, 4.8 万吨/年柠檬醛及其衍生物一体化项目成功投产, 不断扩展新兴业务领域。2025 年一季度 1 万吨/年 VA 项目全产业链贯通投产, 打破国际技术垄断。2025 年上半年板块营收同比增长 20.41%至 156.28 亿元,

产、销量分别同比增长 24.00%、29.35%。后续来看，25 年 POE 二期 40 万吨项目有望落地，同时加大布局 ADI 类优势产品，规划 10 万吨/年 HDI、2 万吨/年 IPDI 及 2 万吨/年 HMDI，公司有望自身石化平台优势，打造未来新材料平台企业。

图 1：公司主要产品价格价差

分类	产品名称	单位	最新价格及分位数	涨跌幅	季度均价 (元/吨)										2024Q1均价					历史年度均价					历史分位数													
					2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4			
聚醚醚酮	MDI 挂牌价	元/吨	22000	3.9%	0.0%	1.8%	22505	21994	22424	23000	24533	24962	24500	24067	22747	23556	-1.3%	-10.9%	21655	23469	23305	23912	23158	4.9%	48%	47%	52%	60%	49%	48%	47%	52%	60%	49%	48%	47%	52%	60%
	MDI 挂牌价	元/吨	20000	40%	0.0%	0.0%	21000	20247	20000	20000	20000	18549	18000	19238	19097	23361	1.3%	9.3%	19639	18632	20117	22012	25104	3.9%	35%	40%	48%	60%	39%	35%	40%	48%	60%	39%	35%	40%	48%	60%
	MDI 挂牌价	元/吨	18150	19%	2.3%	9.7%	17387	18739	18672	18509	18520	20348	20874	21236	18901	24160	0.4%	-7.9%	19109	19983	20809	22339	28436	2.3%	26%	29%	35%	57%	19%	23%	29%	35%	57%	19%	23%	29%	35%	57%
	MDI 挂牌价	元/吨	16250	37%	2.8%	8.1%	15723	17918	18178	17446	17066	16097	15602	16647	15381	21360	-1.4%	11.3%	17205	15800	17205	19865	26675	3.9%	36%	39%	45%	61%	13%	13%	40%	51%	28%	13%	13%	40%	51%	28%
	TDI	元/吨	16300	16%	4.9%	33.6%	11514	13209	12880	13466	14793	16724	17163	18055	18031	14801	2.6%	-21.0%	14346	17925	18202	14189	31788	11%	19%	20%	21%	49%	11%	19%	20%	21%	49%	11%	19%	20%	21%	49%
	MDI 挂牌价	元/吨	8275	10%	-0.9%	16.7%	7364	8180	8725	8728	9109	8994	9480	10118	9910	18808	-0.1%	-3.9%	8910	9867	10497	17026	11451	14%	22%	26%	75%	33%	14%	22%	26%	75%	33%	14%	22%	26%	75%	33%
	MDI 挂牌价	元/吨	8150	5%	-1.2%	1.8%	7980	8441	8863	9203	9484	9563	9694	9889	10106	15267	-0.5%	-11.7%	8279	9880	10284	14402	10679	19%	26%	31%	81%	36%	19%	26%	31%	81%	36%	19%	26%	31%	81%	36%
	MDI 挂牌价	元/吨	6300	33%	1.5%	-1.6%	6544	6866	6932	6922	6895	6843	7015	6807	6656	7701	-1.0%	0.3%	6899	6959	7743	7904	7408	41%	41%	52%	54%	49%	41%	41%	52%	54%	49%	41%	41%	52%	54%	49%
	MDI 挂牌价	元/吨	5185	35%	0.9%	1.8%	5343	5971	5593	6193	7142	6752	6957	7725	7478	5050	6.8%	-11.5%	6446	7297	7426	5812	5338	37%	73%	75%	46%	37%	37%	73%	75%	46%	37%	37%	73%	75%	46%	37%
	MDI 挂牌价	元/吨	6700	7%	0.0%	0.0%	6700	6700	6700	6700	6608	6576	6286	6490	7609	0.0%	1.4%	6677	6508	7358	7772	9498	7%	6%	13%	16%	31%	7%	6%	13%	16%	31%	7%	6%	13%	16%	31%	
	MDI 挂牌价	元/吨	7800	10%	-1.7%	5.4%	7303	7942	8668	8874	9402	9180	9346	9462	9730	18479	-0.4%	-13.3%	9030	9604	10365	10804	10705	19%	23%	29%	78%	32%	19%	23%	29%	78%	32%	19%	23%	29%	78%	32%
聚醚醚酮	MDI 挂牌价	元/吨	6000	11%	-4.8%	-13.7%	6879	7397	6740	6130	6486	6002	6026	6194	5984	9074	8.7%	21.2%	6390	6315	10308	11829	8479	14%	13%	40%	51%	28%	13%	13%	40%	51%	28%	13%	13%	40%	51%	28%
	MDI 挂牌价	元/吨	6950	10%	-1.5%	-23.2%	11252	11028	9726	8127	8590	9134	9960	8356	8973	12066	11.4%	20.7%	8895	9533	14872	15575	9897	23%	30%	72%	78%	33%	23%	30%	72%	78%	33%	23%	30%	72%	78%	33%
	MDI 挂牌价	元/吨	9450	22%	-1.6%	-0.7%	10032	9968	9272	9608	9076	9178	10239	9517	9543	13292	7.5%	16.6%	9284	9871	13263	15402	10988	21%	26%	56%	75%	35%	21%	26%	56%	75%	35%	21%	26%	56%	75%	35%
	MDI 挂牌价	元/吨	7075	9%	-3.7%	-7.8%	8218	8201	8796	8834	9199	9336	9053	9508	8602	14429	4.6%	-1.5%	9040	9237	11833	16234	9946	23%	24%	43%	76%	30%	23%	24%	43%	76%	30%	23%	24%	43%	76%	30%
	MDI 挂牌价	元/吨	3200	1%	2.0%	-4.8%	3680	6321	6768	7392	7339	6951	7072	7690	7462	7380	-0.8%	-9.1%	7136	7227	7363	7539	8468	22%	23%	24%	26%	36%	22%	23%	24%	26%	36%	22%	23%	24%	26%	36%
	MDI 挂牌价	元/吨	8100	11%	-2.4%	0.0%	10108	10904	9915	10386	10821	9967	9423	9317	9726	12779	10.0%	9.4%	10272	9674	13099	16634	14073	26%	22%	46%	70%	52%	26%	22%	46%	70%	52%	26%	22%	46%	70%	52%
	MDI 挂牌价	元/吨	9375	25%	1.9%	0.8%	9739	11945	11263	13218	12118	10412	9103	7868	7710	7807	6.1%	14.7%	11787	9433	8931	8290	12402	33%	21%	23%	20%	38%	33%	21%	23%	20%	38%	33%	21%	23%	20%	38%
	MDI 挂牌价	元/吨	7845	25%	0.2%	-0.1%	8862	9636	8733	9943	11629	10620	10594	12362	11718	7917	3.6%	-1.9%	10228	11513	11605	9027	8298	51%	43%	66%	38%	31%	51%	43%	66%	38%	31%	51%	43%	66%	38%	31%
	MDI 挂牌价	元/吨	7235	31%	-0.7%	-5.6%	7665	8408	8559	9405	9574	8991	8509	8641	8026	8082	-5.1%	-6.5%	9212	8415	9306	8896	10078	51%	42%	52%	47%	60%	51%	42%	52%	47%	60%	51%	42%	52%	47%	60%
	MDI 挂牌价	元/吨	7400	15%	0.0%	0.0%	7620	8265	8543	8346	8503	8372	8143	8264	8087	8413	-1.3%	-1.3%	8441	8184	8589	8531	9550	26%	23%	27%	27%	37%	26%	23%	27%	27%	37%	26%	23%	27%	27%	37%
	MDI 挂牌价	元/吨	5271	2%	-0.3%	2.6%	5155	5465	5666	5937	6000	6027	6218	6468	6099	8802	3.3%	-9.3%	5912	6329	7963	9953	7012	8%	12%	27%	45%	18%	8%	12%	27%	45%	18%	8%	12%	27%	45%	18%
聚醚醚酮	MDI 挂牌价	元/吨	12580	0%	-0.4%	-2.7%	13301	14004	14309	14940	15316	14795	15164	15720	15064	20790	-2.1%	-5.3%	14839	15521	15269	25139	22891	9%	11%	26%	49%	40%	9%	11%	26%	49%	40%	9%	11%	26%	49%	40%
	MDI 挂牌价	元/吨	12600	0%	0.0%	-1.6%	13463	14318	14625	15111	15700	16055	15403	15571	15610	20868	-1.4%	-0.0%	15321	15755	20595	22043	27759	13%	15%	38%	45%	72%	13%	15%	38%	45%	72%	13%	15%	38%	45%	72%
	MDI 挂牌价	元/吨	8550	4%	-1.2%	-2.3%	8900	8977	8815	8819	8985	8942	9188	9373	9712	10567	1.8%	0.4%	8880	9541	12701	12054	10793	8%	18%	61%	54%	36%	8%	18%	61%	54%	36%	8%	18%	61%	54%	36%
	MDI 挂牌价	元/吨	9550	13%	1.3%	-0.3%	10320	11551	11620	15166	15525	15005	11365	11910	11603	12887	-0.6%	-11.2%	13857	11318	11789	13041	15961	37%	23%	25%	32%	68%	37%	23%	25%	32%	68%	37%	23%	25%	32%	68%
	MDI 挂牌价	元/吨	13700	0%	0.0%	-0.5%	13897	18715	18971	19377	18871	16506	15679	14841	14595	16842	-4.2%	30.1%	18435	14910	15679	17137	0	37%	10%	16%	27%	0%	37%	10%	16%	27%	0%	37%	10%	16%	27%	0%
	MDI 挂牌价	元/吨	29250	0%	0.0%	0.0%	29250	29250	29250	29087	30368	35330	37457	35141	38714	62556	0.0%	-17.2%	30999	41846	71015	85616	55500	2%	14%	49%	66%	31%	2%	14%	49%	66%	31%	2%	14%	49%	66%	31%
	MDI 挂牌价	元/吨	54000	20%	0.0%	0.0%	55000	57633	57000	57000	40429	46022	47000	45628	50874	76000	2.3%	-17.8%	40096	49710	69745	70000	70000	4%	15%	38%	46%	39%	4%	15%	38%	46%	39%	4%	15%	38%	46%	39%
	MDI 挂牌价	元/吨	3951	38%	0.5%	-0.2%	4408	4562	4601	4696	4576	4470	4581	4529	4384	3935	-0.8%	2.1%	4588	4479	5057	4360	5555	47%	45%	54%	44%	27%	47%	45%	54%	44%	27%	47%	45%	54%	44%	27%
	MDI 挂牌价	元/吨	690	11%	4.5%	9.5%	643	737	837	854	858	914	965	875	935	742	-12.0%	-19.4%	866	981	1246	1012	644	19%	24%	37%	26%	8%	19%	24%	37%	26%	8%	19%	24%	37%	26%	8%
	MDI 挂牌价	元/吨	560	12%	5.1%	12.0%	498	564	650	661	663	701	735	662	716	575	-13.2%	-16.0%	669	744	957	795	614	18%	21%	35%	26%	8%	18%	21%	35%	26%	8%	18%	21%	35%	26%	8%
	MDI 挂牌价	元/吨	6120	44%	0.5%	2.6%	6099	7359	7432	8504	9030	8246	7369	7390	6818	5562	-1.0%	-10.8%	8307	7251	8102	7114	6721	70%	58%	68%	56%	52%	70%	58%	68%	56%	52%	70%	58%	68%	56%	52%
聚醚醚酮	MDI 挂牌价	元/吨	12984	18%	2.3%	16.5%	12375	13526	13860	14241	11347	12416	12715	12478	11865	-1.0%	-11.2%	12547	14047	13182	16129	22869	15%	16%	18%	28%	54%	15%	16%	18%	28%	54%	15%	16%	18%	28%	54%	
	MDI 挂牌价	元/吨	10903	20%	2.7%	9.1%	10421	11260	10885	9758	8417	8795	8715	9322	8842	14810	3.3%	25.5%	9184	8359	9265	12432	15905	15%	11%	14%	26%	52%	15%	11%	14%	26%	52%	15%	11%	14%	26%	52%
	MDI 挂牌价	元/吨	12774	17%	1.7%	1.7%	13274	13755	13860	14241	11347	12416	12715	12478	11865	-1.0%	-11.2%	12547	14047	13182	16129	22869	15%	16%	18%	28%	54%	15%	16%	18%	28%	54%	15%	16%	18%	28%	54%	
	MDI 挂牌价	元/吨	794	28%	8.4%	-20.6%	410	528	489	391	523	662	262	457	1380	2223	7.9%	-30.3%	516	723	688	1080	2973	23%	27%	27%	48%	78%	23%	27%	27%	48%	78%	23%	27%	27%	48%	78%
	MDI 挂牌价	元/吨	2764	7%	-11.9%	-2.1%	2266	2451	3159	330	3876	3864	3748	4108	4282	12441	-22.4%	-33.1%	4052	4154	4844	10493	4878	19%	20%</													

现金流方面：公司 2025 年上半年经营性现金流净流入 105.28 亿元，同比小幅增长 2.30%；其中 Q2 经营性现金流净流入 99.47 亿元，同比增长 38.01%，前期应收账款及存货增加导致的现金流承压影响已经消除。

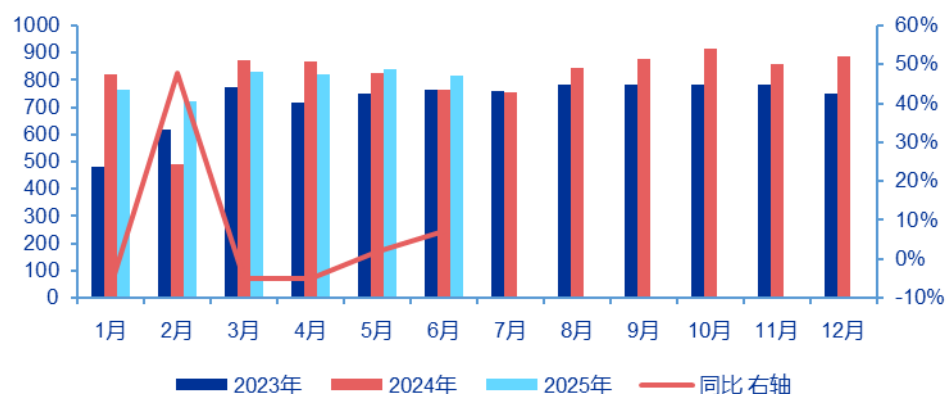
费用方面：公司 25Q2 资产减值计提 2.56 亿元，公允价值损失 3.12 亿元，但信用减值冲回 2.18 亿元，对利润合计影响约 3.5 亿元。销售/管理/研发/财务费用 25Q2 分别为 3.55/4.38/11.40/0.20 亿元，环比分别变动-0.69/-3.01/-0.11/-5.58 亿元。其中，财务费用受上半年欧元升值支撑，25H1 确认 5.64 亿元汇兑收益；管理费用随降本增效，环比明显改善。

根据公司披露的子公司 2025 年上半年经营情况，万华宁波上半年净利润 23.4 亿元，同比增长 34.3%；BC 上半年净利润亏损 0.9 亿元，同比下滑 185.8%；万华福建上半年净利润 7.7 亿元，同比下滑 8.2%；万华烟台氯碱热电上半年净利润 5.8 亿元，同比增长 17.2%；万华宁波氯碱上半年净利润 2.9 亿元，同比增长 34.3%；万华宁波容威上半年净利润 1.2 亿元，同比增长 7.3%。

3. 冰箱及出口数据

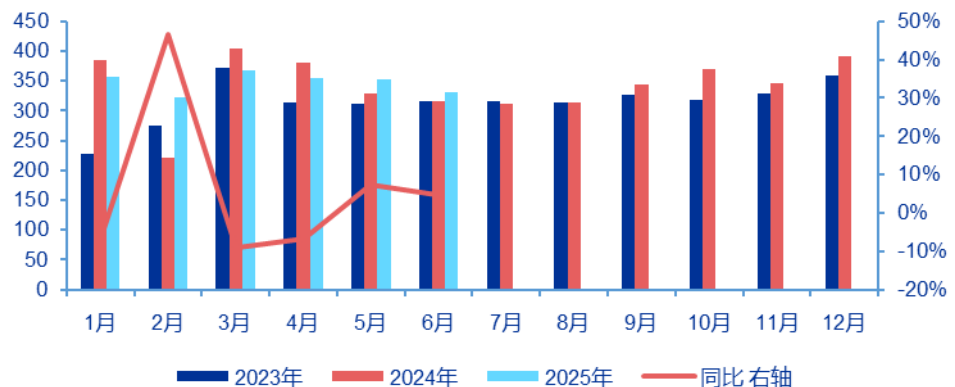
2025 年上半年冰箱冷柜出口需求同比小幅增长，Q2 出口量出现回落，内需方面国补带动冰箱产销持续向好，支撑聚合 MDI 需求。从国内需求来看，根据产业在线统计，占据聚合 MDI 需求半壁江山的冰箱行业 25 年上半年出口需求进一步增长，累计出口数量达 4051 万台，同比增加 1.8%，上半年产量达 4795.8 万台，同比增加 3.4%。Q2 出口同比回落，但受到国补积极影响带动，累计产量达 2479 万台，同比增加 1.1%。冷柜产销两端同样旺盛，25 年上半年累计产量达 2087 万台，同比增加 2.6%。其中 Q2 冰柜累计产量达 1039 万台，同比增加 1.4%。2025 年上半年家电行业需求保持稳健，MDI 国内需求基本盘稳固。

图 3：国内冰箱月度产量（万台）



资料来源：产业在线，申万宏源研究

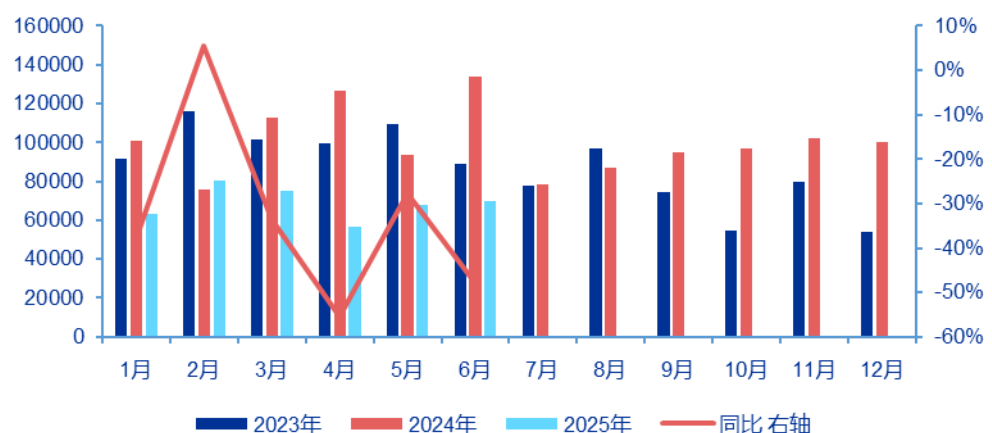
图 4：国内冷柜月度产量（万台）



资料来源：产业在线，申万宏源研究

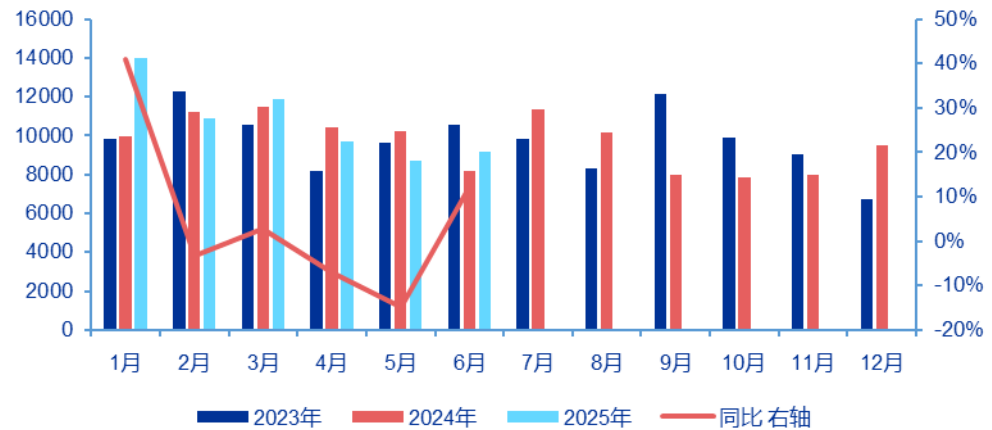
受海外地缘政治影响，MDI 出口持续承压。根据海关统计，25H1 MDI 出口持续承压，聚合 MDI 出口 41.2 万吨，同比下滑 36.0%，纯 MDI 出口 6.4 万吨，同比增长 4.5%。其中 25Q2 聚合 MDI 出口 19.4 万吨，同比下滑 45.3%，纯 MDI 出口 2.8 万吨，同比下滑 4.3%。按照省份数据，25H1 山东+浙江+福建聚合 MDI 出口 30.3 万吨，同比下滑 44.8%，纯 MDI 整体出口 5.3 万吨，同比增长 2.8%。其中 25Q2 山东+浙江+福建聚合 MDI 出口 14.7 万吨，同比下滑 51.2%，纯 MDI 出口 2.3 万吨，同比下滑 4.2%。在美国关税政策影响下，MDI 直接出口受挫，叠加美国对万华 MDI 反倾销税暂未落地，国内 MDI 出口持续承压。从中长期来看，国内 MDI 成本优势仍具备全球竞争力，我们看好国内 MDI 维持较高全球市场份额。

图 5：聚合 MDI 出口数据（吨）



资料来源：百川资讯进出口模块，申万宏源研究

图 6：纯 MDI 出口数据（吨）



资料来源：百川资讯进出口模块，申万宏源研究

4. 展望

供给端挺价意愿较强，海外供给扰动带来 MDI 景气回升，预计 MDI 价格逐步企稳。

25Q2 全球 MDI 厂商集中检修，其中国内二季度涉及检修的 MDI 产能合计 369 万吨，海外二季度涉及检修产能 175 万吨，全球二季度涉及检修产能达到 544 万吨，占全球 MDI 产能比重 48.4%。同时，25Q2 海外多套装置维持低负运行，合计产能达到 295 万吨，占全球 MDI 产能比重 26.3%。除常规检修及高成本产能开工承压以外，全球 MDI 厂商主动缩减供给，表现出强烈的挺价意愿。

TDI 景气快速提升同样拉动 MDI 景气回暖。2025 年 7 月以来，TDI 供给扰动加剧：1) 日本三井 TDI 产能由 12 万吨缩减至 5 万吨，7 月 27 日，因氯气泄露事故停车，2) 科思创欧洲 TDI 装置遭遇不可抗力，影响产能 30 万吨，3) 万华匈牙利 TDI 25 万吨于 7 月 23 日开始检修。海外供给骤然收紧，叠加全球库存处于低位，据百川盈孚，截至 8 月 11 日，国内 TDI 市场均价达到 16063 元/吨，较 7 月初上涨 32.9%。受 TDI 带动，截至 8 月 8 日，国内 MDI 市场均价为 15950 元/吨，较 7 月初上涨 4.2%。短期来看，MDI 行业预计维持供需两弱格局，景气触底企稳运行，供给扰动将引起价格反弹。长期看，截至 2025 年新产能投放以万华为主，届时万华化学 MDI 全球市占率有望接近 40%，利好规模企业盈利。

图 7：25Q2 全球各 MDI 装置检修及低负运行情况

25Q2国内MDI检修产能统计				
时间	企业	装置位置	产能 (万吨/年)	检修计划及运行情况
3月20日	万华化学	浙江宁波	120	一期装置3月20日停车检修，为期30天左右
5月21日	亨斯迈	上海	35	母液装置5月21日停车检修，精馏装置5月中旬检修。母液装置于6月14日开车；精馏装置于6月10日开车
5月22日	巴斯夫	上海	24	母液装置5月22日停车检修，精馏装置5月25日检修。母液装置于6月7日开车；精馏装置于6月14日开车
6月5日	万华化学	福建	80	从6月5日开始停车检修，检修45天左右
6月11日	万华化学	山东烟台	110	6月11日起，半数产能停车至6月底
国内检修合计			369	
25Q2海外MDI检修产能统计				
时间	企业	装置位置	产能 (万吨/年)	检修计划及运行情况
3月初	巴斯夫	盖思马	40	3月初装置停车检修，预计检修一月左右
3月12日	亨斯迈	荷兰	47	12万吨/年装置停车，其他装置3月12日开始停车检修，预计为期40天左右
3月中旬	科思创	日本新居滨	7	3月中旬起停车检修，为期1个月左右
5月2日	日本东曹	日本南阳	7	5月2日到6月10日检修
5月14日	日本东曹	日本南阳	13	5月14日到6月22日检修
5月27日	锦湖三井	韩国丽水	61	5月27日至7月1日MDI二期装置停车检修，全厂负荷低于80%
海外检修合计			175	
全球检修合计			544	
25Q2全球MDI低负产能统计				
时间	企业	装置位置	产能 (万吨/年)	检修计划及运行情况
4月上旬-中旬	亨斯迈	盖思马	50	三套装置，一套停车，维持7成开工负荷
4月-6月	科思创	贝嫩	33	装置低负运行
4月-6月	巴斯夫	比利时	65	装置低负运行
4月-6月	科思创	德国	42	装置低负运行
4月-6月	科思创	德国	20	装置低负运行
4月-6月	科思创	西班牙	17	装置低负运行
4月-6月	陶氏	德国	20	装置低负运行
4月-6月	万华化学	匈牙利	40	装置低负运行
6月17日	东曹瑞安	浙江瑞安(仅精馏)	8	6月17日起装置降至80%运行，月底恢复
全球低负运行产能合计			295	

资料来源：天天化工，隆众资讯，申万宏源研究

携手阿布扎比，深入乙烷裂解的石化业务路线，石化业务边际将明显改善。根据公司公告，公司已计划乙烯一期 100 万吨项目改为乙烷进料，二期 120 万吨项目中约 60 万吨乙烷进料，同时与阿布扎比合资福建规划 160 万吨乙烷项目。短期乙烷或受海外贸易环境扰动，但长期来看乙烷原料价格相比丙烷、石脑油及 CTO 工艺均有明显的成本优势，叠加后续高端牌号烯烃产品占比有望提升，公司未来石化板块盈利有望得到明显改善。

新能源领域全产业布局，第二成长曲线布局逐步完善。公司第四代磷酸铁锂完成量产供应，五代完成定型首发。回收方面，公司废旧电池拆解、黑粉资源化及 5 万吨负极粘合剂项目环评公示，打造新能源全产业链布局；资源方面，收购安纳达及六国化工，同时年内通过子公司万华电池 3.15 亿收购新桥矿业 30% 股权，不断完善上游原料产业链，第二成长曲线培育路线日渐清晰。

高研发投入支撑长期发展，看好万华全面发展成为全球化工行业领军者。公司未来成长目标清晰，各大基地 5 年维度的规划陆续浮出水面，烟台、福建基地将持续打造一体化园区，眉山基地新能源材料技术研发顺利推进；公司每年 40 亿级别研发投入做强劲技术支撑，长期看好万华全面发展成为平台型化工新材料公司，成长为全球化工行业领军者。

表 1：公司重要项目投产时间表及中枢利润测算（25-26 年）

预估投产时间	计划产品	计划产能 (万吨)	已有产能 (万吨)	投资额(亿元)	单吨中枢利润(元/吨)	预计利润 (亿元)	扩建地点
2025	乙烯二期	120	100	176	700	8.4	烟台
2025	VA	1	0	14.9	5000	0.5	烟台
2025	TDI	36	91	42	2500	9	福建
2025	POE	40	20	包含在乙烯二期项目中	2000	8	烟台
2026	乙烯一期技改	100	220	未披露	1500	15	烟台

2026	MDI	70	350	2.2	4000	28	福建
2026	HDI	10	13	12	6000	6	宁波
2026	IPDI	2	3	10	8000	1.6	烟台
合计				488		77	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	175,361	182,069	197,794	245,333	301,309
其中：营业收入	175,361	182,069	197,794	245,333	301,309
减：营业成本	145,926	152,643	169,232	209,472	253,300
减：税金及附加	960	1,084	1,187	1,343	1,649
主营业务利润	28,475	28,342	27,375	34,518	46,360
减：销售费用	1,346	1,619	1,780	1,884	2,313
减：管理费用	2,450	3,023	3,362	4,171	4,210
减：研发费用	4,081	4,550	4,945	5,709	7,012
减：财务费用	1,676	2,094	1,852	2,007	1,948
经营性利润	18,922	17,056	15,436	20,747	30,877
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-43	-203	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-135	-740	0	0	0
加：投资收益及其他	1,564	1,890	1,543	1,309	83
营业利润	20,389	17,966	17,018	22,096	30,960
加：营业外净收入	-379	-1,042	0	0	0
利润总额	20,010	16,924	17,018	22,096	30,960
减：所得税	1,710	2,133	2,145	2,813	4,072
净利润	18,300	14,791	14,873	19,283	26,888
少数股东损益	1,484	1,758	1,768	2,292	3,200
归属于母公司所有者的净利润	16,816	13,033	13,105	16,991	23,688

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。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、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。