

信义山证汇通天下

证券研究报告

聚氨酯

万华化学（600309.SH）

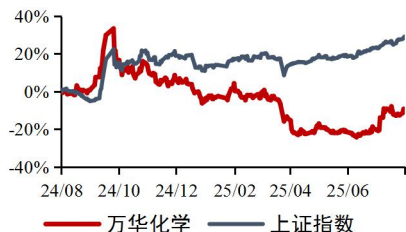
买入-B(维持)

聚氨酯主业稳健运行，新材料布局加速

2025 年 8 月 14 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2025 年 8 月 13 日

收盘价（元）：	62.98
年内最高/最低（元）：	100.40/52.10
流通 A 股/总股本（亿）：	31.30/31.30
流通 A 股市值（亿）：	1,971.57
总市值（亿）：	1,971.57

资料来源：最闻

基础数据：2025 年 6 月 30 日

基本每股收益(元)：	1.95
摊薄每股收益(元)：	1.95
每股净资产(元)：	34.41
净资产收益率(%)：	6.21

资料来源：最闻

分析师：

李旋坤

执业登记编码：S0760523110004

邮箱：lixuankun@sxzq.com

研究助理：

王金源

邮箱：wangjinyuan@sxzq.com

事件描述

➢ 8 月 12 日，公司发布《2025 年半年度报告》，2025H1 实现营业总收入 909.0 亿元，同比-6.4%；归母净利润 61.2 亿元，同比-25.1%；扣非归母净利润 62.4 亿元，同比-22.9%。其中，2025Q2 实现营业总收入 478.3 亿元，同环比分别-6.0%/+11.1%；归母净利润为 30.4 亿元，同环比分别-24.3%/-1.3%；扣非归母净利润为 32.0 亿元，同环比分别-19.3%/+5.4%。

事件点评

➢ 聚氨酯和精细化学品及新材料业务稳健发展，石化业务利润承压。2025H1，公司实现营业总收入 909.0 亿元，同比-6.4%，毛利率和净利率分别为 13.84%和 7.39%，同比分别下降 2.57 pct 和 1.86 pct。分产品来看，公司聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列营收分别为 368.9、349.3、156.3 亿元，同比分别+4.0%、-11.7%、+20.4%，销量分别为 303、285、119 万吨，同比分别增长 12.6%、3.6%、29.3%。对应的产品毛利率分别为 25.68%、-0.37%、9.55%，同比分别-2.32 pct、-4.89 pct、-7.44 pct，主要系化工行业景气度较低，大部分产品价格下行。

➢ 反内卷叠加库存低位，聚氨酯价格具备上涨条件。近期，反内卷与供给侧优化成为社会关注的热点。我们认为供给侧优化与反内卷，有望使企业盈利与创新投入形成良性循环。截至 2025 年 8 月 8 日，据百川盈孚数据，纯 MDI、TDI 市场均价分别为 1.79、1.6 万元/吨，较二季度末分别上涨 5.3%、37.0%。从聚氨酯行业库存来看，截至 2025 年 8 月 8 日，纯 MDI、TDI 行业总库存分别 6.2、1.1 万吨，均处于历史较低位置。7 月 16 日，科思创宣布其 TDA/TDI、基于 OTDA 的产品、聚醚多元醇产品遭遇不可抗力，受氯气供应中断而受影响。另外，科思创的聚氨酯分散体（PUD）和聚醚多元醇装置也受到影响，被迫安全停车，推动相关产品价格上涨。上半年，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，海外建筑节能等领域需求弱于预期。我们认为在反内卷大背景下叠加行业库存低位，聚氨酯价格具备上涨条件，看好公司相关产品的价格弹性。

➢ 坚持以创新驱动产业升级，新材料布局加速，产品竞争力持续提升。上半年，公司推进多个装置扩能和节能降耗项目，打造极致成本竞争力。公司各项自研技术加速成果转化，MS 装置一次性开车成功，叔丁胺产业化成功，砜聚合物产出合格品，生物基 1,3-丁二醇成功导入化妆品客户，电池材料持续加大研发投入，多项技术取得阶段性突破，第四代磷酸铁锂完成量产供应，



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

五代完成定型首发，开发多个高附加值 POE、聚烯烃、尼龙 12、改性材料新品，助力新业务能力提升。

投资建议

➤ 预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 137.2/169.1/190.8 亿元，对应 8 月 13 日收盘价 62.98 元，PE 分别为 14/12/10 倍。看好公司通过技术创新与产能技改更新带来的成本控制优势与产品竞争力的提升，维持“买入-B”评级。

风险提示

➤ 原材料价格大幅波动、产能建设进度不及预期、贸易摩擦加剧、宏观经济增长不及预期等风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	175,361	182,069	201,984	221,049	245,741
YoY(%)	5.9	3.8	10.9	9.4	11.2
净利润(百万元)	16,816	13,033	13,717	16,910	19,083
YoY(%)	3.6	-22.5	5.2	23.3	12.8
毛利率(%)	16.8	16.2	15.1	16.2	16.3
EPS(摊薄/元)	5.37	4.16	4.38	5.40	6.10
ROE(%)	19.4	14.3	12.7	13.9	13.9
P/E(倍)	11.7	15.1	14.4	11.7	10.3
P/B(倍)	2.2	2.1	1.9	1.6	1.4
净利率(%)	9.6	7.2	6.8	7.7	7.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	61864	69990	59922	72079	66553
现金	23710	24533	12780	19789	9700
应收票据及应收账款	9144	12319	11492	14567	14403
预付账款	2203	2124	2676	2577	3263
存货	20650	24107	26199	28149	32154
其他流动资产	6157	6907	6776	6997	7034
非流动资产	191176	223343	235796	248562	260828
长期投资	7046	9651	12060	14916	17549
固定资产	98764	118828	133751	145471	157805
无形资产	10786	11971	12692	13307	13902
其他非流动资产	74581	82892	77293	74868	71572
资产总计	253040	293333	295718	320641	327381
流动负债	108657	126083	126710	143935	141683
短期借款	43526	35557	44244	41837	41291
应付票据及应付账款	45594	69136	59816	79497	75083
其他流动负债	19537	21390	22650	22601	25309
非流动负债	49929	63750	53118	44761	35167
长期借款	39811	51576	42061	33146	23830
其他非流动负债	10118	12174	11057	11616	11337
负债合计	158586	189833	179828	188697	176850
少数股东权益	5798	8874	9840	11276	13071
股本	3140	3140	3140	3140	3140
资本公积	1816	1806	1806	1806	1806
留存收益	83848	90147	100765	114224	129766
归属母公司股东权益	88656	94626	106050	120669	137460
负债和股东权益	253040	293333	295718	320641	327381

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26797	30053	19216	48111	32480
净利润	18300	14791	14682	18347	20878
折旧摊销	10145	11842	11582	13751	15993
财务费用	1676	2094	2393	2697	2845
投资损失	-621	-709	-711	-710	-710
营运资金变动	-5351	-961	-9078	14085	-6670
其他经营现金流	2647	2996	347	-59	144
投资活动现金流	-44830	-37078	-23724	-25723	-27705
筹资活动现金流	22809	6186	-7245	-15379	-14864

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	5.37	4.16	4.38	5.40	6.10
每股经营现金流(最新摊薄)	8.56	9.60	6.14	15.37	10.38
每股净资产(最新摊薄)	28.32	30.23	33.88	38.55	43.91

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	175361	182069	201984	221049	245741
营业成本	145926	152643	171565	185350	205661
营业税金及附加	960	1084	1222	1338	1487
营业费用	1346	1619	1796	1966	2185
管理费用	2450	3023	3293	3582	3957
研发费用	4081	4550	4874	5429	5983
财务费用	1676	2094	2393	2697	2845
资产减值损失	-178	-943	-828	-654	-814
公允价值变动收益	82	-76	-76	-76	-76
投资净收益	621	709	711	710	710
营业利润	20389	17966	17748	21795	24562
营业外收入	64	96	75	70	76
营业外支出	444	1137	1137	1137	1137
利润总额	20010	16924	16686	20728	23501
所得税	1710	2133	2004	2381	2623
税后利润	18300	14791	14682	18347	20878
少数股东损益	1484	1758	965	1436	1796
归属母公司净利润	16816	13033	13717	16910	19083
EBITDA	34708	33589	31672	37839	42511

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	5.9	3.8	10.9	9.4	11.2
营业利润(%)	2.8	-11.9	-1.2	22.8	12.7
归属于母公司净利润(%)	3.6	-22.5	5.2	23.3	12.8
获利能力					
毛利率(%)	16.8	16.2	15.1	16.2	16.3
净利率(%)	9.6	7.2	6.8	7.7	7.8
ROE(%)	19.4	14.3	12.7	13.9	13.9
ROIC(%)	11.8	9.3	8.3	9.8	10.5
偿债能力					
资产负债率(%)	62.7	64.7	60.8	58.8	54.0
流动比率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	19.3	17.0	17.0	17.0	17.0
应付账款周转率	4.2	2.7	2.7	2.7	2.7
估值比率					
P/E	11.7	15.1	14.4	11.7	10.3
P/B	2.2	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.1	8.7	9.5	7.5	6.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履

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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

